



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS KOMPREHENSIF PENGARUH KONFLIK
KEAGENAN ANTARA MANAJER, PEMEGANG SAHAM DAN
KREDITUR TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**

TESIS

**LUDWINA HARAHAHAP
1006794646**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM PASCASARJANA
DEPOK
JULI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS KOMPREHENSIF PENGARUH KONFLIK
KEAGENAN ANTARA MANAJER, PEMEGANG SAHAM DAN
KREDITUR TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Sains Akuntansi (M.S.Ak)**

**LUDWINA HARAHAAP
1006794646**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI ILMU AKUNTANSI
DEPOK
JULI 2012**

HALAMAN PENYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar**

Nama : Ludwina Harahap

NPM : 1006794646

Tandatangan :

Tanggal : Juli 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Ludwina Harahap
NPM : 1006794646
Program Studi : Pascasarjana Ilmu Akuntansi
Judul Tesis : Analisis Komprehensif Pengaruh Konflik
Keagenan Antara Manajer, Pemegang Saham
Dan Kreditur Terhadap Nilai Perusahaan

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains Akuntansi (M.S.Ak.) pada Program Studi Pascasarjana Ilmu Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Ratna Wardhani ()

Penguji : Hilda Rossieta, Ph.D. ()

Penguji : Dodik Siswantoro, S.E. Ak., M.Sc. ACC. ()

Ditetapkan di : Depok

Tanggal :

KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Sains Akuntansi (M.S.Ak.) Program Pascasarjana Ilmu Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

1. Ibu Hilda Rossieta, Ph.D, selaku Ketua Program Pascasarjana Ilmu Akuntansi yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini;
2. Ibu Dr. Ratna Wardhani, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga dan pikiran untuk mengarahkan saya dalam penyusunan tesis ini;
3. Ibu Dr. Fitriyani, yang telah mengarahkan penyusunan tesis ini, dan Ibu/Bapak seluruh Dosen Pascasarjana Ilmu Akuntansi FEUI;
4. Ketua STEKPI, Bpk. Agung Nur Fajar dan Jajaran Direktur yang telah memberikan kesempatan dan dukungan material kepada penulis untuk melanjutkan studi. Bpk. Efendri, S.E., Ak., M.Si., Ak., Bpk. M. Nashihin, S.E., M.Si., Ph.D., Bp. Dr. Bambang Trihartanto, Bp. Envermy Vem, Bpk. Yayat Suryatin, serta Bapak/Ibu Dosen dan Karyawan STEKPI.
5. Kedua orang tua saya (Mama dan Alm. Papa), kakak-kakak (Olga dan Mila), adik-adik (Vera dan Dios), Keponakan (Diaz dan Alyssa) yang tidak pernah putus-putusnya memberikan support, tenaga, waktu dan meyakinkan penulis untuk menyelesaikan tesis ini dan menimba ilmu setinggi-tingginya;
6. Teman-teman S2 PIA 2010, S3 PIA 2010, Bpk. Adi, Teh Ai, teman-teman di STEKPI (Eko, Wakijan, Bpk. Zed, Irin, Bu Opti, Anto Perpus, mahasiswa/i-ku dan semua (yang tidak dapat saya sebutkan satu persatu tanpa ada maksud untuk melupakan) yang telah memberikan bantuan dukungan moral maupun spiritual;

Akhir kata, saya berharap Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu, semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Depok, 2012

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai civitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Ludwina Harahap
NPM : 1006794646
Program Studi : Pascasarjana Ilmu Akuntansi
Departemen : Akuntansi
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (Non-exklusif Royalty-Free Right)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

**Analisis Komprehensif Pengaruh Konflik Keagenan Antara Manajer,
Pemegang Saham Dan Kreditur Terhadap Nilai Perusahaan**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan hal bebas royalti Non-eksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (database), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok
Pada tanggal : Juli 2012
Yang menyatakan

(Ludwina Harahap)

ABSTRAK

Nama : Ludwina Harahap
Program Studi : Pascasarjana Ilmu Akuntansi
Judul : Analisis Komprehensif Pengaruh Konflik Keagenan Antara Manajer, Pemegang Saham Dan Kreditur Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini mencoba menggali secara lebih komprehensif bagaimana permasalahan keagenan yang dipicu oleh perbedaan kepentingan antar pihak dalam perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian ini akan menguji pengaruh dari struktur kepemilikan keluarga terhadap konflik keagenan dan bagaimana dampaknya terhadap kebijakan yang diambil perusahaan terutama kebijakan dividen dan hutang. Penelitian ini juga melihat pengaruh dari kebijakan tersebut terhadap nilai perusahaan serta menguji peran *corporate governance* dan *opportunity growth* dalam mempengaruhi hubungan antara kebijakan dividen dan hutang terhadap nilai perusahaan. Sebanyak 276 observasi digunakan untuk menguji hipotesis dan metode pengolahan data dengan *pooled ordinary least square*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh secara negatif terhadap konflik keagenan dan praktek *corporate governance*. Lebih lanjut, adanya konflik keagenan tersebut akan mempengaruhi kebijakan dividen dan hutang, dimana hanya kebijakan dividen yang terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian ini juga ditemukan bukti bahwa *corporate governance* memperkuat hubungan positif antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Penelitian ini tidak dapat membuktikan peran moderasi dari *growth opportunity* dalam meningkatkan nilai perusahaan. Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan saham oleh keluarga berpengaruh terhadap *agency conflict*, kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

Kata kunci:

Konflik keagenan, Deviden, Hutang, *Corporate governance*, Kesempatan bertumbuh, dan Nilai perusahaan.

ABSTRACT

Name : Ludwina Harahap
Study Program : Pascasarjana Ilmu Akuntansi
Title : The Comprehensive Analysis of The Impact of Agency Conflict Between Shareholders, Managers and Creditor to Value of the Firm

This study, based on a sample of 276 observation from 2005 to 2010 tries to explore comprehensively how the agency problem between the parties (shareholders, managers and creditors) within the company affect the company's value. This study examines the effect of family ownership to agency conflict and how it relates to dividend and debt policy. The study examines the effects of the corporate policy to firm value and also tests whether the role of corporate governance and growth opportunity act as a moderating variables on these association. The results show that family ownership significantly negative affects agency conflicts and corporate governance practices. Furthermore, the existence of agency conflict affects the dividend policy and debt, which is only dividend policy affects firm value. In this study also finds evidence that corporate governance may moderate the relationship between dividend policy and firm value, but can not find that growth opportunity moderates company policy in increasing the value of company.

Key words: *Agency conflict*, Dividend policy, Debt, Corporate governance, Opportunity growth dan Value of the firm.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
LEMBAR PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	v
ABSTRAK.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	11
1.3 Tujuan Penelitian.....	12
1.4 Manfaat Penelitian.....	13
1.5 Sistematikan Penulisan.....	14
2. TINJAUAN PUSTAKA	16
2.1 Studi Literatur	16
2.1.1 Masalah Keagenan	16
2.1.2 Teori Hutang	19
2.1.3 Teori Dividen	26
2.1.4 Struktur Kepemilikan	29
2.1.5 Kebijakan <i>Corporate Governance</i>	36
2.1.6 <i>Opportunities Growth</i>	41
2.1.7 Nilai Perusahaan	46
2.2 Penelitian Terdahulu dan Analisis Kritis	47
2.3 Rerangka Penelitian	55
2.4 Pengembangan Hipotesis.....	56
2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Konflik Keagenan	56
2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Keluarga, Konflik Keagenan terhadap <i>Corporate Governance</i>	58
2.4.3 Pengaruh <i>Agency Conflict</i> terhadap Kebijakan Dividen dan Hutang	61
2.4.4 Pengaruh Kebijakan Dividen dan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan	63
2.4.5 <i>Corporate Governance</i> dan <i>Growth Opportunity</i> Memoderasi Hubungan Kebijakan Dividen dan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan	66
3. METODE PENELITIAN	70
3.1 Ruang Lingkup Penelitian	70
3.2 Data dan Sampel	70
3.3 Pengembangan Model Penelitian	71
3.3.1 Model 1: Pengaruh Kepemilikan keluarga terhadap Agency Cost	71

3.3.2	Model 2 : Pengaruh Kepemilikan keluarga dan <i>Agency Conflict</i> terhadap <i>Corporate Governance</i>	72
3.3.3	Model 3: Pengaruh Tingkat Konflik Keagenan terhadap Kebijakan Dividen	73
3.3.4	Model 4: Pengaruh Tingkat Konflik Keagenan terhadap Kebijakan Hutang	73
3.3.5	Model 5: Pengaruh Kebijakan Dividen dan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta <i>Corporate Governance</i> dan <i>Opportunity Growth</i> sebagai Variabel Moderasi	74
3.4	Operasionalisasi Variabel Penelitian	75
3.4.1	Family Ownership	75
3.4.2	<i>Agency Conflict</i>	75
3.4.3	<i>Corporate Governance</i>	76
3.4.4	Kebijakan Dividen	76
3.4.5	Kebijakan Hutang	77
3.4.6	<i>Opportunity Growth</i>	77
3.4.7	Value of the Firm	77
3.4.8	Firm Size	78
3.4.9	Firm Age	78
3.4.10	Kinerja (Performance)	78
3.5	Teknik Pengumpulan Data	78
3.6	Metode Analisis Data	79
3.6.1	Statistik Deskriptif	79
3.6.2	Uji Asumsi Klasik	80
3.6.3	Uji Goodness of Fit (R ²)	83
3.6.4	Uji Statistik F	83
3.6.5	Uji Statistik t	83
3.6.6	Model Analisis	84
3.6.7	Analisis Sensitivitas	84
4.	HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	85
4.1	Sampel Penelitian	85
4.2	Hasil Pengujian Statistika	87
4.2.1	Statistik Deskriptif	87
4.2.2	Pengujian Asumsi Klasik	91
4.2.2.1	Uji Normalitas	91
4.2.2.2	Uji Multikolinearitas	91
4.3	Uji Kecocokan Model dan Uji Signifikansi	92
4.3.1	Pengujian Model 1: Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Konflik Keagenan	92
4.3.2	Pengujian Model 2: Pengaruh Kepemilikan Keluarga dan Konflik Keagenan Terhadap <i>Corporate Governance</i>	95
4.3.3	Pengujian Model 3: Pengaruh <i>Agency Conflict</i> terhadap Kebijakan Dividen	100
4.3.4	Pengujian Model 4: Pengaruh <i>Agency Conflict</i> terhadap Kebijakan Hutang	102
4.3.5	Pengujian Model 5: Pengaruh Kebijakan Dividen dan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan	104
4.4	Uji Sensitivitas	111

5. KESIMPULAN DAN SARAN.....	113
5.1 Kesimpulan.....	113
5.2 Keterbatasan Penelitian	116
5.3 Saran dan Rekomendasi	116
DAFTAR PUSTAKA	118
LAMPIRAN	127

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Penelitian Terdahulu	51
Tabel 3.1	Variabel Penelitian dan Pengukuran	79
Tabel 4.1	Kriteria Pengambilan Sampel	87
Tabel 4.2	Deskripsi Statistik Tahun 2005, 2007, 2008, 2009 dan 2010	89
Tabel 4.3	Hasil Regresi Model 1 Pengaruh Kepemilikan keluarga Terhadap <i>Agency Conflict</i>	94
Tabel 4.4	Hasil Regresi Model 2 Pengaruh <i>Kepemilikan keluarga, Agency Conflict</i> Terhadap <i>Corporate Governance</i>	98
Tabel 4.5	Hasil Regresi Model 3 : Pengaruh <i>Agency Conflict</i> terhadap Kebijakan Dividen	102
Tabel 4.6	Hasil Regresi Model 4 Pengaruh <i>Agency Conflict</i> terhadap Kebijakan Hutang	104
Tabel 4.7	Hasil Regresi Model 5 Pengaruh Kebijakan Dividen dan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan	107
Tabel 4.8	Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	110

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Rerangka Teoritis Penelitian	56
------------	------------------------------------	----

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Kriteria Pengambilan Sampel	127
Lampiran 2	Output Hasil Uji Normalitas, Multikolinearitas dan Heterokedastisitas dengan Stata Versi 10	131
Lampiran 3	Output Hasil Uji Signifikansi dengan Stata Versi 10	147

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Sebagai salah satu negara yang termasuk kategori *emerging countries*, pasar modal di Indonesia dipandang sebagai tempat investasi yang menjanjikan bagi para investor. Perkembangan pesat yang terjadi hampir di seluruh bidang tentunya menarik bagi para pemodal untuk menanamkan investasi mereka di Indonesia. Dinamisnya pergerakan pasar modal di Indonesia membawa dampak bagi perusahaan berupa ketersediaan dana dari para investor di pasar modal dan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan dengan menjual sahamnya melalui pasar modal. Dapat diartikan juga bahwa dinamika pasar modal Indonesia saat ini mencerminkan geliat investasi di Indonesia sedang bertumbuh. Hal ini tentunya membawa angin segar bagi perkembangan pasar modal di tahun-tahun mendatang. Untuk menjaga kepentingan para investor dan juga pihak-pihak lain di pasar modal, pemerintah maupun lembaga yang berwenang mengeluarkan aturan dan ketentuan yang melindungi investor dari praktik-praktik yang merugikan kekayaan mereka, salah satu dengan menghimbau perusahaan yang terdaftar di pasar modal untuk menerapkan *fairness*, transparansi, akuntabilitas dan *responsibility* atau *Good Corporate Governance*.

Pertumbuhan investasi yang berkembang pesat di Indonesia membawa dampak secara makro maupun mikro. Peningkatan aktivitas perusahaan, ditandai dengan banyaknya proyek-proyek yang dapat dilaksanakan oleh perusahaan merupakan salah satu contoh. Seiring dengan peningkatan jumlah proyek yang ditangani, perusahaan juga membutuhkan pendanaan yang cukup besar. Pendanaan tersebut tidak mungkin dapat dipenuhi dari *internal financing* saja, dibutuhkan *external financing* yang cukup besar. *Financing* perusahaan dapat diperoleh dari menambah jumlah pemegang saham (ekuitas) atau menambah jumlah utang. Tambahan kepemilikan saham berarti menambah jumlah pengendali dalam perusahaan. Begitu pula dengan penambahan utang akan membawa konsekuensi terhadap *agency relationship* antara prinsipal, agen dan kreditur. Konflik antar pihak dalam perusahaan pun semakin besar. Goyal *et al.*

(2002) mengatakan bahwa *growth opportunity* akan mempengaruhi keputusan perusahaan. Nam (2006) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki *agency conflict* yang kecil cenderung mempunyai *value of firm* yang relatif tinggi dibandingkan perusahaan yang memiliki *agency conflict* yang besar.

Struktur kepemilikan perusahaan juga dapat mempengaruhi masalah keagenan dalam suatu perusahaan. Ketika suatu perusahaan sebagian besar sahamnya dimiliki oleh keluarga, konflik keagenan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dengan manajer (sebagai agen) masih jarang terjadi. Arifin (2003) dalam Siregar dan Utama (2005) menyatakan bahwa perusahaan yang sahamnya sebagian besar dimiliki oleh keluarga dapat mengurangi masalah agensi dibandingkan dengan perusahaan publik yang tidak memiliki pengendali utama. Rendahnya biaya agensi diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Siregar (2006) sebagian besar perusahaan di Indonesia memiliki struktur kepemilikan yang dimiliki oleh keluarga dan bukan perusahaan konglomerasi. Terdapat sekitar 90% perusahaan di Indonesia yang sahamnya dimiliki dan dikendalikan oleh satu keluarga, tidak terkecuali perusahaan *go public* yang sahamnya masih dikuasai oleh keluarga. Kondisi tersebut tidak berbeda jauh dengan yang terjadi di negara berkembang lainnya seperti Spanyol (La Porta, 1999). Ditinjau dari sudut teori keagenan, perusahaan dengan kepemilikan dan pengendalian keluarga yang tinggi relatif mempunyai kelebihan.

Arifin (2003) menemukan bahwa mayoritas perusahaan publik di Indonesia dikendalikan oleh keluarga (sebesar 71,5% porsi kontrol keluarga). Kelebihan bagi perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga adalah adanya kecenderungan untuk memiliki manajemen yang merupakan anggota dari keluarga, sehingga hal ini akan mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen, seperti yang biasa terjadi pada perusahaan yang terdapat pemisahan antara manajemen dengan pemilik. Dengan pola kepemilikan yang terkonsentrasi dan pemilik utama yang dominan adalah keluarga, masalah agensi yang mungkin timbul adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas.

Struktur kepemilikan akan mempengaruhi mekanisme pengawasan masalah agensi. Namun mekanisme pengawasan masalah agensi tersebut akan berbeda

antara negara maju dan negara berkembang, hal ini disebabkan oleh aturan yang mungkin berbeda di negara-negara tersebut. Di Amerika Serikat aturan atau hukum yang mengatur mengenai kepemilikan saham sangat ketat, sedangkan di Indonesia dan beberapa negara berkembang lainnya belum terlalu ketat mengawasi hal tersebut.

Agency conflict yang terjadi antara prinsipal dan agen juga dapat mempengaruhi pengambilan keputusan tentang kebijakan deviden, dan keputusan pendanaan. *Agency relationship* terbentuk dari adanya kontrak antara prinsipal dan agen. Ketika kontrak dibuat tidak memenuhi seluruh dimensi dalam *agency relationship* tersebut (terjadi kontrak yang tidak efisien) maka akan timbul konflik keagenan. Ketidaksimetrisan informasi antara agen dan prinsipal merupakan salah satu contoh kontrak yang tidak efisien. Pihak agen mempunyai informasi yang lebih banyak dan privat yang dapat dimanfaatkan untuk kepentingan pribadi. Atau pihak prinsipal yang mempunyai kekuatan dan kekuasaan lebih besar dibandingkan agen dapat membuat keputusan yang berbenturan dengan kepentingan manajer. Konflik keagenan dalam perusahaan dapat mempengaruhi jalannya perusahaan dalam mencapai tujuan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Beberapa mekanisme pengawasan dianggap dapat dilakukan untuk mengharmonisasi hubungan antara agen dan prinsipal.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) mekanisme pengekanan diri (*bonding*) melalui kebijakan deviden, struktur kepemilikan, dan struktur utang dapat digunakan untuk mengurangi *agency costs* yang timbul dari masalah keagenan (*agency conflict*). Crutchley dan Hansen (1989) mengatakan bahwa penggunaan utang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan utang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan. Ketika sumber pendanaan diperoleh dengan utang, maka perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer harus bekerja keras untuk memenuhi kewajiban tersebut dengan cara meningkatkan laba. Namun, sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan utang dan risiko kebangkrutan (Crutchley dan Hansen, 1989).

Hal ini juga didukung oleh hasil Grossman dan Hart (1980), keberadaan kreditur dalam struktur modal merupakan salah satu alternatif mengurangi konflik keagenan. Keberadaan kreditur akan meningkatkan pengawasan dan membatasi ruang gerak manajemen. Keberadaan utang akan memaksa manajemen membatasi terjadinya *perks*, *perquisites* dan menjalankan perusahaan dengan lebih efisien karena adanya kemungkinan terjadi *financial distress* serta kehilangan kendali dan reputasi (Firth *et al.*, 2002). Lebih jauh dikatakan oleh Harris dan Raviv (1990) bahwa masalah agensi antara pemegang saham dan manajer tidak dapat diselesaikan hanya melalui kontrak berdasarkan aliran kas dan pengeksternalan investasi saja, tetapi dapat dikurangi dengan penerbitan utang. Utang digunakan sebagai alat pendisiplinan manajer agar bekerja lebih keras untuk membayar kembali utang dan bunganya.

Bentuk mekanisme pengekangan diri oleh manajer lainnya (*bonding*) yaitu kebijakan deviden dapat digunakan sebagai pengurang masalah agensi antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Pembayaran deviden dapat mengurangi *discretionary funds* yang tersedia bagi manajer, yang dapat digunakan untuk pengeluaran *perks*, *perquisite*, sehingga membantu mengatasi konflik antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan menggunakan teori *signalling*, Easterbrook (1984), Bhattacharya (1979) menemukan hubungan antara *growth opportunities* dan kebijakan deviden. Hasil empiris memperlihatkan bahwa perusahaan dengan *high quality* dipercaya mempunyai komitmen memberikan deviden yang tinggi sebagai sinyal kepada pasar (Easterbrook, 1984; Bhattacharya, 1979). Perusahaan yang memberikan deviden tinggi bertujuan untuk mengurangi disparitas informasi antara manajer dan investor, dan deviden tinggi dianggap berhubungan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Jensen (1996) juga memberikan penjelasan bahwa deviden merupakan *incentive roles* dipandang dari sudut *contracting cost*.

Agency conflict dikaitkan dengan kebijakan utang dan deviden dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Harris dan Raviv (1991) merangkum bahwa terdapat hubungan positif antara jumlah utang dengan nilai perusahaan. Jumlah utang yang meningkat akan mengurangi masalah keagenan. Perusahaan dengan *agency conflict* minimum terbukti mengalami peningkatan nilai. Vilauso dan

Miller (2006) mengembangkan suatu model yang menghubungkan antara *agency cost* dengan struktur modal dan *asset*. Hasilnya menunjukkan bahwa struktur modal dapat meminimalkan *agency cost*.

Jensen (1986) juga mengatakan bahwa mekanisme pengekanan diri (*bonding*) dengan meningkatkan pembayaran deviden, dan meningkatkan jumlah utang akan mengurangi peluang manajer untuk mengambil tindakan yang menyimpang dan pada akhirnya diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan. Baker, Powell dan Veit (2002) juga menguji hubungan antara kebijakan deviden dan nilai perusahaan dan secara empiris menemukan bahwa perubahan kebijakan deviden akan mempengaruhi nilai perusahaan. Kontrak yang dibuat antara prinsipal dan agen mengatur tindakan-tindakan apa saja yang boleh dan harus dilakukan oleh manajer dalam rangka menaikkan nilai perusahaan dan meningkatkan kekayaan pemegang saham.

Isu *corporate governance* yang masih hangat diperbincangkan dilatarbelakangi juga oleh teori agensi, yang menyatakan bahwa permasalahan agensi muncul ketika kepengurusan dalam suatu perusahaan terpisah dari kepemilikannya. *Corporate governance* adalah semua upaya untuk mencari cara terbaik dalam menjalankan perusahaan, dimana kebijakan-kebijakan dan peraturan-peraturan yang ada dalam *corporate governance* dapat digunakan untuk mengontrol manajemen. Dengan melakukan pengawasan yang diarahkan pada perilaku manajer agar bisa dinilai apakah tindakan tersebut bermanfaat bagi perusahaan (pemilik) atau bagi manajer sendiri. Siallagan (2006) mengatakan bahwa *Good Corporate Governance* memberikan jaminan bahwa investor akan memperoleh *returns* yang memadai; sedangkan bagi *authority bodies*, *corporate governance* akan meningkatkan efisiensi dan kredibilitas pasar modal. Secara umum implementasi *Good Corporate Governance* dipercaya dapat meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan (Siallagan, 2006).

Kebijakan deviden dan utang sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi (Jensen dan Meckling, 1976) dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan akan lebih kuat hasilnya ketika perusahaan menerapkan *Good Corporate Governance*. Hal ini tercermin ketika manajer melakukan pengambilan keputusan atas kebijakan-kebijakan perusahaan seperti *leverage*, deviden,

kompensasi dan lainnya, pihak manajer (agen) akan berusaha untuk *align* dengan tujuan prinsipal yaitu kemakmuran pemegang saham dan nilai perusahaan. Perilaku oportunistik agen dapat diminimalisasi dengan *Good Corporate Governance*. Dengan mengurangi peluang bagi manajer untuk berperilaku menyimpang dan memperkaya diri sendiri diharapkan nilai perusahaan akan meningkat, yaitu ditandai dengan meningkatnya harga saham dan kemakmuran para pemegang saham.

Corporate governance dipercaya dapat memperkuat hubungan antara kebijakan perusahaan (seperti kebijakan utang, deviden, dan lain-lain) dengan nilai perusahaan. Sehingga ketika manajer mengambil kebijakan-kebijakan tersebut akan berusaha *align* (selaras) dengan kepentingan pemegang saham yaitu kenaikan nilai perusahaan. Penerapan *Good Corporate Governance* dalam perusahaan akan membatasi perilaku oportunistik para agen karena pelaksanaan manajemen akan selalu dipantau apakah sesuai dengan kerangka aturan dan peraturan yang berlaku. Selain itu juga akuntabilitas manajemen selalu dimonitor. *Corporate governance* sebagai variabel moderasi secara empiris juga mempengaruhi hubungan *earnings management* dan nilai perusahaan (Herawaty, 2008 dalam Pertiwi, 2010).

Akan tetapi manfaat optimal *corporate governance* tidak sama dari satu perusahaan dengan perusahaan yang lain, karena perbedaan faktor-faktor internal perusahaan, termasuk jenis usaha bisnis, jenis resiko, struktur modal dan manajemen itu sendiri.

Struktur kepemilikan perusahaan juga dapat berpengaruh pada *corporate governance* (Hermawan, 2009). Masalah agensi yang mungkin timbul adalah antara pemilik dengan manajemen dan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Hampir sebagian besar perusahaan publik di Indonesia (mayoritas) dikendalikan oleh keluarga (Arifin, 2003). Gambaran umum yang terjadi pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga adalah adanya kecenderungan memilih manajemen yang masih kerabat atau anggota keluarga, sehingga akan mengurangi adanya masalah agensi antara pemegang saham dengan manajemen, seperti yang biasa terjadi pada perusahaan dengan pemisahan antara manajemen dengan pemilik.

Masalah agensi tidak hanya terjadi antara pemegang saham dengan manajemen, tetapi juga bisa terjadi antara pemegang saham mayoritas (pengendali) dengan pemegang saham minoritas. Kepemilikan yang terkonsentrasi pada satu golongan (mayoritas) akan lebih banyak mengawasi dan memonitoring pelaksanaan manajemen perusahaan. Prinsipal akan mengontrol perilaku manajer agar *align* dengan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan akhirnya meningkatkan kekayaan pemegang saham (*Shareholder's Wealth*). Pemegang saham mayoritas juga dapat mengendalikan keputusan dalam perusahaan melalui manajemen yang dipilih oleh mereka, dan keputusan tersebut seringkali hanya berdasarkan kepentingan dari pemegang saham mayoritas saja dan bukan untuk kepentingan seluruh pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas (La Porta *et al.*, 1999).

Tingkat kepemilikan saham akan menentukan kekuatan suara dalam Rapat Umum Pemegang saham (RUPS). Hal ini tentu berpengaruh pada saat penyusunan Dewan Direksi, begitu pula Komite Audit. Ketika keluarga bertindak sebagai pemegang saham mayoritas, keluarga tersebut cenderung memilih dari anggota keluarganya sendiri. Hal ini dapat melemahkan independensi Dewan Direksi maupun Komite Audit.

Dalam melihat pengaruh dari kebijakan yang diambil oleh perusahaan seperti kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan, baik investor maupun pelaku pasar juga akan mempertimbangkan potensi pertumbuhan yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut Fama (1978) nilai suatu perusahaan semata-mata dipengaruhi oleh peluang investasi, oleh karena itu investasi merupakan suatu keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Myers (1977) mengkaitkan peluang investasi dengan pencapaian tujuan perusahaan (Adam dan Goyal, 2003). Peluang investasi memberikan petunjuk yang lebih luas bahwa nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan suatu kombinasi *asset in place* dan pilihan investasi masa depan (Myers, 1977). Pemilihan opsi-opsi investasi tergantung oleh kebijakan manajer untuk melakukan *expenditure* di masa mendatang. Manajer harus dapat melakukan kebijakan yang tepat terkait dengan

investasi sehingga nilai perusahaan dapat meningkat. Keputusan investasi sangat penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan.

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah, sehingga akan berdampak positif pada harga saham. Hal ini sebagaimana yang dikemukakan Modigliani dan Miller (1961) bahwa perubahan harga saham lebih ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan *earning* dan kesempatan investasi yang tinggi. Sementara itu Myers (1977) mendeskripsikan bahwa nilai pasar perusahaan saat ini merupakan kombinasi dari aset yang ada saat ini ditambah dengan kesempatan tumbuh di masa yang akan datang. Penelitian lain dilakukan oleh Chen *et al.* (2000) menunjukkan bahwa perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi memiliki respon positif yang signifikan terhadap harga saham, sedangkan perusahaan dengan set kesempatan investasi yang rendah memiliki respon negatif terhadap harga saham.

Dalam beberapa penelitian, IOS berfungsi sebagai indikator pertumbuhan perusahaan. Kondisi pertumbuhan perusahaan tentunya sangat mempengaruhi kebijakan pendanaan dan deviden yang dibuat. Gaver dan Gaver (1993) menemukan bahwa perusahaan yang tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh mengambil kebijakan pendanaan yang berbeda. Perusahaan yang tumbuh mempunyai *leverage* yang rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh dengan pertimbangan untuk mengurangi resiko usahanya apabila terjadi *default* (gagal membayar utang). Jensen dan Meckling (1976), Rozeff (1982), Easterbrook, (1984) menghubungkan antara struktur modal dan kebijakan deviden dengan *investment opportunity set*. Temuan lainnya adalah penelitian Suharli (2007) yakni kebijakan deviden mempunyai hubungan negatif dengan *set opportunity investment*. Juga ditemukan bahwa likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *investment opportunity* dan kebijakan deviden tunai perusahaan.

Hubungan keagenan menjadi suatu kajian yang menarik untuk diteliti lebih banyak di Indonesia. Terlebih lagi dari hasil empiris ditemukan bahwa masalah agensi sangat mempengaruhi keputusan dan kebijakan yang diambil perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu juga, masih kurangnya penelitian

mengenai masalah keagenan/teori agensi menjadi kajian yang menarik untuk diteliti lebih banyak di Indonesia dan penulis tertarik untuk melakukan penelitian sebagai tugas akhir pada Program Pascasarjana Universitas Indonesia.

Penelitian ini mencoba untuk menggali secara lebih mendalam tentang bagaimana permasalahan keagenan yang dipicu oleh perbedaan kepentingan antara pemilik dengan agen akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini akan menguji pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap konflik keagenan dan bagaimana dampaknya terhadap kebijakan yang diambil perusahaan terutama kebijakan deviden dan utang. Dapat dikatakan bahwa kedua kebijakan tersebut merupakan kebijakan yang sarat dengan permasalahan keagenan. Penelitian ini akan melihat bagaimana dampak dari kebijakan tersebut terhadap nilai perusahaan. Selain itu, penelitian ini akan menguji peran moderasi dari *corporate governance* dan kesempatan pertumbuhan dalam melihat pengaruh kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan.

Dengan keunikan struktur kepemilikan di Indonesia, penelitian ini akan memberikan banyak kontribusi. Pertama, penelitian ini mencoba untuk menguji secara komprehensif variabel-variabel tersebut, dari mulai struktur kepemilikan, *agency conflict*, kebijakan deviden, utang dan nilai perusahaan, dimana penelitian sebelumnya melakukan pengujian secara parsial. Penelitian ini mencoba melihat atau melakukan analisis yang lebih komprehensif terhadap keberadaan struktur kepemilikan saham oleh keluarga terhadap konflik keagenan, bagaimana dampak *agency conflict* terhadap kebijakan perusahaan dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Umumnya penelitian dilakukan secara parsial, misalnya penelitian yang menghubungkan antara *agency cost* dengan struktur kepemilikan seperti yang dilakukan oleh Gilson dan Gordon (2003), Maury (2006) dalam Hermawan (2009). Chen *et al.* (2006) dan Demsetz dan Lehn (1995) yang mengaitkan struktur kepemilikan perusahaan keluarga dengan masalah kompensasi dan pengukuran kinerja. Anderson dan Reeb (2003) dalam Hermawan (2009) menemukan bahwa perusahaan keluarga lebih mudah untuk mendeteksi terjadinya *earnings management*.

Penelitian lainnya yang menguji kebijakan deviden dan utang dalam mempengaruhi nilai perusahaan juga sudah banyak diteliti baik di Indonesia

maupun di negara lain, seperti Crutchley dan Hansen (1989), Leland dan Pyle (1977), Ross (1977), dan Demzet dan Lehn (1985), Jensen *et al.* (1992), Harris dan Raviv (1991), Grossman dan Hart (1980), Firth *et al.* (2002), Shleifer dan Vishny (1997), Suranta (2003) yang meneliti tentang kebijakan utang sebagai pengurang masalah agensi. Selain itu penelitian tentang hubungan antara kebijakan deviden sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik yaitu: Bhattacharya (1979), John dan Williams (1985), dan Miller dan Rock (1985), Stilglitz (1992), Rozeff (1992) dalam Arifin (2005), Borokhovich *et al.* (2005), seperti Crutchley dan Hansen (1989). Penelitian tentang *corporate governance* dan *growth opportunity* dilakukan oleh Kaen (2003), Shaw (2003), Clarke (1993), Shleifer dan Vishny (1997), Hastuti (2005), Che Haat, *et al.* (2008), Hutchinson dan Gul (2004), Barako (2007).

Kontribusi kedua dari penelitian ini adalah dengan menambahkan variabel moderasi yaitu *corporate governance* pada hubungan antara kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini mencoba untuk melihat peran variabel *corporate governance* sebagai *moderating* variabel dalam melihat pengaruh kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. Penulis melihat bahwa penerapan *Good Corporate Governance* dalam suatu perusahaan akan mengurangi atau membatasi perilaku manajer dalam melakukan hal-hal yang menyimpang (oportunistik) dan memanfaatkan *free cash flow* hanya untuk kepentingan pribadi atas biaya perusahaan. Sehingga penulis menduga bahwa variabel *corporate governance* dapat memperkuat hubungan antara kebijakan deviden dengan nilai perusahaan. Investor akan melihat bahwa manajer yang menerapkan *corporate governance* akan lebih berhati-hati dalam mempergunakan *free cash flow*, hanya untuk mendanai proyek-proyek yang menguntungkan perusahaan dan menaikkan nilai perusahaan. Begitu juga variabel *corporate governance* memperkuat hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan. Dengan implementasi *corporate governance* yang baik, investor melihat bahwa manajer akan mempergunakan *free cash flow* untuk dialokasikan pada proyek-proyek yang mempunyai nilai *Net Present Value* positif. Penggunaan utang yang lebih hati-hati yaitu hanya digunakan untuk mendanai proyek-proyek yang memiliki *Net Present Value* positif akan meningkatkan nilai perusahaan.

Kontribusi ketiga, menambahkan variabel moderasi yaitu *growth opportunity* dalam menguji dampak kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. Umumnya literatur keuangan mengatakan bahwa peningkatan pemberian deviden akan mengurangi peluang manajer melakukan *perks* dan *perquisites* untuk kepentingan pribadi manajer, karena *free cash flow* akan terserap sebagai deviden.

Pemberian deviden juga akan membatasi (*bonding*) manajer untuk melakukan *underinvestment*. Sehingga investor melihat bahwa pemberian deviden sebagai sinyal bagus akan kondisi keuangan perusahaan, sehingga akan menaikkan harga saham dan akhirnya nilai perusahaan akan meningkat. Kesempatan pertumbuhan akan menjadi variabel yang memperlemah hubungan antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Peluang pertumbuhan yang tinggi akan dimanfaatkan oleh manajer untuk melakukan investasi-investasi yang tersedia dan menguntungkan. Sehingga *free cash flow* yang ada akan dimanfaatkan untuk mendanai kesempatan investasi (reinvestasi) yang sedang bertumbuh, dan hal ini akan memperlemah hubungan antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Begitu pula hubungan antara utang dengan nilai perusahaan akan diperlemah oleh variabel kesempatan bertumbuh.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, masalah yang akan diteliti selanjutnya dapat dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut:

1. Apakah perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan yang berbeda dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah.
2. Apakah perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki kualitas *corporate governance* yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah
3. Apakah konflik keagenan berpengaruh terhadap kualitas *corporate governance*

4. Apakah konflik keagenan berpengaruh terhadap kebijakan deviden perusahaan
5. Apakah konflik keagenan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan
6. Apakah kebijakan deviden perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan
7. Apakah kebijakan utang perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan
8. Apakah kualitas *corporate governance* mempengaruhi hubungan antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan
9. Apakah kualitas *corporate governance* mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang terhadap nilai perusahaan
10. Apakah *growth opportunities* mempengaruhi hubungan antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan
11. Apakah *growth opportunities* mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang terhadap nilai perusahaan

1.3. Tujuan Penelitian

1. Untuk menguji dan menganalisis apakah perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan yang berbeda dengan perusahaan yang kepemilikan keluarganya rendah
2. Untuk menguji dan menganalisis apakah perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki kualitas *corporate governance* yang berbeda dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah
3. Untuk menguji dan menganalisis apakah konflik keagenan berpengaruh terhadap kualitas *corporate governance*
4. Untuk menguji dan menganalisis apakah konflik keagenan berpengaruh terhadap kebijakan deviden perusahaan
5. Untuk menguji dan menganalisis apakah konflik keagenan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan
6. Untuk menguji dan menganalisis apakah kebijakan deviden perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan
7. Untuk menguji dan menganalisis apakah kebijakan utang perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan

8. Untuk menguji dan menganalisis apakah kualitas *corporate governance* mempengaruhi hubungan antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan
9. Untuk menguji dan menganalisis apakah kualitas *corporate governance* mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang terhadap nilai perusahaan
10. Untuk menguji dan menganalisis apakah *growth opportunities* mempengaruhi hubungan antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan
11. Untuk menguji dan menganalisis apakah *growth opportunities* mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang terhadap nilai perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Akademik

Diharapkan dengan penelitian ini dapat lebih banyak memberikan informasi dan kontribusi bagi perkembangan ilmu pengetahuan terutama penelitian yang berkaitan dengan masalah keagenan di Indonesia, terkait dengan mekanisme pengawasan yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik yang terjadi dari pihak-pihak yang mengadakan kontrak dalam suatu perusahaan.

Beberapa kontribusi yang diharapkan dapat disumbangkan bagi dunia akademik yaitu:

1. Menambah literatur penelitian yang melakukan analisis secara komprehensif antara variabel struktur kepemilikan, *agency conflict*, kebijakan deviden, utang, *corporate governance* dan *opportunity growth* terhadap nilai perusahaan. Penelitian sebelumnya hanya melakukan tinjauan secara parsial saja. Diharapkan dengan melakukannya secara komprehensif, pemahaman terhadap masalah keagenan terhadap nilai perusahaan akan lebih baik.
2. Melihat peran *corporate governance* sebagai *moderating* variabel dalam melihat pengaruh kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. Masih sedikit penelitian yang menguji variabel *corporate governance* sebagai variabel yang memoderasi hubungan antara kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. Penulis berharap dengan memasukkan *corporate governance* sebagai variabel moderasi semakin banyak penelitian secara empiris yang membuktikan bahwa *corporate governance* merupakan faktor yang sangat penting bagi perusahaan untuk tetap eksis dalam pasar modal.

3. Memberikan kontribusi pada literatur akademik tentang variabel kesempatan pertumbuhan yang menjadi variabel moderasi hubungan antara kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi merupakan faktor yang sangat penting bagi perusahaan. Selain itu faktor lingkungan eksternal sangat mempengaruhi kesempatan bertumbuh perusahaan. Hal inilah yang menarik penulis untuk meneliti hal tersebut dan sedikit banyak dapat memberikan kontribusi baru pada dunia akademik.

1.4.2 Investor

Memberikan tambahan informasi dalam proses menganalisa laporan keuangan perusahaan go publik terutama yang berkaitan dengan kebijakan utang, kebijakan deviden, kebijakan *corporate governance*, dan *growth opportunities* dalam kaitannya dengan pengambilan keputusan investasi.

1.4.3 Perusahaan

Memberikan masukan dalam mencermati perilaku manajemen dalam mengelola perusahaan yang bertujuan menaikkan nilai perusahaan. Dengan memahami perilaku pihak-pihak yang terkait dalam perusahaan diharapkan pelaksanaan operasional perusahaan dapat berjalan secara harmonis.

1.5 Sistematika Penulisan

Adapun sistematika penulisan penelitian ini terdiri dari 5 bagian, yang secara rinci adalah sebagai berikut:

Bab I Pendahuluan

Berisi latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian dan sistematika penulisan.

Bab II Studi Literatur dan Hipotesis

Berisi tentang teori keagenan, *agency conflict*, *asymetry information*, *signalling theory*, *corporate governance*, utang, *set investment opportunity*, *asymmetry information*, *earning management*, deviden, perumusan hipotesis dan variabel penelitian.

Bab III Metodologi Penelitian

Berisi tentang penjelasan populasi, sampel, data dan periode pengamatan, metode pengumpulan data, model penelitian, operasionalisasi variabel, dan analisis data.

Bab IV Hasil Empiris dan Analisis

Berisi tentang interpretasi dan analisis hasil penelitian yang berupa hasil olahan data dan kesesuaian dengan penelitian-penelitian sebelumnya.

BAB V Kesimpulan dan Saran

Berisi tentang kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan dan saran-saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Studi Literatur

2.1.1 Masalah Keagenan

Bila melihat kebelakang, teori agensi tidak lepas dari teori organisasi Neo Klasik dimana kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dilakukan oleh satu pihak. Kemudian pada awal abad 21 semakin berkembang sistem ekonomi modern dimana pemilik perusahaan mempekerjakan manajer untuk mengelola perusahaan secara profesional sesuai keinginan pemilik. Selain itu juga timbul fenomena kepemilikan perusahaan yang semakin menyebar dan terjadinya diversifikasi penguasaan saham perusahaan yang mengakibatkan terpisahnya kepemilikan (*ownership*) dan pengelolaan perusahaan (manajemen). Pemisahan tersebut menimbulkan masalah karena terdapatnya dua kepentingan yang berbeda yaitu antara pemilik dan manajemen. Agen (pihak yang menerima tugas dan wewenang) tidak selalu bertindak sesuai keinginan prinsipal (pihak yang memberi wewenang) maka timbullah masalah keagenan (*agency problem*).

Masalah agensi timbul karena adanya *conflict of interest* antara pemegang saham sebagai pihak prinsipal dengan manajer yang diberikan wewenang untuk menjalankan perusahaan sesuai tujuan yang diinginkan oleh pemegang saham. Tujuan pemegang saham sebagai investor yaitu ingin memaksimalkan utilitasnya dengan bantuan para manajer. Namun, manajer sebagai agen mempunyai tujuan individual yaitu berusaha memaksimalkan utilitasnya. Hal ini tentunya akan menimbulkan konflik kepentingan antara kedua pihak tersebut.

Eisenhardt (1989) menggunakan tiga asumsi sifat dasar manusia guna menjelaskan teori agensi:

1. Manusia adalah makhluk yang hanya mementingkan diri sendiri,
2. Manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*) dan,
3. Manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*).

Hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer (agen) dengan investor (prinsipal). Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Manajemen diberikan kekuasaan untuk mengambil keputusan bagi kepentingan terbaik pemegang saham dan berkewajiban mempertanggungjawabkan semua upayanya kepada pemegang saham. Esensi dari teori keagenan adalah kontrak antara prinsipal dan agen, sehingga fokus

utama dari teori ini adalah penentuan kontrak yang paling efisien antara prinsipal dan agen. Wewenang dan tanggungjawab *agent* maupun *principal* diatur dalam kontrak kerja atas persetujuan bersama.

Masalah keagenan juga dapat timbul dari kontrak yang tidak efisien. Scott (2000) mengatakan bahwa perusahaan terdiri dari kontrak-kontrak, seperti kontrak kerja antara perusahaan dengan para manajernya dan kontrak pinjaman antara perusahaan dengan krediturnya. Untuk memotivasi agen maka prinsipal menyusun suatu kontrak yang efisien yang dapat mengakomodir kepentingan pihak-pihak yang terlibat dalam kontrak keagenan, yang memenuhi dua faktor, yaitu:

1. Agen dan prinsipal memiliki informasi yang simetris artinya baik agen maupun prinsipal memiliki kualitas dan jumlah informasi yang sama sehingga tidak terdapat informasi tersembunyi yang dapat dimanfaatkan oleh salah satu pihak untuk keuntungan diri sendiri.
2. Risiko yang dipikul agen berkaitan dengan imbal jasanya adalah kecil yang berarti agen mempunyai kepastian yang tinggi mengenai imbalan yang diterimanya.

Namun pada kenyataan, untuk mencapai kontrak yang efisien antara agen dan prinsipal dengan memenuhi faktor-faktor tersebut di atas merupakan hal yang sulit untuk diterapkan. Manajer memiliki lebih banyak informasi dibanding pemegang saham. Selain itu, ketidakpastian memperoleh imbalan dan insentif yang akan diterima oleh manajer masih menjadi risiko yang harus ditanggung oleh manajer. Kedua faktor tersebut yang menyebabkan terdapat perbedaan kepentingan dari masing-masing pihak dan potensial menimbulkan konflik diantara pihak-pihak tersebut. Masing-masing berusaha memperbesar keuntungan bagi diri sendiri. Prinsipal menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya atas investasi (dapat dicerminkan dari kenaikan porsi deviden dari tiap saham yang dimiliki), sedangkan agen mengharapkan mendapatkan kompensasi yang besar atas kinerjanya.

Menurut teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) hubungan agensi antara agen dan prinsipal melibatkan 3 masalah utama, yaitu:

1. Kontrol pemegang saham kepada manajer,
2. Biaya yang menyertai hubungan agensi, dan
3. Menghindari dan meminimalisasi biaya agensi.

Hubungan agensi tersebut memotivasi setiap individu untuk mencapai sasaran yang harmonis, dan menjaga kepentingan masing-masing pihak. Hubungan keagenan merupakan hubungan timbal balik dalam mencapai tujuan dan kepentingan masing-masing pihak yang secara eksplisit dan sadar dengan melakukan beberapa pendekatan (Jensen dan Meckling, 1976):

1. Kebutuhan prinsipal akan memberikan kepercayaan kepada para manajer dengan imbalan atau kompensasi keuangan
2. Budaya organisasi yang berlaku dalam perusahaan
3. Faktor luar seperti karakteristik industri, pesaing, praktek kompensasi, pasar tenaga kerja, manajerial dan isu-isu legal.
4. Strategi yang dijalankan perusahaan dalam memenangkan kompetisi global.

Dengan saling memahami dan melakukan peran masing-masing dalam perusahaan seperti yang disebutkan di atas, maka akan terjadi keseimbangan dan kontrak menjadi optimal. Tidak ada satu pihak yang merasa lebih berperan dan dibutuhkan dalam perusahaan, karena masing-masing pihak mempunyai peran dan fungsi yang berbeda. Terutama ketika berhadapan dengan lingkungan luar (eksternal) yang menjadi faktor yang *uncontrollable* oleh kedua belah pihak, baik agen maupun prinsipal.

Ketidaksimetrisan hubungan antara agen dan prinsipal menimbulkan biaya seperti yang disebutkan oleh Jensen dan Meckling (1996), yaitu:

1. *The monitoring expenditure by the principle*, yaitu biaya pengawasan yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi perilaku dari agen dalam mengelola perusahaan.
2. *The bounding expenditure by the agent (bounding cost)*, yaitu biaya yang dikeluarkan oleh agen untuk menjamin bahwa agen tidak bertindak yang merugikan prinsipal.
3. *The residual loss*, yaitu penurunan tingkat utilitas prinsipal maupun agen karena adanya hubungan agensi.

Ketiga biaya di atas merupakan konsekuensi yang harus ditanggung sehubungan dengan adanya hubungan keagenan antara prinsipal dan agen. Mekanisme pengawasan bertujuan untuk melakukan *monitoring* terhadap agen yang menjalankan perusahaan dan mekanisme bonding dari pihak agen dimaksudkan agar pihak pemegang saham merasa terlindungi kekayaan yang ditanamkan dalam perusahaan.

Ketidakeimbangan informasi antara agen dan prinsipal menimbulkan kondisi yang dinamakan asimetri informasi. Ketidakeimbangan informasi atau akses informasi atas prospek perusahaan antara pihak internal dan eksternal perusahaan yang dapat memberikan kesempatan kepada agen berlaku oportunistik dengan memanipulasi pelaporan keuangan demi memaksimalkan kemakmurannya. Asimetri informasi ini dapat mengakibatkan terjadinya *moral hazard* berupa *earnings management* atau rekayasa laba.

Perkembangan pasar modal di suatu negara akan memberi keuntungan ekonomis dan berperan besar sebagai salah satu alternatif pendanaan jangka panjang perusahaan dan juga memberikan alternatif cara berinvestasi bagi para investor baik melalui

investor individu, kelompok, maupun institusi. Perusahaan yang sahamnya tercatat di bursa efek merupakan salah satu cara bagi perusahaan untuk melakukan transformasi bisnis dari entitas bisnis tertutup menjadi perusahaan terbuka. Konsekuensi dari hal tersebut adalah perubahan pada struktur kepemilikan perusahaan. Yang semula hanya dimiliki oleh perorangan atau keluarga saja, maka akan berubah dengan masuknya pihak lain dalam pengendalian perusahaan dan terjadinya pemisahan antara kepemilikan dengan pengelolaan perusahaan.

2.1.2 Teori Utang

Secara umum perusahaan didanai oleh dua jenis sistem pendanaan (*financing*) yaitu *equity financing* dan atau *debt financing*. *Leverage ratio* adalah seberapa besar perusahaan didanai dengan menggunakan *debt financing*. Beberapa faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam penggunaan utang 1) *tax deductible*, yaitu penggunaan utang mampu mengurangi jumlah pajak. Dengan menggunakan utang berarti perusahaan harus membayar bunga pinjaman kepada kreditor sehingga akan mengurangi *Earning Before Tax* (EBT). 2) Penggunaan utang perusahaan akan menghasilkan *excess return* karena tingkat bunga yang ditawarkan oleh kreditor tetap (*fixed*), dan 3) penggunaan utang dapat mencegah *earning dilution*.

Utang adalah pengorbanan manfaat ekonomis yang akan timbul di masa yang akan datang yang disebabkan oleh kewajiban-kewajiban di saat sekarang dari suatu badan usaha yang akan dipatuhi dengan memindahkan (*transfer*) aktiva atau memberikan jasa kepada badan usaha lain di masa datang sebagai akibat dari transaksi-transaksi yang sudah lalu. Utang adalah kewajiban yang harus dibayar oleh perusahaan dengan uang atau jasa pada suatu saat tertentu di masa yang akan datang. Kewajiban merupakan tagihan para kreditor kepada perusahaan. Utang adalah sumber dana yang menimbulkan beban tetap keuangan, yaitu bunga yang harus dibayar tanpa mempedulikan tingkat laba perusahaan. Utang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan.

Pihak kreditur sebelum memberikan dana (utang) kepada perusahaan terlebih dahulu mencari informasi apakah perusahaan yang akan menjadi debiturnya memiliki kemampuan untuk membayar utang dan bunganya atau tidak di masa depan, sehingga informasi tersebut akan bermanfaat bagi kreditur untuk membuat keputusan apakah bank akan meminjamkan dana atau tidak untuk perusahaan sesuai dengan informasi yang diterima. Untuk mengetahui apakah suatu perusahaan mampu untuk melunasi hutang dan bunga pinjamannya, maka hal tersebut biasa diukur dengan rumus *debt ratio*.

Selain permasalahan yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer, potensi konflik juga terjadi antara pemegang saham (melalui manajer) dengan kreditur. Kreditur mengklaim atas sebagian laba perusahaan untuk pembayaran bunga serta pokok utang bila terjadi kebangkrutan. Pemegang saham yang bertindak melalui manajer menyebabkan perusahaan mengambil suatu proyek baru yang besar serta lebih berisiko dibandingkan yang dapat diantisipasi oleh kreditur. Risiko yang meningkat tersebut akan menyebabkan tingkat pengembalian yang diminta atas utang perusahaan meningkat. Jika proyek yang berisiko ini berhasil dilaksanakan, maka semua keuntungan akan jatuh ke pemegang saham, karena pengembalian kreditur tetap pada tingkat risiko yang rendah.

Menurut Modigliani dan Miller (1976), nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal, semakin tinggi proporsi utang maka semakin tinggi harga saham. Harga saham yang semakin tinggi berarti semakin tinggi pula nilai perusahaan. Keinginan investor sebagai pemilik perusahaan adalah perusahaan mempunyai nilai yang tinggi, yang menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Mengikuti preposisi Modigliani dan Miller (1976), para pemilik perusahaan akan lebih suka apabila perusahaan menciptakan utang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan.

Salah satu alternatif untuk mengurangi masalah keagenan dilakukan pengawasan eksternal berupa penggunaan utang. Penggunaan utang akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Jensen (1986) melihat masalah keagenan dari "*free cash flow*". Ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer untuk kegiatan "konsumtif" adalah kelebihan dana yang ada diperusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *Net Present Value* positif dilaksanakan. Mekanisme *bonding* atau menahan diri yang dilakukan oleh manajer bertujuan untuk menunjukkan kepada para pemegang saham bahwa para manajer melakukan upaya menahan diri dari tindakan penyimpangan. Peningkatan utang dapat mengurangi jumlah *free cash flow* dimana dana tersebut dialihkan untuk membayar bunga utang dan pokok utang. Selain itu juga dengan peningkatan utang maka kebutuhan akan pendanaan perusahaan tidak perlu dengan tambahan saham (*outside equity*). Tambahan *outside equity* akan menambah konflik antara investor luar dan manajemen semakin meningkat.

Salah satu alasan perusahaan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan adalah bertujuan untuk meningkatkan kinerja manajer. Dari sudut *contracting theory*, perusahaan yang berutang (memiliki kontrak utang) berkeinginan untuk meminimalkan berbagai biaya kontrak yang terkait dengan kontrak-kontraknya, seperti biaya negosiasi, biaya pengawasan kinerja kontrak, kemungkinan negosiasi ulang, dan biaya perkiraan jika terjadi kebangkrutan atau kegagalan lain (Scott, 2000). Manajer yang memiliki rasa kekhawatiran akan kehilangan pekerjaan akibat potensi kebangkrutan tersebut akan berusaha meningkatkan kinerjanya (Jensen dan Meckling, 1976). Oleh karena itu, diperlukan suatu alat untuk menilai kinerja perusahaan sebagai upaya untuk melindungi kepentingan kedua belah pihak yang terikat kontrak (meminimalkan konflik kepentingan), yaitu informasi keuangan. Informasi keuangan (variabel akuntansi) umumnya digunakan sebagai alat penilaian kinerja dan juga digunakan sebagai alat pengendalian (*monitoring*) pelaksanaan perjanjian (kontrak) utang.

Kontrak dikatakan efisien apabila mendorong kedua pihak melaksanakan apa yang diperjanjikan tanpa perselisihan dan masing-masing mendapatkan hasil yang paling optimal. Oleh karena itu, kontrak utang sering kali memasukkan perjanjian yang bersifat membatasi

tindakan peminjam dan menentukan pengawasan (*monitoring*) untuk memastikan bahwa syarat-syarat kontrak utang dipenuhi. Dalam teori keagenan, agen (manajer) diasumsikan sebagai pihak yang oportunistik, namun terikat untuk tetap berusaha memenuhi kontrak, termasuk kontrak utang. Dari sudut *signalling theory*, ketika perusahaan dapat memenuhi perjanjian utangnya maka akan mendapatkan penilaian kinerja yang baik dari kreditur, sebaliknya ketika perjanjian dilanggar perusahaan akan mendapatkan penilaian kinerja yang buruk (Janes, 2003 dalam Herawati dan Baridwan, 2007). Pelanggaran terhadap batasan-batasan perjanjian utang (*debt covenant*) merupakan hal yang menakutkan bagi manajemen dan amat merugikan perusahaan (Watts dan Zimmerman, 1986 dalam Herawati dan Baridwan, 2007), karena perusahaan secara potensial menghadapi berbagai pinalti keuangan, seperti kemungkinan percepatan jatuh tempo utang, peningkatan dalam tingkat bunga, negosiasi ulang masa utang.

Beberapa contoh batasan yang ditetapkan oleh kreditur (*debt covenant*) yaitu batasan pembayaran dividen, pembelian kembali saham, dan batasan penambahan utang, larangan terhadap merger, dan *excess cash sweeps*. Selain itu, kreditur terkadang mensyaratkan debitur untuk melakukan tindakan tertentu, seperti menjaminkan aset atau memenuhi *benchmark* tertentu (biasanya rasio-rasio keuangan) yang mengindikasikan kesehatan keuangan. Sehingga dapat dikatakan bahwa perjanjian utang digunakan untuk membatasi konflik kepentingan yang potensial terjadi antara kreditur dan *shareholders* perusahaan.

Penambahan utang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang. Sebagai konsekuensi dari

kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan utang dan risiko kebangkrutan (Crutchley dan Hansen: 1989). Menurut Crutchley dan Hansen (1989), penggunaan utang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan.

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Leland dan Pyle (1977), Ross (1977), dan Demzet dan Lehn (1985), maka Jensen *et al.* (1992) melakukan pengujian tentang determinan-determinan dari perbedaan *cross sectional* antara *insider ownership*, kebijakan utang dan kebijakan deviden. Hasilnya menunjukkan bahwa kebijakan-kebijakan tersebut bukan hanya berkaitan secara langsung, tetapi juga tidak langsung, lewat hubungannya dengan karakteristik-karakteristik operasional perusahaan.

Masalah keagenan yang timbul antara pemegang saham dengan pemegang utang disebabkan oleh perbedaan sikap prinsipal dan agen terhadap resiko bisnis (Jensen, 1976 dalam Harjito, 2005). Dikatakan bahwa pemegang saham dapat membuat keputusan untuk memindahkan kekayaan dari pemegang utang kepada mereka. Semakin besar rasio utang terhadap ekuitas, keuntungan semakin besar dan pemegang saham dapat mengontrol perusahaan untuk melakukan proyek berisiko. Sementara itu, pemegang utang akan menuntut *return* yang lebih besar dari utang mereka.

Beberapa penelitian juga menunjukkan bahwa menaikkan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Harris dan Raviv (1991) merangkum bahwa terdapat hubungan positif antara jumlah utang dengan nilai perusahaan. Hal ini diinterpretasikan bahwa jumlah utang yang meningkat akan mengurangi masalah agensi. Peningkatan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan sampai titik optimum, selanjutnya apabila utangnya terus ditambah setelah mencapai titik optimum akan mengurangi nilai perusahaan (Modigliani dan Miller 1958, 1963).

Mekanisme pengendalian dengan keberadaan kreditur dalam struktur modal perusahaan tentunya dapat meningkatkan pengawasan dan membatasi ruang gerak manajemen. Grossman dan Hart (1980) menyatakan keberadaan utang akan memaksa manajemen untuk mengkonsumsi lebih sedikit *prequisites* dan lebih efisien karena ada kemungkinan kebangkrutan serta kehilangan kendali dan reputasi (Firth *et al.*, 2002). Menurut pendapat Jensen (1986) bahwa kebijakan utang perusahaan merupakan mekanisme pengendalian internal yang dapat menekan konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham, terutama biaya keagenan dari *free cash flow*. Sedangkan menurut Shleifer dan Vishny (1997), kontrak utang menyebabkan beberapa

bentuk pengendalian atas arus kas berpindah dari debitur kepada kreditur, dan keleluasaan manajemen untuk melakukan diskresi atas sumber daya menurun.

Studi-studi di atas menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, dengan menempatkan struktur modal sebagai salah satu mekanisme pengawasan. Sementara itu dari sudut pandang teori keuangan, proposisi Modigliani dan Miller (1963) menjadi dasar dugaan adanya hubungan positif antara utang dan nilai perusahaan. Peningkatan utang akan dapat meningkatkan nilai perusahaan sampai titik optimum, selanjutnya apabila utangnya terus ditambah setelah mencapai titik optimum akan mengurangi nilai perusahaan (Modigliani dan Miller 1958, 1963).

Tingkat penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan perusahaan mengandung tiga poin penting, yaitu:

1. Dengan menaikkan dana melalui utang, pemilik dapat mempertahankan pengendalian atas perusahaan dengan investasi yang terbatas.
2. Kreditur menyaratkan adanya ekuitas atau dana yang disediakan pemilik sebagai margin pengaman, jika pemilik dana hanya menyediakan sebagian kecil dari pembiayaan total maka resiko perusahaan terutama dipikul oleh kreditur.
3. Jika perusahaan memperoleh laba yang lebih tinggi dari penggunaan utang daripada tingkat bunga yang dibayarkan atas dana tersebut, maka pengembalian atas modal pemilik diperbesar atau diungkit.

Dari keterangan di atas dapat diambil kesimpulan bahwa penggunaan utang tidak lepas dari *cost* dan *benefit*. Oleh karena itu, perusahaan harus mengetahui tingkat penggunaan utang yang tepat (titik optimum penggunaan utang) yang dapat menghasilkan peningkatan nilai perusahaan.

Konflik lain yang terjadi adalah antara pemegang saham dan pemberi pinjaman yaitu *asset substitution and underinvestment problems* (Fama dan Miller, 1972; Jensen dan Meckling, 1976; Myers, 1977). Biaya yang muncul karena konflik ini dinamakan biaya keagenan utang. Kontrak utang menyatakan bahwa jika suatu investasi cukup berhasil pemegang saham akan mendapat tambahan penghasilan yang terbesar, namun jika investasi gagal pemberi utang harus menanggung biaya kegagalan dengan keterbatasan jaminan utang. Sebagai konsekuensi, pemegang saham akan melakukan strategi dengan mengambil proyek-proyek yang sangat beresiko walaupun akan mengurangi nilai perusahaan. Jika pemberi utang secara rasional mengantisipasi investasi yang suboptimal, maka pemegang saham akan menanggung biaya pemberi utang pada saat utang dikeluarkan dan pemegang saham akan menerima utang dalam jumlah yang sedikit dari yang seharusnya mereka terima sehingga biaya insentif untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang mengurangi nilai perusahaan dengan pendanaan

utang harus dipikul oleh pemegang saham. Ini disebut efek substitusi aset yang merupakan biaya keagenan utang.

Bathala, Moon dan Roa (1994) mengatakan bahwa jika utang terlalu tinggi dapat menimbulkan biaya keagenan utang, sebab perusahaan cenderung untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang berisiko tinggi. Namun demikian pendapat mereka mengatakan bahwa pendanaan dengan utang dalam porsi yang tepat akan dapat mengurangi biaya keagenan tersebut, dengan pembayaran pokok utang dan bunga.

Struktur modal perusahaan juga terkait dengan ketidaksimetrisan informasi dan pemberian isyarat. Ross (1977) menerangkan bagaimana pemberian isyarat dan rencana kompensasi manajer dapat digunakan untuk mengatasi ketidaksimetrisan informasi. Ross (1997) mengatakan bahwa manajer mempunyai informasi tentang perusahaan yang tidak dimiliki oleh pihak lain. Suranta (2003) melakukan pengujian hubungan antara utang dengan nilai perusahaan dengan memasukkan utang sebagai variabel kontrol. Hasilnya menunjukkan bahwa utang turut melakukan *monitoring* terhadap perilaku dan tindakan manajer sehingga menaikkan nilai perusahaan dan menurunkan konflik keagenan.

Perusahaan yang menggunakan utang sebagai struktur modalnya, maka kreditur adalah salah satu *stakeholder* perusahaan. Kreditur dan pemegang saham yang merupakan investor dalam perusahaan memiliki perbedaan atas klaim yang bersifat kontinjensi terhadap nilai perusahaan (Ross *et al.*, 2008 dalam Hermawan, 2009). Hal ini tentunya menyebabkan kreditur memiliki kepentingan untuk melakukan *monitoring* yang lebih banyak atas tindakan manajemen untuk meminimumkan risiko kreditnya. Hal tersebut bertujuan untuk memastikan bahwa pinjaman yang diberikan dan biaya bunga dapat dikembalikan oleh perusahaan. Fungsi *monitoring* oleh kreditur akan lebih efektif apabila kreditur merupakan Bank dan memiliki kapabilitas pengawasan kredit yang baik. Utang yang diberikan Bank kepada perusahaan menciptakan hubungan langsung antara perusahaan dan kreditur sehingga kreditur dapat melakukan pengawasan langsung atas pinjaman dan lebih mudah memperoleh informasi yang dibutuhkan. Kehadiran Bank (kreditur) akan menjadi kendala bagi manajemen untuk melakukan tindakan yang oportunistik.

2.1.3 Teori Deviden

Literatur keuangan umumnya menjelaskan alasan perusahaan memberikan deviden yaitu: sebagai signal, penghematan pajak, mengurangi *agency cost*, *bird in hand signal*. *Signalling* atau informasi asimetri adalah model yang mendasari perusahaan untuk membayar deviden yang dikembangkan oleh Bhattacharya (1979), John dan Williams (1985), dan Miller dan Rock (1985). Pembayaran deviden merupakan sinyal informasi *good news* kepada investor, terutama ketika harga saham perusahaan dalam keadaan *underpricing* (Baker, Powell dan Veit, 2002).

Deviden dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi antara manajer dan pemegang saham. Pembayaran deviden dapat mengurangi *discretionary funds* yang tersedia bagi manajer, yang dapat digunakan untuk pengeluaran *perquisite*, sehingga membantu mengatasi konflik antara manajer dan pemegang saham tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Masalah keagenan antara prinsipal dan agen juga timbul pada saat hubungan antara prinsipal dan agen terjadi *imperfect information* (Stiglitz, 1992).

Salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan yaitu mekanisme *bonding* dengan meningkatkan deviden yang diberikan kepada pemegang saham. Ketika perusahaan berada dalam kondisi *free cash flow* yang berlebih memicu manajer untuk melakukan perilaku yang menyimpang. *Free cash flow* dapat dikurangi dengan meningkatkan deviden tunai. Dalam teori agensi, jika laba tidak dibagikan kepada pemegang saham, maka laba tersebut akan dialokasikan pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan sehingga hanya menguntungkan manajemen perusahaan atau bisa jadi digunakan untuk kepentingan pribadi manajemen. Rozeff (1982) dalam Arifin (2005) menyarankan peningkatan pemberian deviden untuk mengurangi biaya agensi. Dengan peningkatan pemberian deviden diprediksikan akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mendapatkan dana dari luar dan perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru.

Kebijakan meningkatkan rasio pembayaran deviden akan menyebabkan meningkatnya modal dari luar (Myers dan Majluf, 1994 dalam Harjito, 2006). Pembayaran deviden juga mempunyai pengaruh terhadap peningkatan pengawasan dari luar sehingga mempengaruhi perilaku manajer yang ingin mempertahankan kedudukannya dengan berusaha bekerja lebih baik lagi. Borokhovich *et al.* (2005) juga mengatakan bahwa deviden bertindak sebagai mekanisme untuk mengurangi masalah agensi.

Menurut Crutchley dan Hansen (1989), peningkatan deviden diharapkan dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan karena deviden yang besar menjadikan rasio laba ditahan kecil sehingga perusahaan membutuhkan tambahan dana dari sumber eksternal, seperti menerbitkan saham baru. Penerbitan saham baru akan menyebabkan kinerja dimonitor oleh bursa dan investor baru. Adanya pengawasan tersebut akan menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya yang berkaitan dengan emisi saham baru (*floating cost*).

Dampak lain dari kebijakan deviden adalah semakin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi. Hal ini menyebabkan tingkat pertumbuhan masa mendatang rendah dan akan menurunkan harga saham dan nilai perusahaan. Menurut Brigham dan Gapenski (1996) perubahan besarnya deviden mengakibatkan dua hal yang saling berlawanan, yaitu apabila seluruh laba dibayarkan sebagai deviden maka

kepentingan cadangan terabaikan, dan sebaliknya bila laba ditahan semua maka kepentingan pemegang saham terabaikan karena tidak ada yang dikeluarkan sebagai deviden. Weston dan Brigham (1997) mengatakan bahwa kebijakan optimal merupakan kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara deviden saat ini dan pertumbuhan masa datang sehingga dapat memaksimalkan laba.

Kebijakan deviden masih merupakan teka-teki yang belum terjawab sampai saat ini. Bila deviden ditingkatkan, arus kas untuk investor akan meningkat, akan menguntungkan investor, namun di sisi lain, bila deviden ditingkatkan, laba ditahan yang direinvestasikan dan pertumbuhan masa depan akan menurun, sehingga merugikan investor.

Kebijakan deviden suatu perusahaan dihadapkan pada dua masalah utama, yaitu:

1. Pengaruh deviden; berkaitan dengan jumlah atau tingkat deviden yang dibayarkan mempengaruhi nilai saham suatu perusahaan atau hasil yang akan dinikmati oleh pemegang saham.
2. Informasi yang terkandung pada deviden; terutama perubahan-perubahan pada kebijakan tersebut (misalnya membayar deviden berupa saham bonus), memberikan indikasi kepada pasar mengenai prospek laba di tahun yang akan datang.

Menurut Rozeff (1982) masalah keagenan dapat diturunkan dengan mekanisme pembayaran deviden. Peran deviden sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, dengan pembayaran deviden pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan telah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan pemilik perusahaan sehingga hal ini dapat mengurangi konflik.

Pembayaran deviden juga merupakan salah satu sumber konflik antara pemegang saham dan pemberi pinjaman dan dapat menimbulkan biaya keagenan utang (Smith dan Warner, 1979, dan Kalay, 1982). Adanya pembatasan deviden dalam perjanjian utang mendorong terjadinya konflik tersebut. Menurut Kalay (1982), adanya pembatasan deviden yang dijumpai dalam perjanjian utang dimaksudkan untuk mengontrol biaya

keagenan utang yang timbul dari pembayaran deviden yang mungkin didanai dari penerbitan utang baru dan atau dari investasi yang terlebih dahulu (*foregoing investment*). Sebagai salah satu konsekuensi pembatasan tersebut, pihak perusahaan terikat dengan perjanjian tersebut. Bila perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan, jumlah investasi minimal perusahaan kemungkinan besar dikonversi kedalam deviden yang rendah. Hasil penelitian DeAngelo dan DeAngelo (1990) menunjukkan bahwa perusahaan mengurangi jumlah deviden yang dibayarkan ketika sedang mengalami kesulitan keuangan. Hasil penelitian mereka juga menunjukkan adanya pengurangan deviden walaupun tidak terikat dengan perjanjian utang.

Deskmukh (2005) mengatakan bahwa para manajer memotong deviden ketika sedang menghadapi kesulitan keuangan untuk menghindari kemungkinan tidak membayar deviden di masa datang. Biaya yang terjadi akan sangat mahal bila perusahaan meniadakan pembagian deviden, oleh karena itu para manajer lebih suka mengurangi deviden dibandingkan dengan tidak melakukan pembagian deviden. Perusahaan dengan tingkat kesulitan keuangan yang tinggi akan membagi deviden yang lebih rendah untuk menjaga kebijakan deviden yang stabil.

2.1.4 Struktur Kepemilikan

Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan adalah struktur kepemilikan seperti kepemilikan investor institusional dan kepemilikan keluarga. Perusahaan yang dimiliki oleh keluarga, biasanya keluarga tersebut menjadi pemegang saham pengendali dan manajemen adalah sekaligus pemilik atau orang yang masih memiliki hubungan keluarga. Oleh sebab itu, perusahaan yang dimiliki keluarga biasanya tidak memiliki masalah agensi yang biasa terjadi pada perusahaan dengan pemisahan manajemen dan pemilik. Namun, kepemilikan oleh keluarga yang sekaligus menjadi manajemen dapat menimbulkan adanya masalah agensi yang lain, yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Gilson dan Gordon, 2003 dan Maury, 2006 dalam Hermawan, 2009).

Struktur kepemilikan perusahaan pada banyak negara berkembang merupakan kepemilikan keluarga, seperti juga terjadi di Indonesia. La Porta (1999) dan Arifin (2003) dalam Siregar dan Utama (2008) menemukan bahwa mayoritas perusahaan publik di Spanyol dan Indonesia dikendalikan oleh keluarga. Teori keagenan memperkirakan 2 (dua) kemungkinan konsekuensi yang diakibatkan oleh kepemilikan keluarga terhadap biaya keagenan. Satu sisi mengasumsikan bahwa perusahaan yang dimiliki oleh keluarga memiliki pengendalian terhadap manajer yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang dikendalikan oleh publik atau tanpa pengendali utama, karena masalah keagenan yang lebih rendah antara manajer dan pemilik perusahaan (Anderson dan Reeb, 2003).

Di sisi lain, ada pendapat yang mengatakan bahwa perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga yang merangkap sebagai top manajemen perusahaan dapat mengambil alih kesejahteraan dari pemegang saham eksternal atau melakukan ekspropriasi (Fama dan Jensen, 1983; Shleifer dan Vishny, 1997; Villalonga dan Amit, 2006; Ali *et al.*, 2007

dalam Hermawan, 2009) sehingga mengakibatkan kenaikan biaya keagenan perusahaan. Penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Siregar dan Utama (2006) hasilnya bertentangan yaitu menemukan bahwa pengelolaan laba pada perusahaan yang dikendalikan keluarga yang bukan perusahaan konglomerasi lebih tinggi dibandingkan pengelolaan laba pada perusahaan lain. Kondisi tersebut tentunya dapat mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan.

Penelitian Shleifer dan Vishny (1997) mengatakan bahwa perusahaan yang dimiliki oleh keluarga cenderung memilih anggota keluarga sebagai manajerial dibandingkan menempatkan orang-orang yang lebih berpotensi dan mempunyai kemampuan. Villalonga dan Amit (2004) juga menemukan bahwa kepemilikan keluarga akan meningkatkan nilai perusahaan namun akan berkurang ketika perusahaan sudah berada di generasi kedua (penerus). Selain itu biaya konflik yang dihasilkan oleh kepemilikan keluarga (pewaris) lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan non-keluarga.

Beberapa versi struktur kepemilikan yang dapat penulis dokumentasikan, yaitu: Arifin (2003), Kim (2006), Ulupui (2009) dan Chen *et al.* (2010). Arifin (2003) menggolongkan perusahaan berdasarkan struktur kepemilikan menjadi perusahaan keluarga dan perusahaan non-keluarga. Dimana keluarga didefinisikan sebagai semua individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat (kepemilikan > 5% wajib dicatat), yang bukan perusahaan publik, negara, institusi keuangan, dan publik (individu yang kepemilikannya tidak wajib dicatat). Didalam operasionalisasi variabel, jika proporsi kepemilikan keluarga > 50% maka perusahaan tersebut akan dikategorikan sebagai perusahaan keluarga, dan sebaliknya jika proporsi kepemilikan keluarga < 50% maka akan dikategorikan sebagai perusahaan non-keluarga.

Sedangkan Kim (2006) menentukan kepemilikan perusahaan dengan menggunakan proksi *cash flow right* pemegang saham pengendali akhir. Untuk mencari siapa pemegang saham pengendali akhir, Kim menelusurinya dengan melihat siapa pemegang saham yang memiliki lebih dari 5% saham perusahaan. Karena dalam banyak kasus pemegang saham pengendali merupakan entitas perusahaan, institusi keuangan, atau negara, maka dalam penelitian tersebut pemilik dari pemilik akan diidentifikasi, lalu pemilik dari pemilik seterusnya sampai pemegang akhir (*ultimate shareholders*) ditemukan. Pencarian hubungan keluarga dari pemegang-pemegang saham akhir dilakukan hanya berdasarkan nama keluarga.

Versi Ulupui (2009) membagi struktur kepemilikan menjadi kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing. Struktur kepemilikan masing-masing kelompok akan diukur berdasarkan proporsi kepemilikan. Definisi keluarga dalam penelitian ini adalah perusahaan domestik dan juga individu yang terkait dengan perusahaan tersebut. Sedangkan yang dimaksud asing adalah institusi asing dan individu berkewarganegaraan asing.

Chen, *et al.* (2010) dalam penelitian menggunakan berbagai ukuran kepemilikan keluarga, yaitu: pertama, perusahaan keluarga adalah perusahaan dimana keluarga pendiri (baik sedarah maupun melalui perkawinan) memegang pimpinan puncak perusahaan, kedua anggota keluarga berada dalam mayoritas perusahaan. Ukuran kepemilikan keluarga ini sesuai dengan definisi perusahaan keluarga yang dipakai oleh Anderson dan Reeb (2003) dan Anderson, Mansi dan Reeb (2003).

Perusahaan yang dimiliki oleh keluarga, biasanya keluarga tersebut menjadi pemegang saham pengendali dan manajemen adalah sekaligus pemilik atau orang yang masih memiliki hubungan keluarga. Oleh sebab itu, perusahaan yang dimiliki oleh keluarga biasanya tidak memiliki masalah agensi yang biasa terjadi pada perusahaan dengan pemisahan manajemen dan pemilik, yaitu terjadinya ketidakselarasan tujuan dari manajemen dan pemilik. Namun, kepemilikan oleh keluarga yang sekaligus menjadi manajemen dapat menimbulkan adanya masalah agensi yang lain yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Gilson dan Gordon, 2003; Maury, 2006 dalam Hermawan, 2009).

Menurut Demsetz dan Lehn (1985) perusahaan keluarga akan memiliki lebih sedikit masalah agensi antara pemilik dengan manajemen karena pemilik dapat memonitor manajer secara langsung. Hal ini membuat perusahaan keluarga tidak perlu banyak mengkaitkan kompensasi manajemen dengan pengukuran kinerja berbasis akuntansi (Chen *et al.*, 2006), sehingga lebih kecil kemungkinan untuk manajemen melakukan manipulasi pelaporan keuangan untuk kepentingan mereka. Selain itu, pengetahuan yang lebih baik mengenai kegiatan bisnis oleh pemilik yang merupakan keluarga akan membuat mereka lebih mudah mendeteksi adanya manipulasi dalam angka yang dilaporkan, sehingga mereka dapat terus memeriksa kegiatan yang terjadi (Anderson dan Reeb, 2003). Oleh sebab itu, manipulasi laba akibat masalah agensi antara manajemen dengan pemilik akan lebih besar kemungkinan terjadinya pada perusahaan yang bukan dimiliki oleh keluarga.

Struktur kepemilikan perusahaan lainnya yang dianggap dapat berpengaruh pada kinerja perusahaan adalah adanya kepemilikan oleh manajemen, karena sesuai dengan teori agensi dari Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan oleh manajemen dapat menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemilik. Yeo *et al.* (2002) menguji hubungan antara kepemilikan saham oleh manajemen dan *outside unrelated blockholders* dengan menggunakan model kandungan informasi laba dan *discretionary accruals* yang diestimasi dengan model *modified Jones* (1991) dengan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan di Singapura. Karakteristik perusahaan di Singapura berbeda dengan perusahaan di Amerika Serikat, karena pada umumnya perusahaan di Singapura berasal dari perusahaan yang dimiliki oleh keluarga dan pemerintah. Selain itu jumlah kepemilikan oleh manajemen pada perusahaan Singapura

jauh lebih tinggi dibandingkan dengan di Amerika Serikat, sehingga hasil yang diperoleh adalah sekaligus mencerminkan bagaimana pengaruh dari kepemilikan oleh keluarga, yang biasanya juga akan ikut sebagai manajemen.

Kepemilikan oleh keluarga biasanya merupakan kepemilikan yang terkonsentrasi karena terdapat pihak keluarga yang memiliki saham dalam jumlah terbesar dan dalam posisi pengendali. Kepemilikan keluarga tersebut sekaligus mencerminkan adanya *blockholder*. Adanya kepemilikan terkonsentrasi dan *blockholding* dianggap akan meningkatkan fungsi pengawasan perusahaan, karena pemilik yang tingkat kepemilikan tinggi pada suatu perusahaan akan lebih aktif untuk memonitor tindakan-tindakan manajemen untuk melindungi investasinya, Chen *et al.* (2005) menguji hubungan antara kepemilikan yang terkonsentrasi dengan kinerja perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara. Dengan mengambil sampel perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara karena perekonomian di daerah tersebut memiliki karakteristik ada banyak perusahaan yang menjadi emiten di pasar modal yang merupakan perusahaan keluarga (Claessens *et al.*, 2000).

Kelebihan bagi perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga adalah ada kecenderungan untuk memiliki manajemen yang merupakan anggota dari keluarga, sehingga hal ini akan mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen, seperti yang biasa terjadi pada perusahaan yang terdapat pemisahan antara manajemen dengan pemilik. Struktur kepemilikan akan mempengaruhi mekanisme pengawasan masalah agensi. Dalam mekanisme kontrol, kepemilikan saham mayoritas dapat berfungsi sebagai faktor yang mampu meminimalisasi keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Selain itu, struktur kepemilikan bervariasi antar perusahaan, dan dapat menyelaraskan kepentingan manajer dan *Board of Director* dengan kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling 1976).

Hasil penelitian Chen *et al.* (2005) menemukan bahwa terdapat pengaruh yang positif dan signifikan dari kepemilikan oleh keluarga antara 10-35% dari total saham beredar dengan *dividend yield* untuk perusahaan dengan kapitalisasi pasar rendah. Perusahaan-perusahaan tersebut juga menunjukkan sensitivitas yang rendah antara *dividend payout* dengan kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali melihat deviden sebagai cara untuk menarik sumber daya keluarga dari perusahaan yang mereka kendalikan, karena jumlah deviden sangat tidak proporsional besarnya dibandingkan dengan laba yang diperoleh oleh perusahaan-perusahaan tersebut. Chen *et al.* (2005) juga menyimpulkan bahwa mekanisme

corporate governance pada perusahaan-perusahaan yang dimiliki keluarga berdampak kecil pada kinerja perusahaan dan kebijakan deviden perusahaan.

Perusahaan yang kepemilikan saham terkonsentrasi pada keluarga kemungkinan besar memiliki *Board of Directors* yang anggotanya merupakan keluarga yang sekaligus menjadi pemegang saham pengendali. Ho dan Wong (2001) menemukan hubungan yang negatif antara persentase anggota keluarga yang terdapat dalam *board* pada perusahaan di Hongkong dengan tingkat *voluntary disclosure*. Perusahaan-perusahaan di Hongkong memiliki karakteristik kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga. Mereka juga membuktikan bahwa keberadaan Komite Audit memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap *voluntary disclosure*. Jaggi dan Leuang (2007) yang juga melakukan pengujian dengan sampel perusahaan di Hongkong menemukan bahwa secara keseluruhan Komite Audit berperan penting dalam membatasi *earning management* meskipun pada lingkungan bisnis yang memiliki konsentrasi kepemilikan tinggi. Namun efektifitas Komite Audit secara signifikan berkurang apabila terdapat anggota keluarga yang duduk dalam *board*, terlebih apabila anggota keluarga mendominasi *board* perusahaan.

Penelitian yang menghubungkan antara struktur kepemilikan keluarga dengan utang adalah Anderson *et al.* (2003), yang menemukan bahwa kepemilikan oleh keluarga pendiri perusahaan memiliki hubungan dengan biaya utang yang lebih rendah, dan pemegang obligasi memandang kepemilikan oleh keluarga pendiri akan melindungi kepentingan mereka dengan lebih baik. Hasil tersebut konsisten dengan pemikiran bahwa perusahaan dengan kepemilikan oleh keluarga pendiri memiliki struktur insentif yang menghasilkan konflik agensi yang lebih sedikit antara pemegang saham dengan kreditur.

Beberapa penelitian terkait dengan struktur kepemilikan keluarga menunjukkan ada hubungan positif antara struktur kepemilikan keluarga dengan kualitas laporan keuangan. Ali *et al.* (2007) menemukan bahwa perusahaan keluarga menyajikan laporan keuangan dengan lebih sedikit *positive discretionary accruals*, komponen laba yang memiliki kemampuan prediksi arus kas yang lebih baik dan memiliki *earnings response coefficient* yang lebih besar, sehingga perusahaan keluarga menyajikan informasi keuangan dengan kualitas yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang tidak dimiliki keluarga. Wang (2006) juga menemukan bahwa secara rata-rata kepemilikan oleh keluarga pendiri perusahaan berpengaruh positif terhadap kualitas laba, yang

diukur dengan *abnormal accrual*, kandungan informasi dari laba dan persistensi *transitory loss* di dalam laba.

Perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga dan merupakan bagian dari grup usaha (konglomerasi) dapat mengandung masalah ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Pemilik perusahaan yang merupakan suatu grup usaha memiliki kekayaan yang tersebar di banyak perusahaan. Faccio *et al.* (2001) menyatakan bahwa utang dari perusahaan yang dimiliki oleh keluarga dan sebagai pemegang kendali dan merupakan bagian dari grup usaha tidak dapat menjadi alat monitor yang membatasi tindakan manajemen yang tidak memaksimalkan nilai perusahaan, karena manajemen perusahaan yang berada dalam grup dapat melakukan ekspropriasi melalui perusahaan afiliasinya.

Dengan pola kepemilikan yang terkonsentrasi dan pemilik utama yang dominan adalah keluarga, masalah agensi yang mungkin timbul adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Perusahaan keluarga menghadapi masalah agensi antara pemegang saham pengendali (mayoritas) dan pemegang saham bukan pengendali (minoritas) karena kepemilikan saham yang signifikan dan kemampuan untuk mengendalikan *Board of Directors*. Anderson dan Reeb (2004) menemukan bahwa *Board of Directors* perusahaan keluarga cenderung lebih tidak independen dan didominasi oleh anggota keluarga. Masalah agensi yang terjadi juga akan mengarah ke manipulasi laba akuntansi, misalnya untuk menyembunyikan dampak negatif dari transaksi dengan pihak-pihak yang memiliki hubungan istimewa. Leuz *et al.* (2003) menyatakan bahwa kualitas hak pemegang saham minoritas dan penegakan hukum berpengaruh negatif terhadap *earning* manajemen.

2.1.5 Kebijakan Corporate Governance

Sebagaimana dikatakan di atas, bahwa perusahaan merupakan *nexus of contract*, maka dalam kondisi dimana kontrak tidak dapat dibuat secara sempurna, mekanisme *corporate governance* memainkan peranan dalam meminimalkan konflik tersebut. Dalam proses pengelolaan manajemen agar berjalan dengan efisien diperlukan instrumen baru yaitu *Good Corporate Governance* (GCG). Dua isu utama yang dikembangkan dalam konsep ini yaitu pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar dan tepat pada waktunya dan kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu, dan transparan terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan *stakeholder*.

Good Corporate Governance (GCG) merupakan sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah (*value added*) bagi semua *stakeholder*. Empat komponen utama dalam konsep *Good Corporate Governance*, (Kaen,

2003 dan Shaw, 2003) yaitu *fairness, transparency, accountability, dan responsibility*. Keempat komponen tersebut penting karena penerapan prinsip *Good Corporate Governance* secara konsisten terbukti dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan dan juga dapat menjadi penghambat aktivitas rekayasa kinerja yang mengakibatkan laporan keuangan tidak menggambarkan nilai fundamental perusahaan. Esensi dari *corporate governance* adalah peningkatan kinerja perusahaan melalui supervisi atau pemantauan kinerja manajemen dan adanya akuntabilitas manajemen terhadap pemangku kepentingan lainnya, berdasarkan kerangka aturan dan peraturan yang berlaku. Di Indonesia isu mengenai *corporate governance* mengemuka setelah Indonesia mengalami krisis yang berkepanjangan sejak tahun 1998. Sejak saat itulah pemerintah maupun investor memberikan perhatian yang lebih dalam praktik *corporate governance*.

Hubungan antara pemilik perusahaan dan manajemen merupakan paradigma hubungan *principal-agent*, dimana pemilik perusahaan sebagai *principal* mempercayakan secara formal dalam bentuk kontrak hubungan kerja kepada manajemen sebagai *agent* yang memberikan jasa manajerialnya (Jensen dan Meckling, 1976). Isu *corporate governance* dilatarbelakangi oleh *agency theory* (teori keagenan) yang menyatakan bahwa permasalahan *agency* muncul ketika kepengurusan suatu perusahaan terpisah dari kepemilikannya. Dewan Komisaris dan Dewan Direksi yang berperan sebagai agen dalam suatu perusahaan diberi kewenangan untuk mengurus jalannya perusahaan dan mengambil keputusan atas nama pemilik. Dengan kewenangan yang dimiliki maka manajer mempunyai peluang untuk berlaku oportunistik yang hanya mendahulukan kepentingan manajer atau terdapat perbedaan kepentingan (*conflict of interest*).

Ide dasar pengelolaan *agency theory* memberikan cara pandang baru mengenai *corporate governance*. Perusahaan ditunjukkan sebagai suatu hubungan kerja sama antara prinsipal (pemegang saham atau pemilik perusahaan) dan agen (manajemen). Adanya *vested interest* manajemen mengakibatkan perlunya proses *check and balance* untuk mengurangi kemungkinan penyalahgunaan kekuasaan oleh manajemen. *Corporate governance* adalah semua upaya untuk mencari cara terbaik dalam menjalankan perusahaan, dimana kebijakan-kebijakan dan peraturan-peraturan yang ada dalam *corporate governance* dapat digunakan untuk mengontrol manajemen. Dengan melakukan pengawasan yang diarahkan pada perilaku manajer agar bisa dinilai apakah tindakan tersebut bermanfaat bagi perusahaan (pemilik) atau bagi manajer sendiri.

Good governance memberikan jaminan bahwa investor akan memperoleh *returns* yang memadai atas dana yang ditanamkan ke perusahaan; bagi *authority bodies, good governance* akan meningkatkan efisiensi dan kredibilitas pasar modal sebagai salah satu alternatif investasi, sehingga secara umum penerapan *Good Corporate Governance* dipercaya dapat meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan (Siallagan, 2006). *Corporate governance* diharapkan akan dapat berfungsi untuk menekan atau

menurunkan biaya keagenan (*agency cost*), untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan dan membuat para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, dan tidak akan berinvestasi ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan. *Corporate governance* juga berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1999).

Hasil penelitian Hastuti (2005) menunjukkan terdapatnya hubungan positif signifikan antara luas pengungkapan dengan nilai perusahaan, sedangkan Che Haat, *et al.* (2008) yang menggunakan variabel *disclosure dan timeliness* sebagai variabel mediator (*intervening*) menunjukkan hasil bahwa tidak adanya hubungan yang signifikan antara GCG dengan pengungkapan laporan keuangan maupun ketepatan waktu penyampaian laporan keuangan. *Corporate governance* atau tertib menjalankan perusahaan perlu dilaksanakan oleh setiap perusahaan khususnya yang terdaftar di bursa¹. Tertib jalannya perusahaan merupakan upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara pengelolaan yang terbuka dan transparan.

Corporate governance dianggap penting karena hal ini berkenaan dengan hak dan tanggung jawab suatu manajemen perusahaan, dewannya, pemegang saham dan beberapa *stakeholder* yang lain. *Corporate governance* perusahaan juga mempengaruhi kepercayaan pasar, dalam arti bahwa sebagian kalangan meyakini kualitas *corporate governance* dapat memprediksi kondisi perusahaan di masa depan. Ditambahkan pula bahwa perusahaan yang melakukan peningkatan *corporate governance* mempunyai kinerja yang superior. Peningkatan *corporate governance* mempunyai nilai di mata *shareholder*. Farber (2004) menunjukkan bahwa *fraud firm* (perusahaan yang melakukan tindakan illegal/merugikan pihak lain) mempunyai *governance* yang lebih buruk pada periode *fraud detection*. Beberapa proksi digunakan untuk mengukur variabel *corporate governance*. Struktur *corporate governance* pun telah disediakan dalam berbagai bentuk ketentuan seperti peraturan Bapepam, peraturan Bursa ataupun *Code of Good Corporate Governance*. Dalam Hutchinson dan Gul (2004) dikatakan bahwa *monitoring* dan *incentive* merupakan *governance control* yang sangat penting dalam mengurangi *agency cost*. Komposisi Dewan Komisaris, kepemilikan saham oleh manajerial dan paket remunerasi merupakan beberapa variabel dari *governance control* yang mempengaruhi nilai perusahaan. Barako (2007) mencoba menghubungkan praktek *corporate governance* dengan menggunakan ukuran komposisi direksi, struktur kepemimpinan Dewan Direksi dan Komite Audit terhadap pengungkapan sukarela. Hasilnya menunjukkan bahwa informasi pengungkapan sukarela secara signifikan dipengaruhi oleh ketiga atribut *corporate governance* tersebut.

Mekanisme *corporate governance* diciptakan oleh pemegang saham untuk mendorong adanya manajemen perusahaan yang efektif dan efisien dan untuk memberikan suatu kontrol atas beberapa keputusan yang diambil oleh manajer (Fama dan Jensen, 1983). Mekanisme *corporate governance* bervariasi antar perusahaan dan

¹ Bisa dilihat melalui www.bapepam.go.id

dirancang berdasarkan pada kebutuhan dan kompleksitas dari masing-masing perusahaan. Berle dan Means (1932) mengemukakan bahwa semakin lama perusahaan akan semakin besar dan pemegang saham akan semakin terdiversifikasi secara luas sehingga diperlukan pemisahan kontrol antara pemilik perusahaan dengan manajemen. Kim dan Nofsinger (2007) menggambarkan pemisahan kepemilikan dan kontrol antara pemegang saham dan manajer dalam penelitiannya terlihat bahwa pengawasan kinerja manajer dapat dilakukan dari dalam struktur perusahaan, dari luar perusahaan dan dengan regulasi pemerintah. Hal ini menunjukkan bahwa setiap keputusan yang diambil oleh manajer harus dimonitor untuk memastikan bahwa keputusan manajer menguntungkan bagi pemegang saham. Pengawasan terhadap pelaksanaan manajemen perusahaan dapat melalui berbagai cara, seperti monitoring oleh *Board of Director*, *corporate control*, *investor institutional*, kreditur, pegawai perusahaan dan pihak lainnya.

Yeo *et al.* (2002) mengembangkan hasil penelitian Warfield *et al.* (1995) dengan melihat bagaimana pengaruh kepemilikan oleh manajemen dan pemegang saham eksternal yang bersifat *blockholding* dan tidak memiliki hubungan keluarga pada kandungan informasi laba dan *earning management* dengan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan di Singapura. Struktur kepemilikan yang dianggap dapat mempengaruhi tingkat pengawasan dari pemegang saham adalah kepemilikan oleh institusi (Dechow *et al.* 1996; Klein, 2002; Jung dan Kwon, 2002) dan kepemilikan terkonsentrasi (*blockholder*) (misalnya Jung dan Kwon, 2002 dan Chen *et al.*, 2005). Penelitian belakangan ini juga memfokuskan pada hubungan kepemilikan oleh keluarga dengan kualitas laba (misalnya Jaggi dan Leung, 2007 dan Siregar dan Utama, 2008).

Untuk memperkecil kesempatan manajer melakukan tindakan yang menyimpang maka pemilik saham/investor luar melakukan pengawasan (*monitoring*) dan dari pihak manajer sendiri melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya (*bonding*). Kedua aktivitas tersebut akan mengurangi kesempatan penyimpangan oleh manajer sehingga nilai perusahaan akan meningkat namun dampak lainnya yaitu munculnya biaya agensi yang dapat mengurangi nilai perusahaan. Ada beberapa mekanisme kontrol dengan *monitoring* yang dapat mengurangi masalah agensi yaitu pembentukan Dewan Komisaris, *pasar corporate control*, pemegang saham besar (*large outside shareholder*), kepemilikan terkonsentrasi, pasar manajer atau dengan peningkatan kepemilikan manajer.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, penulis dapat menarik kesimpulan bahwa struktur kepemilikan perusahaan oleh keluarga yang menjadi pemegang saham kendali dapat membantu implementasi *corporate governance* dalam perusahaan karena pemegang saham (pengendali) dapat mengawasi secara langsung tindakan manajemen dan keputusan-keputusan yang diambil oleh manajemen sesuai dengan keinginan pemegang saham. Namun, adanya kemungkinan ekspropriasi yang dilakukan oleh

pemegang saham kendali (mayoritas) terhadap pemegang saham minoritas, kepemilikan saham oleh keluarga dapat berpengaruh negatif terhadap *corporate governance*.

Pengaruh struktur kepemilikan oleh keluarga dapat berbeda untuk perusahaan yang merupakan bagian dari grup usaha dan yang bukan bagian dari grup usaha. Perusahaan keluarga yang merupakan bagian dari grup usaha memiliki kemungkinan yang lebih besar melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas karena pemegang saham mayoritas dapat melakukan ekspropriasi melakukan transaksi antar perusahaan yang dimilikinya dalam grup usaha tersebut, terlebih apabila tidak semua perusahaan yang berada dalam grup usaha tersebut merupakan perusahaan publik.

Sedangkan perusahaan keluarga yang bukan merupakan bagian dari grup usaha tentunya tidak dapat melakukan ekspropriasi dengan cara seperti perusahaan yang merupakan bagian dari grup usaha, sehingga kemungkinan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas menjadi lebih kecil. Selain itu, kekayaan dari pemilik perusahaan yang bukan bagian dari grup usaha seluruhnya berada pada perusahaan tersebut, sehingga tindakan ekspropriasi akan berdampak langsung pada kekayaan pemilik yang terpusat pada perusahaan itu juga. Namun, kemungkinan adanya pengaruh negatif kepemilikan keluarga pada perusahaan yang bukan bagian dari grup usaha berupa ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas tetap ada, terutama apabila posisi manajemen eksekutif didominasi oleh keluarga atau pihak yang masih memiliki hubungan keluarga dengan pemegang saham mayoritas. Dengan demikian perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dan bukan bagian dari grup usaha seharusnya memiliki *corporate governance* yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya.

Masalah agensi yang mungkin muncul timbul adalah antara pemilik dengan manajemen dan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Di Indonesia, mayoritas perusahaan publik dikendalikan oleh keluarga (Arifin, 2003). Perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga cenderung memiliki manajemen yang merupakan anggota dari keluarga, sehingga akan mengurangi adanya masalah agensi antara pemegang saham dengan manajemen, seperti yang biasa terjadi pada perusahaan dengan pemisahan antara manajemen dengan pemilik. Namun, manajemen dalam perusahaan keluarga akan mengurangi kekuatan kondisi struktur *governance* berupa Dewan Komisaris dan Komite Audit secara keseluruhan dibandingkan pengukuran masing-masing karakteristik secara individual (DeFond *et al.*, 2005 dan Bushman *et al.*, 2004).

Struktur kepemilikan perusahaan juga dapat mempengaruhi masalah keagenan dalam suatu perusahaan. Dua elemen penting dari struktur kepemilikan adalah konsentrasi dan komposisi pemegang saham (Husnan, 1999). Konsentrasi pemegang saham diukur dengan proporsi saham yang dimiliki terbesar, lima besar atau 20 besar pemegang saham. Bentuk kepemilikan saham tersebut memberikan informasi tentang karakteristik dari pemegang saham kendali, baik individual, keluarga, perusahaan atau institusi keuangan. Arifin (2003) menemukan bahwa mayoritas perusahaan publik di Indonesia dikendalikan oleh keluarga. Sebesar 71,5 % porsi kontrol keluarga dalam perusahaan di Indonesia.

2.1.6 *Opportunities Growth*

Perusahaan didirikan dengan prinsip *going concern*, yaitu perusahaan diharapkan dapat hidup dan berkembang selamanya. Untuk dapat hidup dan berkembang maka hal ini tidak terlepas dari kondisi lingkungan yang ada disekitar perusahaan. Lingkungan yang kondusif yang memberikan kesempatan investasi yang tinggi, dapat dimanfaatkan perusahaan untuk mengembangkan usahanya. Perusahaan yang berkembang, akan direfleksikan dari peningkatan harga saham perusahaan tersebut. Sehingga perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan memiliki prospek ke depan yang cerah, dan akan berpengaruh pada peningkatan harga saham dan nilai perusahaan tersebut. Fama (1978) mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan.

Investment Opportunity Set (IOS) adalah kombinasi *asset in place* dan pilihan investasi masa depan (Myers, 1977). Peluang pertumbuhan investasi bukan hanya semata-mata diwujudkan dalam proyek baru yang didukung oleh penelitian dan aktivitas pengembangan yang luas, tetapi juga mempunyai pilihan yang berlebih untuk melaksanakan proyek baru (Gaver dan Gaver, 1993). Dalam beberapa penelitian IOS berfungsi sebagai indikator pertumbuhan.

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah, sehingga akan berdampak positif pada harga saham. Hal ini sebagaimana yang dikemukakan Modigliani dan Miller (1961) bahwa perubahan harga saham lebih ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan *earning* dan kesempatan investasi yang tinggi. Sementara itu Myers (1977) mendeskripsikan bahwa nilai pasar perusahaan saat ini merupakan kombinasi dari aset yang ada saat ini ditambah dengan kesempatan tumbuh di masa yang akan datang. Myers menyatakan bahwa semakin besar proporsi dari nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan kesempatan investasi yang besar, maka semakin besar pula nilai ekuitas perusahaan. Penelitian lain dilakukan oleh Chen *et al.* (2000) menunjukkan bahwa perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi memiliki respon positif yang signifikan terhadap harga saham, sedangkan perusahaan dengan set kesempatan investasi yang rendah memiliki respon negatif terhadap harga saham.

Gaver and Gaver (1995) meneliti tentang Kebijakan Kompensasi dan set Peluang Investasi berdasarkan teori Smith dan Watts (1992) yang menyatakan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan memberikan kompensasi yang lebih besar kepada eksekutifnya. Hal ini dikarenakan eksekutif dianggap menghadapi pekerjaan yang lebih berat sehubungan dengan proses pemilihan proyek-proyek investasi sehingga perlu diberikan imbalan yang lebih tinggi. Dalam perusahaan yang tidak bertumbuh, tugas eksekutif dianggap hanya mengawasi aset-aset perusahaan saja, sehingga imbalan yang diberikan tidak setinggi eksekutif pada perusahaan yang tumbuh. Perusahaan yang tumbuh menghadapi resiko lebih besar daripada perusahaan tidak tumbuh (Christie, 1995, Chung dan Charoenwong, 1991 dalam Gaver dan Gaver, 1995). Gaver dan Gaver, 1993 yang meneliti "*Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*" menjadi acuan bagi peneliti lain yang tertarik meneliti peluang investasi.

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 di masa yang akan datang. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *Investment Opportunity Set* (IOS). IOS didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *Net Present Value* positif. Menurut Gaver dan Gaver (1993), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, di mana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Pendapat tersebut sejalan dengan Smith dan Watts (1992) bahwa komponen nilai perusahaan merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa yang akan datang.

Perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan akan memerlukan tambahan modal untuk membiayai pertumbuhannya. Manajemen perusahaan akan mengambil keputusan-keputusan yang dapat mendukung terciptanya tingkat pertumbuhan yang baik bagi perusahaan. Dalam hal ini, keputusan yang akan mereka pertimbangkan adalah keputusan mengenai sumber modal yang akan mereka pergunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Salah satu modal yang dapat mereka pergunakan adalah utang. Pada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih lambat. Hal ini disebabkan karena mereka membutuhkan tambahan modal yang dapat mereka pergunakan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Sehingga semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka tingkat utangnya juga akan semakin tinggi. Secara teoritis dikatakan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang (Brigham, 2001). Namun terdapat juga beberapa penelitian yang menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang (Kaaro, 2007).

Gompers (1995) menemukan hubungan antara *agency cost*, *monitoring cost* dan struktur dari *staged venture capital investment*. Hasilnya menunjukkan bahwa *expected agency costs* akan meningkat pada perusahaan yang *memiliki asset tangible* lebih sedikit, *assets specificity bertambah* dan *growth options bertambah*. Rasio *tangible asset* terhadap *total asset* yang semakin menurun diprediksi akan meningkatkan *monitoring cost*, begitu juga tingginya *market to book ratio* dan *Research and Development* intensif.

Menurut Deshmukh (2005), teori residual berargumen bahwa dengan kesempatan investasi tertentu, suatu perusahaan dengan aliran kas yang tinggi akan membayar deviden lebih tinggi. Teori signaling mengisyaratkan bahwa perusahaan dengan laba (*earnings*) yang tinggi akan membayar deviden yang lebih tinggi jika faktor-faktor lain tidak berubah. Teori *pecking order* juga menyatakan bahwa dengan kebutuhan investasi tertentu, aliran kas yang lebih tinggi akan dikonversikan dalam bentuk deviden yang tinggi bila kebutuhan untuk *slack* menurun. Adanya hubungan positif antara deviden dengan *contemporaneous earnings*. Oleh karena itu, rasio pembagian deviden seharusnya merupakan fungsi positif aliran kas (CFTOB).

Growth opportunity pada dasarnya mencerminkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor) dalam Huang (2005). Beberapa indikator yang dapat digunakan untuk mengukur *growth opportunity* yaitu *sales growth* dan *asset growth*. *Sales growth* merupakan rasio yang menggambarkan kenaikan atau penurunan penjualan tiap tahun, sedangkan *asset growth* merupakan rasio yang menggambarkan kenaikan atau penurunan aktiva setiap tahun.

Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung. Jenis pengeluaran modal tampaknya memiliki pengaruh yang besar terhadap nilai perusahaan, karena jenis informasi tersebut akan membawa informasi tentang pertumbuhan pendapatan yang diharapkan di masa yang akan datang. Mc Connel dan Muscarella (1984) menguji gagasan dalam kaitannya dengan tingkat pengeluaran *research* dan *development* perusahaan. Ternyata kenaikan dalam pengeluaran modal, relatif terhadap harapan-harapan sebelumnya, mengakibatkan kenaikan *return* (positif) atas saham sekitar waktu pengumuman, dan sebaliknya *return* negatif pada saat perusahaan melakukan penurunan/pengurangan pengeluaran modal. Temuan ini mengimplikasikan bahwa keputusan investasi yang dilakukan mengandung informasi yang berisi sinyal-sinyal akan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Selanjutnya Chen *et al.* (1990) menemukan bahwa harga saham merespon pengumuman akan naiknya biaya *research* dan *development* sebagai suatu sinyal positif.

Secara umum dapat disimpulkan bahwa IOS merupakan hubungan antara pengeluaran saat ini maupun di masa yang akan datang dengan nilai/*return*/ prospek sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan. Beberapa proksi IOS yang banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya adalah: 1) Proksi IOS berbasis harga (*price based proxies*) mendasarkan pada perbedaan antara *asset* dan nilai pasar saham. Jadi proksi ini sangat tergantung pada harga saham. Proksi ini

mendasarkan pada suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dengan harga saham, selanjutnya perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif dari aktiva-aktiva yang dimiliki (*assets in place*). 2) Proksi IOS berbasis investasi (*investment based proxies*) menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999). Perusahaan dengan IOS tinggi akan memiliki investasi yang tinggi. Selanjutnya ditemukan bahwa aktivitas investasi modal yang diukur dengan *ratio capital expenditures to assets* sebagai proksi IOS mempunyai hubungan positif dengan realisasi pertumbuhan. 3) Proksi IOS berbasis varian (*variance measure*), mendasarkan pada ide pilihan akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari *return* dengan dasar pada peningkatan *asset*.

Kallapur dan Trombley (1999) menggunakan proksi *variance of total return*, dan *market model beta*. Sedangkan Gaver dan Gaver (1993) menggunakan *varian return*. Saputro (2002) di Indonesia menggunakan *varian return* seperti penelitian sebelumnya misalnya (Smith dan Watts, 1992, Gaver dan Gaver, 1993), dan *beta asset*. Menurut Wright dan Ferris (1997), keputusan investasi melalui *divestment* berpengaruh terhadap nilai perusahaan di Afrika Selatan. Selanjutnya Fama dan French (1998), menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan deviden dan utang memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

2.1.7 Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham Gapenski, 1996). Salah satu cara untuk mengukur nilai perusahaan adalah dengan menggunakan Tobin's Q. Ukuran ini ditemukan oleh James Tobin pada tahun 1969 yang digunakan untuk meramal nilai investasi perusahaan pada masa depan. Rasio Q adalah rasio pasar terhadap nilai buku yang dihitung dari rasio harga pasar ekuitas perusahaan ditambah utang dibagi dengan nilai aset perusahaan.

Tobin's Q menjadi ukuran yang jarang digunakan dalam penelitian di Indonesia karena belum ada *data market value of debt*. Peneliti biasanya menggunakan *adjusted Tobin's Q* sebagai adaptasi metode tersebut untuk diterapkan di Indonesia. Selain menggunakan Tobin's Q, dalam menilai *value of firm* dapat menggunakan metode PBV (*Price to Book Value*). Hasnawati (2005) mengatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh faktor keputusan pendanaan, kebijakan deviden, faktor eksternal perusahaan seperti tingkat inflasi, kurs mata uang asing, pertumbuhan ekonomi, politik dan *psychology* pasar.

Ada juga yang mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai pasar. Karena nilai perusahaan yang dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, makin tinggi

kemakmuran pemegang saham. Sebagai variabel laten nilai perusahaan dapat diukur melalui tiga variabel terukur, yaitu *market value* (nilai pasar modal saham biasa), *excess return to market*, dan *spread value over cost* (McConnel dan Muscarella, 1984; Weston dan Copeland, 1992; Fama dan French, 1998 dan Kaaro, 2000).

Pada masa persaingan ketat di pasar global sekarang, tujuan perusahaan untuk memaksimalkan laba menjadi sulit untuk diwujudkan. Sebaliknya tujuan sebuah perusahaan sudah seharusnya adalah untuk meningkatkan *Economic Value Addednya*, karena EVA merupakan satu-satunya pedoman penilaian yang berhubungan langsung dengan nilai pasar sebuah perusahaan dan kinerja manajemen. Dengan mengkomunikasikan secara awal bahwa tujuan perusahaan adalah maksimalisasi nilai, bukan laba, para manajer menjadi lebih terfokus pada penciptaan nilai dan bukan mengejar laba besar.

Fokus sebuah perusahaan atau organisasi untuk memperoleh laba sebesar-besarnya hanyalah tujuan jangka pendek saja, tetapi tujuan maksimalisasi *economic value added* adalah untuk jangka panjang. Supaya manajemen tidak terjebak dalam *myopic behavior*, penentuan tujuan maksimalisasi nilai hendaknya diterapkan dalam perusahaan. "*Setting the internal goal of maximizing EVA and*

Economic Value Added (EVA) mendorong manajemen untuk berfokus pada proses dalam perusahaan yang menambah nilai dan mengeliminasi aktivitas atau proses yang tidak menambah nilai.

2.2 Penelitian Terdahulu dan Analisis Kritis

Penelitian-penelitian sebelumnya telah banyak meneliti hubungan antara struktur kepemilikan dengan konflik keagenan, kebijakan perusahaan, *corporate governance* dengan nilai perusahaan atau harga saham. Umumnya penelitian tersebut dilakukan secara parsial, sebagai contoh penelitian Jensen dan Meckling (1976) yang menghubungkan antara kebijakan utang dan deviden terhadap nilai perusahaan. Leland dan Pyle (1977) menguji hubungan *ownership structure* dengan *firm value*. Peneliti lain menguji hubungan antara *corporate governance* dengan nilai perusahaan. *Investment Opportunity Set* juga menjadi variabel yang sering diteliti dan dihubungkan dengan perubahan harga saham dan nilai perusahaan. Tabel 2.1. menggambarkan rangkuman hasil penelitian sebelumnya.

Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya seperti yang terdapat pada tabel 2.1, ada beberapa hal yang belum dipertimbangkan dalam konteks penelitian tersebut, yaitu: pertama, penelitian ini untuk menguji secara komprehensif variabel-variabel tersebut, dari mulai struktur kepemilikan, *agency conflict*, kebijakan deviden, utang dan nilai perusahaan, dimana penelitian sebelumnya melakukan pengujian tidak secara komprehensif, tetapi satu bagian per satu bagian saja. Sebagai contoh penelitian terdahulu yang hanya menguji hubungan antara *agency cost* dengan struktur

kepemilikan seperti yang dilakukan oleh Gilson dan Gordon (2003); Maury (2006) dalam Hermawan (2009). Chen *et al.* (2006) dan Demsetz dan Lehn (1995) yang mengaitkan struktur kepemilikan perusahaan keluarga dengan masalah kompensasi dan pengukuran kinerja. Anderson dan Reeb (2003) dalam Hermawan (2009) menemukan bahwa perusahaan keluarga lebih mudah untuk mendeteksi terjadinya *earnings management*.

Kebijakan deviden dan utang yang dipercaya sebagai mekanisme pengurang masalah agensi (*agency problem*) dan mempengaruhi nilai perusahaan juga sudah banyak diteliti baik di Indonesia maupun di negara lain, seperti Crutchley dan Hansen (1989), Leland dan Pyle (1977), Ross (1977), dan Demsetz dan Lehn (1985), Jensen *et al.* (1992), Harris dan Raviv (1991), Grossman dan Hart (1980), Firth *et al.* (2002), Shleifer dan Vishny (1997), Suranta (2003) yang meneliti tentang kebijakan utang sebagai pengurang masalah agensi. Penelitian terdahulu yang mendokumentasikan hubungan antara kebijakan deviden sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik yaitu: Bhattacharya (1979); John dan Williams (1985); Miller dan Rock (1985); Stiglitz (1992); Rozeff (1982) dalam Arifin (2005), Borokhovich *et al.* (2005), Crutchley dan Hansen (1989). Penelitian tentang *corporate governance* dan *growth opportunity* dilakukan oleh Kaen (2003), Shaw (2003), Shleifer dan Vishny (1999), Hastuti (2005), Che Haat, *et al.* (2008), Hutchinson dan Gul (2004), Barako (2007), dan Kim dan Nofsinger (2007).

Kedua, menambahkan variabel moderasi yaitu *corporate governance*. Pada penelitian ini mencoba untuk melihat dampak dari variabel *corporate governance* sebagai moderating variabel dalam hubungan antara kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. Penulis melihat bahwa penerapan *good corporate governance* dalam suatu perusahaan akan mengurangi atau membatasi perilaku manajer melakukan hal-hal yang menyimpang (oportunistik) dan memanfaatkan *free cash flow* hanya untuk kepentingan pribadi atas biaya perusahaan. Sehingga penulis menduga bahwa variabel *corporate governance* dapat memperlemah hubungan antara kebijakan deviden dengan nilai perusahaan.

Dengan transparansi, *disclosure* dan aturan-aturan *corporate governance* membuat investor melihat bahwa manajer akan mempergunakan *free cash flow* untuk mendanai proyek-proyek yang menguntungkan perusahaan dan menaikkan nilai perusahaan sehingga kebijakan deviden dianggap tidak terlalu mempengaruhi harga saham/keputusan investor. Begitu juga variabel *corporate governance* memperlemah hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan. Dengan implementasi *corporate governance* yang baik, investor melihat bahwa penggunaan utang dapat dikurangi karena manajer akan mempergunakan *free cash flow* untuk mengalokasikannya pada proyek-proyek yang mempunyai nilai *Net Present Value* positif. Penggunaan utang yang semakin tinggi akan mendekatkan perusahaan pada kemungkinan terjadinya kebangkrutan.

Ketiga, menambahkan variabel moderasi yaitu *growth opportunity*. Umumnya literatur keuangan mengatakan bahwa peningkatan pemberian deviden akan mengurangi peluang manajer melakukan *perks* dan *perquisites* untuk kepentingan pribadi manajer, karena *free cash flow* akan terserap sebagai deviden. Pemberian deviden juga akan membatasi manajer untuk melakukan *underinvestment*. Sehingga investor melihat bahwa pemberian deviden sebagai sinyal bagus akan kondisi keuangan perusahaan, sehingga akan menaikkan harga saham dan akhirnya nilai perusahaan akan meningkat. Kesempatan pertumbuhan akan menjadi variabel yang memperlemah hubungan antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Peluang pertumbuhan yang tinggi seharusnya dimanfaatkan oleh manajer untuk melakukan investasi-investasi yang tersedia dan menguntungkan. Sehingga *free cash flow* yang ada akan dimanfaatkan untuk mendanai kesempatan investasi yang sedang bertumbuh, dan hal ini akan memperlemah hubungan antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Begitu pula hubungan antara utang dengan nilai perusahaan akan diperlemah oleh variabel kesempatan bertumbuh.

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu

NO	VARIABEL	PENELITI	TUJUAN PENELITIAN	HASIL PENELITIAN
1	<i>Growth Opportunity</i>	Easterbrook (1984)	Apakah kebijakan deviden merupakan metode untuk menyelaraskan kepentingan antara manajer dan <i>shareholder</i> dilihat dari <i>agency cost</i>	- Perusahaan dengan <i>growth opportunity</i> tinggi memberikan deviden yang lebih rendah/ tanpa pemberian deviden
		Goyal, <i>et al.</i> (2002)	Bagaimana level dan struktur <i>debt change</i> dari 61 perusahaan pertahanan Amerika pada saat terjadi perubahan <i>growth opportunity</i>	- <i>Growth opportunity</i> merupakan determinan dari kebijakan keuangan perusahaan. Peningkatan <i>growth opportunity</i> akan meningkatkan jumlah utang perusahaan
		Gaver dan Gaver (1993)	Menganalisa proporsi kompensasi eksekutif dari 321 perusahaan Fortune.	- Perusahaan dengan <i>growth opportunity</i> tinggi memberikan kompensasi yang lebih besar dan implikasinya akan mengurangi <i>agency conflict</i> asimetri informasi antara manajer dan <i>shareholder</i>
		Najjar dan Belkouni (2001)	Melihat hubungan antara <i>level of IOS</i> dan <i>manager's accounting choice</i> pada perusahaan multinasional	<i>Growth opportunity</i> mempunyai hubungan positif dengan reputasi, multinasional, profitabilitas dan size. Utang dan risiko sistematis mempunyai hubungan yang signifikan negatif dengan <i>growth opportunity</i>
2	Struktur Modal, Kebijakan Utang, Dividen	Harjito, <i>et al.</i> (2006)	Menginvestigasi hubungan substitusi antara kebijakan utang, kepemilikan <i>insider</i> dan <i>dividend policy</i> sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi	- Tidak terlihat hubungan substitusi antara kebijakan utang, kepemilikan <i>insider</i> dan <i>dividend policy</i>

Tabel 2.1 (sambungan)

NO	VARIABEL	PENELITI	TUJUAN PENELITIAN	HASIL PENELITIAN
		Mas'ud (2008)	Menganalisa faktor-faktor penentu struktur modal serta dampaknya terhadap nilai perusahaan.	Faktor <i>profitability</i> , <i>size</i> , <i>growth opportunity</i> , <i>asset structure</i> dan <i>cost of financial distress</i> mempengaruhi struktur modal. <i>Tax shield effect</i> tidak mempunyai pengaruh terhadap struktur modal. Faktor <i>profitability</i> , <i>asset structure</i> dan <i>cost of financial distress</i> dan <i>tax shield</i> mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan <i>growth opportunity</i> dan <i>size</i> tidak mempengaruhi nilai perusahaan.
		Gul (1999)	Melihat hubungan antara <i>growth opportunity</i> , <i>capital structure</i> dan <i>dividend policy</i> di Jepang	Terdapat hubungan yang signifikan negatif antara <i>growth opportunity</i> , level utang dan <i>dividend yield</i>
		Bhattacharyya (1979)	Menguji teori <i>signalling</i> dari kebijakan deviden perusahaan	Perusahaan dengan nilai tinggi memberikan deviden yang tinggi sebagai signal bahwa perusahaan profit
		Suharli (2006)	Menguji faktor-faktor <i>firm specific</i> terhadap kebijakan deviden perusahaan	Kebijakan deviden dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas yang dimiliki oleh perusahaan.
3	<i>Corporate Governance</i>	Brown dan Caylor (2004)	Menguji faktor-faktor yang paling berpengaruh dari <i>corporate governance</i> (dengan menggunakan Gov-Score) terhadap <i>firm performance</i>	Faktor yang signifikan mempengaruhi CG yaitu <i>option burn rate</i> , independen komite dan pertemuan komite. Yang tidak signifikan yaitu independen BOD, <i>stock reward</i> dan memprediksi audit komite

	Arifin (2005)	Apakah terdapat hubungan yang signifikan antara <i>corporate governance</i> dan variabel pengurang masalah agensi	Tidak ada variabel yang signifikan mempengaruhi.
--	---------------	---	--

Tabel 2.1 (sambungan)

NO	VARIABEL	PENELITI	TUJUAN PENELITIAN	HASIL PENELITIAN
		Baek, <i>et al.</i> (2004)	Menguji ukuran <i>corporate governance</i> yang mempengaruhi <i>firm value</i> selama masa krisis di Korea	Perubahan nilai perusahaan merupakan fungsi perbedaan kualitas <i>corporate governance</i> perusahaan. Perusahaan yang memiliki ekuitas <i>ownership</i> yang besar pada masa krisis hanya mengalami penurunan <i>firm value</i> yang kecil
4	<i>Agency Cost</i>	Nam, <i>et al.</i> (2001)	Menguji pengaruh segmentasi usaha terhadap masalah keagenan	Perusahaan dengan banyak segmentasi meningkatkan masalah keagenan. Perusahaan yang memberikan kompensasi ekuitas yang tinggi mempunyai nilai yang tinggi. <i>Agency cost</i> semakin tinggi pada perusahaan dengan <i>multi segment</i>
		Wahyuni (2011)	Menginvestigasi dominasi pemerintah yang berkurang akan meningkatkan <i>market competition</i> dan <i>organizational restructuring</i>	Dominasi pemerintah dan kompetisi pasar secara langsung mempengaruhi kinerja perusahaan negara yang diprivatisasi. Sedangkan tingkat kompetisi pasar secara negatif mempengaruhi kinerja perusahaan.

		Jensen dan Meckling (1976)	Mengintegrasikan elemen dari teori keagenan, teori <i>property rights</i> dan teori keuangan untuk mengembangkan teori struktur kepemilikan perusahaan	Dividen, struktur kepemilikan, struktur utang dapat digunakan untuk mengurangi <i>agency cost</i>
5	Kepemilikan	La Porta, <i>et al.</i> (2002)	Mengidentifikasi <i>ultimate controlling shareholders</i> dari perusahaan-perusahaan sampel dari 27 negara	<i>Stronger minority shareholders rights</i> mempunyai hubungan positif dengan <i>dividend payout</i>
		Arifin (2005)	Melihat pengaruh kepemilikan saham perusahaan keluarga terhadap <i>agency conflict</i>	Perusahaan dengan kepemilikan saham yang dikuasai oleh keluarga memiliki <i>agency conflict</i> yang rendah

Tabel 2.1 (sambungan)

NO	VARIABEL	PENELITI	TUJUAN PENELITIAN	HASIL PENELITIAN
		Siregar (2006)	Melihat pengaruh struktur kepemilikan saham perusahaan terhadap pengelolaan laba (<i>earnings management</i>)	Struktur kepemilikan mempengaruhi praktek <i>corporate governance</i> dan pengelolaan laba
		Bathala, <i>et al.</i> (1994)	Meneliti pengaruh <i>institutional ownership</i> terhadap <i>debt policy</i> dan <i>managerial ownership</i> perusahaan.	Penggunaan utang dan <i>managerial ownership</i> mempunyai hubungan negatif dengan <i>institutional investor</i> dalam perusahaan sehingga efektif dalam melakukan <i>monitoring</i> terhadap perilaku para manajer dalam perusahaan. Disamping itu, meningkatnya kepemilikan oleh <i>institutional investor</i> akan mengurangi <i>insiders ownership</i> dan menggantikan peranan utang dalam mengurangi <i>agency problem</i> , sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

	Demzets dan Villalonga (2001)	Melihat pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan	Tidak terdapat hubungan dari struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan

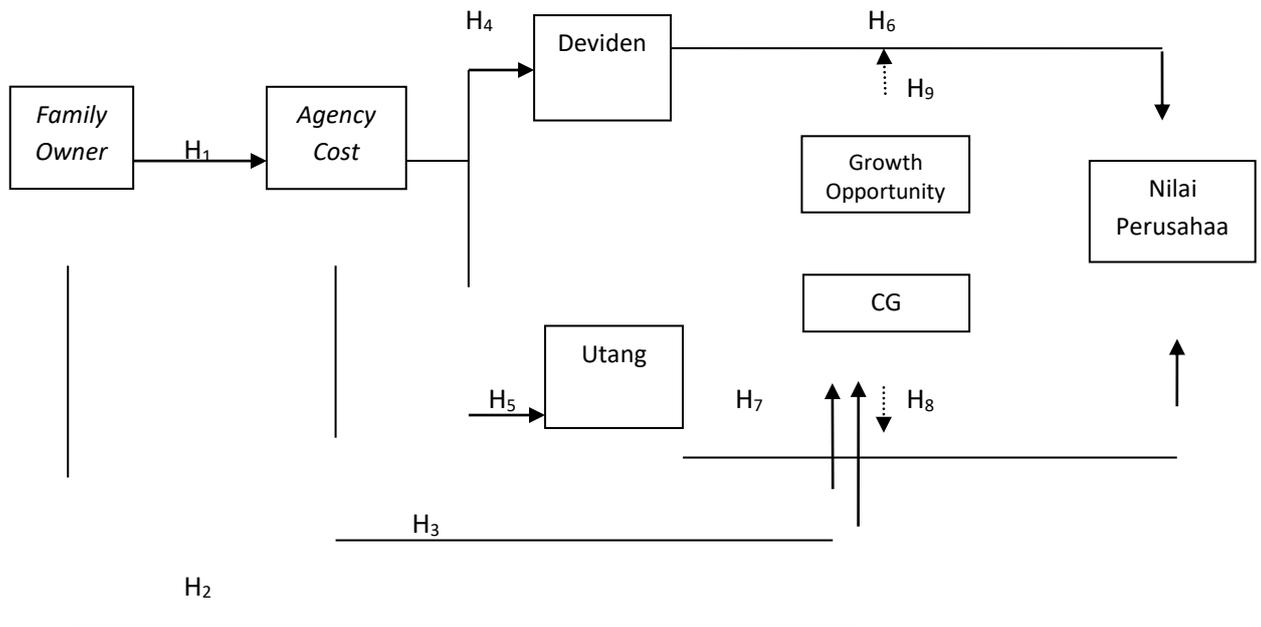
Sumber : Berbagai sumber

2.3 Rerangka Penelitian

Penelitian ini bertujuan menguji apakah konflik keagenan yang terjadi di dalam perusahaan dipengaruhi oleh struktur dari kepemilikan saham (kepemilikan keluarga). Seperti apakah konflik keagenan yang terjadi antara pemilik dan pemegang saham pada perusahaan yang kepemilikannya didominasi oleh keluarga. Konflik keagenan tentunya akan mempengaruhi kebijakan yang diambil oleh manajer sebagai agen. Manajer akan berusaha untuk memaksimalkan tujuan/utilitasnya dan hal ini dapat menyebabkan benturan kepentingan dengan pemegang saham. Di satu sisi, investor mengharapkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga saham, selalu meningkat. Nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan peluang-peluang investasi yang dapat dimanfaatkan oleh manajer dan didukung dengan pengelolaan manajemen yang transparan, akuntabel, fairness dan responsibel.

Seperti telah disebutkan di bagian terdahulu bahwa beberapa mekanisme pengawasan terhadap masalah keagenan dipercaya dapat meminimalisasi konflik keagenan dan sifat oportunistik dari agen sehingga tujuan akhir dari para investor/pemegang saham yaitu nilai perusahaan yang tinggi dapat tercapai. yaitu

Berdasarkan penjelasan di atas, maka kerangka teoritis yang diajukan dalam penelitian ini disajikan dalam gambar 2.1. Gambar 2.1. menunjukkan bahwa diduga kepemilikan keluarga dapat mempengaruhi konflik keagenan dalam perusahaan. Adanya konflik keagenan antara *shareholder* dan manajer akan mempengaruhi kebijakan utang maupun deviden yang akhirnya akan menentukan nilai perusahaan. Selain itu gambar 2.1. menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan perusahaan juga akan dimoderasi oleh implementasi *corporate governance* dan kesempatan pertumbuhan (*growth opportunity*).



Gambar 2.1. Rerangka Teoritis Penelitian

2.4 Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Konflik Keagenan

Semakin berkembang dan besarnya suatu perusahaan mau tidak mau akan menjadikan kepemilikan perusahaan yang semakin menyebar dan terjadinya diversifikasi penguasaan saham perusahaan yang mengakibatkan terpisahnya kepemilikan (*ownership*) dan pengelolaan perusahaan (manajemen). Pemisahan tersebut menimbulkan masalah karena terdapat dua kepentingan yaitu antara pemilik dan manajemen yang tidak selalu sejalan. Adanya perbedaan kepentingan dari masing-masing pihak menyebabkan timbulnya konflik diantara pihak-pihak tersebut. Masing-masing berusaha memperbesar keuntungan bagi diri sendiri. Prinsipal menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya atas investasi (dapat dicerminkan dari kenaikan porsi dividen dari tiap saham yang dimiliki), sedangkan agen mengharapkan mendapatkan kompensasi yang besar atas kinerjanya.

Menurut teori agensi, struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi masalah keagenan dalam suatu perusahaan. Masalah agensi yang mungkin muncul adalah antara pemilik dengan manajemen dan antara pemegang saham pengendali (mayoritas) dengan pemegang saham minoritas. Pada umumnya struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia mayoritas dikendalikan oleh keluarga (Arifin, 2003). Perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga cenderung memiliki

manajemen yang merupakan anggota dari keluarga, sehingga akan mengurangi adanya masalah agensi antara pemegang saham dengan manajemen, seperti yang biasa terjadi pada perusahaan dengan pemisahan antara manajemen dengan pemilik.

Menurut Demsetz dan Lehn (1985) perusahaan keluarga akan memiliki lebih sedikit masalah agensi antara pemilik dengan manajemen karena pemilik dapat memonitor manajer secara langsung. Selain itu, pengetahuan yang lebih baik mengenai kegiatan bisnis oleh pemilik yang merupakan keluarga akan membuat mereka lebih mudah mendeteksi adanya manipulasi dalam angka yang dilaporkan, sehingga mereka dapat terus memeriksa kegiatan yang terjadi (Anderson dan Reeb, 2003). Pemandangan umum yang terjadi dalam perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga adalah anggota keluarga menjadi pemegang saham pengendali dan manajemen adalah sekaligus pemilik atau orang yang masih memiliki hubungan keluarga.

Perusahaan yang sahamnya banyak dikuasai oleh keluarga menunjukkan kecenderungan untuk memiliki manajemen yang merupakan anggota dari keluarga, sehingga hal ini akan mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen, seperti yang biasa terjadi pada perusahaan yang terdapat pemisahan antara manajemen dengan pemilik. Oleh sebab itu, perusahaan yang dimiliki keluarga biasanya tidak memiliki masalah agensi yang biasa terjadi pada perusahaan dengan pemisahan manajemen dan pemilik, yaitu terjadinya ketidakselarasan tujuan dari manajemen dan pemilik. Struktur kepemilikan keluarga juga mempunyai kelebihan. Namun, kepemilikan oleh keluarga yang sekaligus menjadi manajemen dapat menimbulkan adanya masalah agensi yang lain, yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Gilson dan Gordon, 2003 dan Maury, 2006 dalam Hermawan, 2009). Perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga dan merupakan bagian grup usaha (konglomerasi) dapat mengandung masalah ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Pemilik perusahaan yang merupakan suatu grup usaha memiliki kekayaan yang tersebar di banyak perusahaan. Apabila kekayaan pemilik tersebut pada perusahaan publik hanya sedikit terdapat kemungkinan bahwa perusahaan publik tersebut hanya sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat luas untuk kepentingan kelompoknya (melakukan ekspropriasi).

Struktur kepemilikan keluarga yang menjadi pemegang saham pengendali dapat membantu *corporate governance* karena pemegang saham dapat mengawasi secara langsung tindakan manajemen dan keputusan-keputusan yang diambil oleh manajemen sesuai dengan keinginan pemegang saham. Di lain pihak, terdapat kemungkinan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas maka kepemilikan saham oleh keluarga yang merupakan bagian dari grup usaha dapat berpengaruh negatif terhadap *corporate governance*.

Berdasarkan argumen di atas dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga mempengaruhi konflik keagenan yang terjadi dalam suatu

perusahaan. Dengan demikian, dalam penelitian ini diduga bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah.

Hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Hipotesis 1: Perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah

Hipotesis di atas dibuat dengan juga mempertimbangkan faktor-faktor lain yang mempengaruhi konflik keagenan dalam suatu perusahaan. Faktor-faktor lain yang dipilih sebagai variabel kontrol dalam menguji pengaruh kepemilikan keluarga terhadap konflik keagenan yaitu ukuran perusahaan (*firm size*) dan *return on assets* (ROA).

Variabel kontrol pertama adalah ukuran perusahaan, dimana dalam penelitian ini menggunakan log natural *total assets*. Penulis menduga bahwa ukuran perusahaan dapat mempengaruhi konflik keagenan karena semakin besar aset semakin menyebar tingkat kepemilikan saham dalam perusahaan. Sehingga untuk mengontrol pengaruh ukuran perusahaan terhadap konflik agensi, maka penulis memasukkan variabel ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol pertama.

2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Keluarga, Konflik Keagenan terhadap *Corporate Governance*

Ide dasar pengelolaan *agency theory* memberikan cara pandang baru mengenai *corporate governance*. Perusahaan ditunjukkan sebagai suatu hubungan kerja sama antara prinsipal (pemegang saham atau pemilik perusahaan) dan agen (manajemen). Adanya *vested interest* manajemen mengakibatkan perlunya proses *check and balance* untuk mengurangi kemungkinan penyalahgunaan kekuasaan oleh manajemen. *Corporate governance* adalah semua upaya untuk mencari cara terbaik dalam menjalankan perusahaan, dimana kebijakan-kebijakan dan peraturan-peraturan yang ada dalam *corporate governance* dapat digunakan untuk mengontrol manajemen. Dengan melakukan pengawasan yang diarahkan pada perilaku manajer agar bisa dinilai apakah tindakannya bermanfaat bagi perusahaan (pemilik) atau bagi manajer sendiri.

Good governance memberikan jaminan bahwa investor akan memperoleh *returns* yang memadai atas dana yang ditanamkan ke perusahaan; bagi *authority bodies*, *good governance* akan meningkatkan efisiensi dan kredibilitas pasar modal sebagai salah satu alternatif investasi, sehingga secara umum penerapan *Good Corporate Governance* dipercaya dapat meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan (Siallagan, 2006). *Corporate governance* diharapkan akan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan (*agency cost*), untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan dan membuat para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, dan tidak akan berinvestasi ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan. *Corporate*

governance juga berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer and Vishny, 1999).

Struktur kepemilikan perusahaan juga dapat berpengaruh pada *corporate governance* (Hermawan, 2009). Masalah agensi yang mungkin timbul adalah antara pemilik dengan manajemen dan antara pemegang saham mayoritas (pengendali) dengan pemegang saham minoritas. Hampir sebagian besar perusahaan publik di Indonesia (mayoritas) dikendalikan oleh keluarga (Arifin, 2003). Temuan Siregar dan Utama (2008) membuktikan bahwa perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga tetapi bukan bagian dari grup usaha memiliki *corporate governance* yang lebih baik, sehingga dapat mengurangi masalah *opportunistic earnings management*.

Masalah agensi yang terjadi antara pemegang saham mayoritas (pengendali) dengan pemegang saham minoritas biasanya dikarenakan kepemilikan yang terkonsentrasi pada satu golongan (mayoritas) lebih banyak mengawasi dan memonitoring pelaksanaan manajemen perusahaan. Prinsipal akan mengontrol perilaku manajer agar *align* dengan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan akhirnya meningkatkan kekayaan pemegang saham (*shareholder's wealth*). Pemegang saham mayoritas juga dapat mengendalikan keputusan dalam perusahaan melalui manajemen yang dipilih oleh mereka, dan keputusan tersebut seringkali hanya berdasarkan kepentingan dari pemegang saham mayoritas saja dan bukan untuk kepentingan seluruh pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas (La Porta *et al.*, 1999).

Perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang tinggi cenderung kepemilikan sahamnya terkonsentrasi pada suatu golongan (*blocked*). Ali *et al.* (2007) mengatakan bahwa perusahaan keluarga yang terkonsentrasi memiliki *agency conflict* yang kecil, *discretionary* yang sedikit sehingga memiliki komponen laba yang dapat memprediksi arus laba lebih baik dan *earning response coefficient* yang lebih besar. Namun Kim dan Yi (2005) menemukan bahwa perusahaan keluarga memiliki tingkat *corporate governance* yang lebih buruk karena adanya *entrenchment agency problem*.

Isu *corporate governance* dilatarbelakangi oleh *agency theory* (teori keagenan) yang menyatakan bahwa permasalahan *agency* muncul ketika kepengurusan suatu perusahaan terpisah dari kepemilikannya. Dewan Komisaris dan Direksi yang berperan sebagai agen dalam suatu perusahaan diberi kewenangan untuk mengurus jalannya perusahaan dan mengambil keputusan atas nama pemilik. Anderson dan Reeb (2003) juga menemukan bahwa *Board of Directors* perusahaan keluarga cenderung lebih tidak independen dan didominasi oleh anggota keluarga. Hal ini terjadi karena tingkat kepemilikan saham menentukan kekuatan suara dalam Rapat Umum Pemegang saham (RUPS). Sehingga pada saat penyusunan Dewan Direksi, begitu pula Komite Audit, keluarga tersebut cenderung memilih dari anggota keluarga sendiri. Alhasil, proses

pengawasan dapat menjadi tidak efektif dan berpeluang melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Hal ini dapat melemahkan independensi dewan direksi maupun komite audit. Struktur kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat melemahkan independensi dewan. Hasil penelitian Faccio (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap independensi Komisaris. Kepemilikan manajerial yang tinggi mempunyai sifat yang mirip dengan kepemilikan keluarga yang tinggi, dimana keduanya memiliki insentif untuk melakukan ekspropriasi terhadap kepentingan kelompok pemegang saham yang lain.

Corporate governance merupakan salah satu perangkat yang dapat melindungi pemegang saham minoritas dari tindakan ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas. Oleh karena itu, perusahaan yang didominasi oleh kepemilikan keluarga seharusnya memiliki *corporate governance* yang lebih baik dibandingkan perusahaan lain.

Dari argumen tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga mempengaruhi kualitas *corporate governance* yang dipraktekkan dalam suatu perusahaan. Dengan demikian, dalam penelitian ini menduga bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki kualitas *corporate governance* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah.

Hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Hipotesis 2: Perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki kualitas *corporate governance* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah.

Hipotesis 3: Konflik keagenan berpengaruh positif terhadap kualitas *corporate governance*

2.4.3 Pengaruh *Agency Conflict* terhadap Kebijakan Deviden dan Utang

Masalah keagenan mempengaruhi kebijakan perusahaan yang menyangkut deviden dan utang. Konflik yang mungkin terjadi adalah antara pemegang saham dengan manajer dan antara pemegang saham dengan *debtholders*. Konflik keagenan yang timbul antara pemegang saham dengan manajer biasanya didasarkan adanya kecenderungan dari manajer untuk memaksimalkan utilitasnya dengan mengorbankan utilitas pemegang saham. Manajer akan mengejar keuntungan pribadi saja padahal hal ini bertentangan dengan tujuan yang diharapkan oleh pemegang saham yaitu nilai perusahaan yang meningkat (Jensen dan Meckling, 1976). Agen mempunyai kecenderungan untuk mendapatkan keuntungan pribadi yang sebesar-besarnya dengan menggunakan biaya yang dikeluarkan oleh pihak prinsipal. Perilaku tersebut dinamakan keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan menghindari atau tidak suka menanggung resiko (*risk averse*) (Bathala, *et al.*, 1994).

Keputusan tentang seberapa besar bagian dari keuntungan perusahaan yang akan disiapkan sebagai deviden tentunya akan dipengaruhi oleh sifat oportunistik manajer atau cerminan tidak tercapainya kontrak yang optimal (*agency conflict*). Manajer sebagai agen mempunyai kepentingan yang bertujuan memaksimalkan utilitasnya sehingga berpotensi berpeluang untuk berperilaku oportunis dengan menggunakan *free cash flow* demi kepentingan pribadi. *Free cash flow* akan digunakan untuk memperkaya diri manajer melalui *perks* dan *perquisites*. Seorang manajer yang hanya menomersatkan kepentingan pribadi akan menetapkan kebijakan deviden yang dapat merugikan utilitas pemegang saham (prinsipal).

Masalah keagenan yang timbul antara pemegang saham dengan pemegang utang disebabkan oleh perbedaan sikap prinsipal dan agen terhadap resiko bisnis (Jensen dalam Harjito, 2005). Pemegang saham lebih peduli terhadap resiko sistematis yang dapat diminimumkan dengan melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, sedangkan manajer lebih peduli dengan resiko keseluruhan yang dihadapi oleh perusahaan. Tambahan utang akan meningkatkan probabilitas perusahaan mengalami kebangkrutan. Hal ini terkait dengan reputasi manajer, dimana reputasi akan menurun apabila perusahaan mengalami kebangkrutan.

Pihak pemberi dana (kreditur) berkepentingan untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen dalam rangka meminimumkan risiko kreditnya. Salah satu tindakan yang dilakukan oleh kreditur untuk mengurangi risiko pinjaman yang diberikan kepada debitur adalah dengan menetapkan *debt covenant*. Hal ini bertujuan untuk membatasi tindakan manajemen yang dapat merugikan kreditur. Pelanggaran terhadap *debt covenant* akan berakibat negatif bagi perusahaan, salah satu contoh yaitu kenaikan tingkat bunga pinjaman yang ditetapkan oleh kreditur, waktu pelunasan utang yang lebih cepat dan pembatasan tambahan pada kegiatan perusahaan (Beneish dan Press, 1993 dalam Hermawan, 2009).

Dari penjelasan tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa masalah keagenan mempengaruhi kebijakan deviden dan utang perusahaan. Dalam penelitian ini diduga bahwa konflik keagenan berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan deviden dan utang perusahaan.

Hipotesis 4: Konflik keagenan berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden perusahaan.

Hipotesis 5: Konflik keagenan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan.

2.4.4 Pengaruh Kebijakan Deviden dan Utang Terhadap Nilai Perusahaan

Utang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Modigliani dan Miller (1976) mengatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal, semakin tinggi proporsi utang maka semakin tinggi harga saham. Harga saham yang semakin tinggi berarti semakin tinggi pula nilai

perusahaan. Keinginan investor sebagai pemilik perusahaan adalah perusahaan yang mempunyai nilai yang tinggi, yang menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Oleh karena itu sesuai dengan preposisi Modigliani dan Miller (1976), para pemilik perusahaan lebih suka apabila perusahaan menciptakan utang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan.

Crutchley dan Hansen (1989) mengatakan bahwa penggunaan utang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan utang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Pada perusahaan yang menggunakan pendanaan dengan utang, maka manajemen memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Jensen (1986) melihat masalah keagenan dari "*free cash flow*", yaitu ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer untuk kegiatan "konsumtif" adalah kelebihan dana yang ada diperusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif dilaksanakan. Mekanisme *bonding* dengan meningkatkan utang dapat mengurangi jumlah *free cash flow* dimana dana tersebut dialihkan untuk membayar bunga utang dan pokok utang. Selain itu juga dengan peningkatan utang maka kebutuhan akan pendanaan perusahaan tidak perlu dengan tambahan saham (*outside equity*). Tambahan dana dari *outside investor* akan menambah jumlah pihak yang mengawasi pelaksanaan manajerial oleh manajemen sehingga hal ini akan membatasi tindakan menyimpang yang akan dilakukan oleh pihak manajemen. Pihak manajemen akan lebih berusaha untuk memaksimalkan utilitas pemegang saham dan akhirnya diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Mekanisme pengendalian dengan keberadaan kreditur dalam struktur modal perusahaan tentunya dapat meningkatkan pengawasan dan membatasi ruang gerak manajemen. Grossman dan Hart (1980) menyatakan keberadaan utang akan memaksa manajemen untuk mengkonsumsi lebih sedikit *prequisities*. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang. Selain itu, manajemen akan lebih efisien karena ada kemungkinan kebangkrutan serta kehilangan kendali dan reputasi (Firth *et al.*, 2002).

Pihak kreditur, terutama Bank, memiliki keunggulan komparatif dalam memonitor perusahaan, yaitu biaya delegasi yang rendah, skala ekonomis dalam monitoring, dan kemampuan mengakses informasi dari dalam perusahaan. Diamond (1994) dan Fama (1985) dalam Hermawan

(2009) menunjukkan keunggulan Bank dalam biaya delegasi dan keunggulan informasional.

Jensen (1986) berpendapat bahwa kebijakan utang perusahaan merupakan mekanisme pengendalian internal yang dapat menekan konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham, terutama biaya keagenan dari *free cash flow*. Shleifer dan Vishny (1997) mengatakan kontrak utang menyebabkan beberapa bentuk pengendalian atas arus kas berpindah dari debitur kepada kreditur, dan keleluasaan manajemen untuk melakukan diskresi atas sumber daya menurun. Beberapa penelitian juga menunjukkan bahwa menaikkan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Harris dan Raviv (1991) merangkum bahwa terdapat hubungan positif antara jumlah utang dengan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa deviden dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi antara manajer dan pemegang saham. Pembayaran deviden dapat mengurangi *discretionary funds* yang tersedia bagi manajer, yang dapat digunakan untuk pengeluaran *perquisite*, sehingga membantu mengatasi konflik antara manajer dan pemegang saham tersebut. Masalah keagenan antara prinsipal dan agen juga timbul pada saat hubungan antara prinsipal dan agen terjadi *assymetry information*.

Ketika perusahaan berada dalam kondisi *free cash flow* yang berlebih memicu manajer untuk melakukan perilaku yang menyimpang. *Free cash flow* dapat dikurangi dengan meningkatkan deviden tunai. Dalam teori agensi, jika laba tidak dibagikan kepada pemegang saham, maka laba tersebut akan dialokasikan pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan sehingga hanya menguntungkan manajemen perusahaan atau bisa jadi digunakan untuk kepentingan pribadi manajemen. Rozeff (1982) dalam Arifin (2005) menyarankan peningkatan pemberian deviden untuk mengurangi biaya agensi. Dengan peningkatan pemberian deviden diprediksikan akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mendapatkan dana dari luar dan perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru.

Pembayaran deviden juga mempunyai pengaruh terhadap peningkatan pengawasan dari luar sehingga mempengaruhi perilaku manajer yang ingin mempertahankan kedudukannya dengan berusaha bekerja lebih baik lagi. Kebijakan tersebut menyebabkan meningkatnya modal dari luar (Myers dan Majluf, 1994 dalam Harjito 2006). Borokhovich *et al.* (2005) juga mengatakan bahwa deviden bertindak sebagai mekanisme untuk mengurangi masalah agensi. Menurut Crutchley dan Hansen

(1989), peningkatan deviden diharapkan dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan karena deviden yang besar menjadikan rasio laba ditahan kecil sehingga perusahaan membutuhkan tambahan dana dari sumber eksternal, seperti menerbitkan saham baru. Penerbitan saham baru akan menyebabkan kinerja dimonitor oleh bursa dan investor baru. Adanya pengawasan tersebut akan menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya yang berkaitan dengan emisi saham baru (*floating cost*).

Berdasarkan argumen yang disampaikan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa kebijakan deviden dan utang perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan, baik yang menaikkan nilai perusahaan maupun menurunkan nilai perusahaan. Dengan demikian, dalam penelitian ini diduga bahwa kebijakan deviden dan utang perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan secara positif.

Hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Hipotesis 6: Kebijakan deviden perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 7: Kebijakan utang perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan.

2.4.5 Corporate Governance dan Growth Opportunity Memoderasi Hubungan Kebijakan Deviden dan Utang Terhadap Nilai Perusahaan

Good Corporate Governance memberikan jaminan bahwa investor akan memperoleh *returns* yang memadai atas dana yang ditanamkan ke perusahaan; bagi *authority bodies, good governance* akan meningkatkan efisiensi dan kredibilitas pasar modal sebagai salah satu alternatif investasi, sehingga secara umum penerapan *Good Corporate Governance* dipercaya dapat meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan (Siallagan, 2006). *Corporate governance* diharapkan akan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan (*agency cost*), untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan dan membuat para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, dan tidak akan berinvestasi ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan. *Corporate governance* juga berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer and Vishny, 1999).

Diterapkannya *Good Corporate Governance* dalam suatu perusahaan akan berdampak terhadap pengambilan keputusan atas kebijakan-kebijakan perusahaan seperti utang, deviden, kompensasi dan lainnya. Pihak manajer (agen) akan berusaha untuk *align* dengan tujuan prinsipal yaitu kemakmuran pemegang saham. Dalam menetapkan kebijakan deviden dan utang, mau tidak mau harus diakui juga akan muncul konflik keagenan. Perilaku oportunistik dari agen berpotensi untuk mengarahkan kebijakan yang hanya menguntungkan bagi diri pribadi. Namun hal

tersebut dapat diminimalisasi apabila perusahaan menerapkan *Good Corporate Governance*. Dengan mengurangi peluang bagi manajer untuk berperilaku menyimpang dan memperkaya diri sendiri diharapkan nilai perusahaan akan meningkat, yaitu ditandai dengan meningkatnya harga saham dan kemakmuran para pemegang saham.

Corporate governance merupakan suatu set mekanisme yang dapat melindungi investor luar (*outside investor*, dalam hal ini adalah investor minoritas) terhadap kemungkinan ekspropriasi dari pihak *insider* (manajemen dan pemegang saham mayoritas). Ekspropriasi sangat merugikan *stakeholder* perusahaan, baik investor, kreditor, karyawan, maupun lingkungan perusahaan. Terkadang pihak pemegang saham mayoritas menggunakan celah hukum yang belum secara eksplisit diatur dalam melakukan ekspropriasi tersebut. Diharapkan dengan implemmentasi *Good Corporate Governance* pada perusahaan yang dimiliki atau dikendalikan oleh keluarga, masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas dapat dihilangkan. Sehingga *outside investor* (pemegang saham individual) di pasar modal akan mendapatkan jaminan bahwa hak-hak sebagai investor dipenuhi oleh perusahaan dan hal ini akan meningkatkan harga saham dipasaran. Harga saham yang meningkat merupakan tujuan bagi para investor dalam membeli saham atau menanamkan modal dalam suatu perusahaan. Harga saham meningkat sejalan dengan meningkatnya nilai perusahaan.

Menurut Fama (1978) nilai suatu perusahaan semata-mata dipengaruhi oleh peluang investasi, oleh karena itu investasi merupakan suatu keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Myers (1977) mengkaitkan peluang investasi dengan pencapaian tujuan perusahaan (Adam dan Goyal, 2003) dan pertama kali memperkenalkan IOS. IOS memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *Investment Opportunity Set (IOS)*. Peluang investasi memberikan petunjuk yang lebih luas bahwa nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. *Investment Opportunity Set (IOS)* merupakan suatu kombinasi *asset in place* dan pilihan investasi masa depan (Myers, 1977). Keputusan investasi sangat penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan.

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah, sehingga akan berdampak positif pada harga saham. Hal ini sebagaimana yang dikemukakan Modigliani dan Miller (1961) bahwa perubahan harga saham lebih ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan *earning* dan kesempatan investasi yang tinggi. Sementara itu Myers (1977) mendeskripsikan bahwa nilai pasar perusahaan saat ini merupakan kombinasi dari aset yang ada saat ini ditambah dengan kesempatan tumbuh di masa yang akan datang. Kaestner dan Liu (1998) menemukan bahwa set kesempatan investasi yang ada bagi perusahaan merupakan faktor utama yang menentukan pergerakan harga saham. Penelitian lain dilakukan oleh Chen *et al.* (2000) menunjukkan bahwa perusahaan dengan

set kesempatan investasi yang tinggi memiliki respon positif yang signifikan terhadap harga saham, sedangkan perusahaan dengan set kesempatan investasi yang rendah memiliki respon negatif terhadap harga saham.

Kesempatan bertumbuh berperan dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan, seperti kebijakan utang, deviden, dan lain-lain. Perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan akan memerlukan tambahan modal untuk membiayai pertumbuhannya. Manajemen perusahaan akan mengambil keputusan-keputusan yang dapat mendukung terciptanya tingkat pertumbuhan yang baik bagi perusahaan. Dalam hal ini, keputusan yang akan mereka pertimbangkan adalah keputusan mengenai sumber modal yang akan mereka pergunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Salah satu modal yang dapat mereka pergunakan adalah utang. Pada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih lambat. Hal ini disebabkan karena mereka membutuhkan tambahan modal yang dapat mereka pergunakan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Sehingga semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka tingkat utangnya juga akan semakin tinggi. Secara teoritis dikatakan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang (Brigham, 2001). Namun terdapat juga beberapa penelitian yang menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang (Kaaro, 2007). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah mempunyai tingkat utang yang lebih tinggi, hal ini dilakukan untuk mencegah manajemen menginvestasikan *free cash flow* pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan.

Begitu pula dengan kebijakan deviden, investor akan lebih mendukung perusahaan untuk melakukan investasi ketika peluang pertumbuhan tinggi. Kesempatan investasi yang tinggi diharapkan dapat menciptakan banyak proyek yang memiliki *Net Present Value* positif yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen. Sehingga akan menaikkan harga saham dan akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan di mata investor.

Berdasarkan argumen yang disampaikan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa *corporate governance* dan *growth opportunity* mempunyai peran dalam mempengaruhi hubungan antara kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. *Corporate governance* yang baik akan memperkuat hubungan kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. Sedangkan *growth opportunity* memperlemah hubungan kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Hipotesis 8: Kualitas *corporate governance* memperkuat hubungan positif antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 9: Kualitas *corporate governance* memperkuat hubungan positif antara kebijakan utang terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 10: *Growth opportunities* memperlemah hubungan positif antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 11: *Growth opportunities* memperlemah hubungan positif antara kebijakan utang terhadap nilai perusahaan.

BAB 3 METODE PENELITIAN

3.1 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini merupakan pengujian hipotesis (*hypothesis testing study*) yang menjelaskan sifat hubungan-hubungan tertentu atau menetapkan perbedaan-perbedaan antara dua faktor (kelompok) independen atau lebih dalam sebuah situasi (Sekaran, 2006). Penelitian ini mencoba untuk menggali secara lebih mendalam tentang bagaimana permasalahan keagenan yang dipicu oleh perbedaan kepentingan antara pemilik dengan agen akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini akan menguji pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap konflik keagenan dan bagaimana dampaknya terhadap kebijakan yang diambil perusahaan terutama kebijakan deviden dan utang. Penelitian ini akan melihat bagaimana dampak dari kebijakan tersebut terhadap nilai perusahaan. Selain itu, penelitian ini akan menguji peran moderasi dari *corporate governance* dan kesempatan pertumbuhan dalam melihat pengaruh kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan.

3.2 Data dan Sampel

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data yang telah dikumpulkan oleh lembaga pengumpul data dan dipublikasikan kepada masyarakat pengguna data. Periode pengamatan adalah selama 5 tahun, yaitu tahun 2005, 2007, 2008, 2009 dan 2010. Data dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Data laporan keuangan tahunan dan laporan tahunan perusahaan (*annual report*) dari perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia dari periode 2005 sampai dengan

tahun 2010 diperoleh dari situs www.idx.co.id. Selain itu data-data keuangan diperoleh dari ICMD dan sumber informasi lainnya.

2. Data index *corporate governance* diperoleh dari publikasi IICD. Data yang tersedia di IICD untuk tahun 2005, 2007, 2008 dan 2010 (perusahaan dalam LQ-45). Dari 149 perusahaan yang diobservasi, tidak seluruh perusahaan mempunyai data Indeks CG.

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Ruang lingkup penelitian ini hanya menguji satu jenis industri saja dengan pertimbangan agar perusahaan diteliti mempunyai karakteristik yang sama, seperti utang dan selain itu perusahaan manufaktur bukan termasuk industri yang *highly regulated* oleh pemerintah.

Teknik pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*, yaitu sampel yang ditarik dengan menggunakan beberapa pertimbangan. Kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan
2. Perusahaan yang mempublikasikan dan memiliki kelengkapan data laporan keuangan dan *annual report* selama periode pengamatan
3. Laporan keuangan yang dilaporkan menggunakan mata uang rupiah
4. Perusahaan memiliki data Indeks CG selama periode pengamatan.
5. Perusahaan tidak memiliki DER dan PBV negatif selama periode pengamatan.

3.3 Pengembangan Model Penelitian

Berdasarkan kerangka penelitian yang terdapat pada gambar 3.1., terdapat lima hubungan utama yang akan diuji dalam penelitian ini. Hubungan pertama adalah pengaruh kepemilikan keluarga terhadap *agency conflict*. Hubungan kedua adalah pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kualitas penerapan *corporate governance*. Hubungan ketiga adalah pengaruh konflik keagenan terhadap kebijakan deviden dan utang perusahaan. Hubungan keempat adalah pengaruh kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. Terakhir penulis menambahkan variabel moderasi *growth opportunity* dan *corporate governance* untuk melihat pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap hubungan antara

kebijakan deviden dan utang terhadap nilai perusahaan. Model-model tersebut digunakan untuk melakukan analisis regresi terhadap hipotesis yang telah dikembangkan pada bab sebelumnya.

3.3.1 Model 1: Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap *Agency Conflict*

Model 1 digunakan untuk menguji hipotesis pertama, yaitu bertujuan untuk melihat hubungan kepemilikan keluarga/*family ownership* (FO) terhadap *agency conflict* (AC). Model ini digunakan untuk menguji pengaruh konflik keagenan terhadap perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah. Dengan menggunakan dua indikator/pengukuran dari variabel AC yang digunakan dalam penelitian Ang *et al.* (2000).

Dalam model 1, peneliti memasukkan *firm size* (SIZE) sebagai variabel kontrol sebagaimana yang digunakan dalam penelitian Wahyuni (2011), Anderson *et al.* (2003) dan Adam & Goyal (2005). Umur perusahaan dimasukkan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini (Anderson *et al.*, 2003). Ukuran dan umur perusahaan mempengaruhi beberapa karakteristik perusahaan.

$$AC = \alpha + \beta_1 FO_i + \beta_3 LNSIZE_i + \beta_4 AGE_i + \varepsilon_i \dots\dots\dots (1)$$

Dimana :

AC : *Agency Conflict* perusahaan yang diukur dengan dua pengukuran yaitu (1) rasio *total operating expenses* terhadap *annual sales* dan (2) rasio *annual sales* terhadap *total asset*.

FO : *Dummy* kepemilikan keluarga, 1 untuk kepemilikan keluarga > 50% dan 0 untuk lainnya perusahaan

LNSIZE : Ukuran perusahaan

AGE : Umur perusahaan perusahaan

3.3.2 Model 2: Pengaruh Kepemilikan Keluarga dan *Agency Conflict* terhadap *Corporate Governance*

Model 2 digunakan untuk menjawab hipotesis 2 dan hipotesis 3, yaitu apakah perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki kualitas *corporate governance* yang rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarganya rendah dan apakah konflik keagenan berpengaruh

terhadap kualitas *corporate governance*. Penelitian terdahulu (Hermalin & Weisbach, 2001; Bushman *et al.*, 2004) menemukan bahwa *corporate governance* dan *managerial ownership* mempengaruhi kinerja perusahaan. ROA dimasukkan sebagai variabel kontrol berdasarkan dalam penelitian ini karena kinerja perusahaan terbukti mempengaruhi nilai perusahaan. ROA akan mengontrol efek dari perusahaan yang mengalami kinerja kurang baik.

$$CG = \alpha + \beta_1 FO_i + \beta_2 AC_i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 LNSIZE_i + \beta_5 AGE_i + \varepsilon_i \dots (2)$$

Dimana :

CG : *Corporate Governance Index* perusahaan

FO : *Dummy* kepemilikan keluarga, angka 1 untuk kepemilikan keluarga > 50% dan 0 untuk lainnya perusahaan

AC : *Agency Conflict* perusahaan yang diukur dengan dua pengukuran yaitu (1) rasio *total operating expenses* terhadap *annual sales* dan (2) rasio *annual sales* terhadap *total asset*.

ROA : *Return On Assets* perusahaan

LNSIZE : Ukuran perusahaan

AGE : Umur perusahaan

3.3.3 Model 3: Pengaruh Konflik Keagenan terhadap Kebijakan Dividen

Model 3 dimaksudkan untuk menjawab hipotesis 4, yaitu apakah konflik keagenan berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

$$DPR = \alpha + \beta_1 AC_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 LNSIZE_i + \beta_4 AGE_i + \varepsilon_i \dots (3)$$

Keterangan :

DPR : Kebijakan Dividen perusahaan

AC : *Agency Conflict* perusahaan yang diukur dengan dua pengukuran yaitu (1) rasio *total operating expenses* terhadap *annual sales* dan (2) rasio *annual sales* terhadap *total asset*.

ROA : *Return On Assets* perusahaan

LNSIZE : Ukuran perusahaan

AGE : Umur perusahaan

3.3.4 Model 4: Pengaruh Tingkat Konflik Keagenan terhadap Kebijakan Utang

Model 4 dimaksudkan untuk menjawab hipotesis 5, yaitu apakah konflik keagenan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

$$DER = \alpha + \beta_1 AC_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 LNSIZE_i + \beta_4 AGE_i + \varepsilon_i \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan :

DER : Kebijakan utang perusahaan

AC : *Agency Conflict* perusahaan yang diukur dengan dua pengukuran yaitu (1) rasio *total operating expenses* terhadap *annual sales* dan (2) rasio *annual sales* terhadap *total asset*.

ROA : *Return On Assets* perusahaan

LNSIZE : Ukuran perusahaan

AGE : Umur perusahaan

3.3.5 Model 5: Pengaruh Kebijakan Deviden dan Utang terhadap Nilai Perusahaan serta *Corporate Governance* dan *Opportunity Growth* sebagai Variabel Moderasi

Model 5 digunakan untuk menjawab hipotesis 6: apakah kebijakan deviden perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, hipotesis 7: apakah kebijakan utang perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, hipotesis 8: apakah kualitas *corporate governance* memperkuat hubungan positif antara kebijakan deviden dan nilai perusahaan, hipotesis 9: apakah kualitas *corporate governance* memperkuat hubungan positif antara kebijakan utang dan nilai perusahaan, hipotesis 10: apakah *growth opportunity* memperlemah hubungan positif kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan dan hipotesis 11: apakah *growth opportunity* memperlemah hubungan positif kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

$$\begin{aligned}
PBV = & \alpha + \beta_1 DER_i + \beta_2 DPR_i + \beta_3 CG_i + \beta_4 GRW_i + \beta_5 DER*GRW + \beta_6 \\
& DPR*GRW + \beta_7 DER*CG + \beta_8 DPR*CG + \beta_9 ROA_i + \beta_{10} LNSIZE_i \\
& + \beta_{11} AGE_i + \varepsilon_i \dots\dots\dots (5)
\end{aligned}$$

Keterangan :

- PBV : *Value of the firm* atau nilai perusahaan perusahaan
- DER : Kebijakan Utang perusahaan
- DPR : Kebijakan Dividen perusahaan
- CG : *Corporate governance index* perusahaan
- GRW : *Growth opportunity* perusahaan
- DER*GRW : Variabel interaksi DER dan GRW
- DPR*GRW : Variabel interaksi DPR dan GRW
- DER*CG : Variabel interaksi DER dan CG
- DPR*CG : Variabel interaksi DPR dan CG
- ROA : *Return On Assets* perusahaan
- LNSIZE : Ukuran perusahaan
- AGE : Umur perusahaan

3.4 Operasionalisasi Variabel Penelitian

3.4.1 Kepemilikan Keluarga

Struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi masalah keagenan dalam suatu perusahaan, dan masalah agensi yang mungkin muncul adalah antara pemilik dengan manajemen dan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia mayoritas dikendalikan oleh keluarga (Arifin, 2003). Perusahaan keluarga memiliki lebih sedikit masalah agensi antara pemilik dengan manajemen karena pemilik dapat memonitor manajer secara langsung.

Pengukuran kepemilikan keluarga dalam penelitian ini mengikuti Arifin (2003), yaitu struktur kepemilikan digolongkan menjadi perusahaan keluarga dan perusahaan non-keluarga. Dimana keluarga didefinisikan sebagai semua individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat (kepemilikan > 5% wajib dicatat), yang bukan perusahaan publik, negara, institusi keuangan, dan publik (individu yang kepemilikannya tidak wajib dicatat). Kemudian, jika proporsi kepemilikan keluarga > 50% maka perusahaan

tersebut akan dikategorikan sebagai perusahaan keluarga, dan sebaliknya jika proporsi kepemilikan keluarga <50% maka akan dikategorikan sebagai perusahaan non-keluarga. Dengan menggunakan dummy variabel, perusahaan keluarga diberi angka satu (1) dan perusahaan non-keluarga diberi angka nol (0).

3.4.2 Agency Conflict

Dalam teori keagenan, *agency conflict* timbul ketika tujuan manager tidak sejalan dengan keinginan pemegang saham. Keputusan yang diambil oleh manajer biasanya bertujuan untuk meningkatkan kepuasannya dan bisa jadi tidak selaras dengan strategi yang disyaratkan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Berle dan Means, 1932). Penelitian ini menggunakan dua pendekatan dalam mengukur *agency conflict* (Ang *et al.*, 2009) yaitu :

- (1) Rasio *total operating expenses* dengan *annual sales* :

$$Agency\ Cost_1 = \frac{total\ operating\ expenses}{annual\ sales}$$

- (2) Rasio *annual sales* dengan *total asset*.

$$Agency\ Cost_2 = \frac{annual\ sales}{total\ assets}$$

Pendekatan pertama ditujukan untuk mencerminkan *excessive expensive* yang mungkin disebabkan oleh konsumsi perks. Sedangkan pendekatan kedua untuk mewakili *agency cost* dari sudut *loss in revenues* akibat inefisiensi penggunaan asset (seperti *negative net-present-value assets* atau manajemen *shirking*).

3.4.3 Corporate Governance

Corporate governance atau tata kelola perusahaan adalah seperangkat aturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain suatu

sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan (FCGI, 2002). Pengukuran *corporate governance* dalam penelitian ini menggunakan *Corporate Governance Index* (CGI) yang dikeluarkan oleh IICD. Indeks *corporate governance* menggunakan indeks hasil survei oleh Indonesian Institute for Corporate Directorship (IICD). Survei yang dilakukan oleh IICD menyangkut 5 hal, yaitu: 1) hak-hak pemegang saham diberi bobot 20%, 2) perlakuan yang sama bagi pemegang saham diberi bobot 15%, 3) peran pemangku kepentingan diberi bobot 15%, 4) pengungkapan dan transparansi diberi bobot 25%, dan 5) peran dan tanggung jawab Komisaris diberi bobot 25%.

3.4.4 Kebijakan Deviden

Literatur keuangan umumnya menjelaskan alasan perusahaan memberikan deviden yaitu: sebagai *signal*, penghematan pajak, mengurangi *agency cost*, *bird in hand signal*. Easterbrook (1984) menyampaikan bahwa deviden merupakan alat bagi perusahaan agar dapat terus berhubungan dan memperoleh dana dari pasar modal dan merupakan alat *monitoring* dengan biaya yang lebih rendah karena monitoring dari investor, bank dan pihak *external* lainnya. Ukuran deviden menggunakan *dividend pay out ratio* (DPR), yaitu rasio antara deviden terhadap *net income*.

$$DPR = \frac{\text{Dividen}}{\text{Net Income}}$$

3.4.5 Kebijakan Utang

Leverage ratio adalah seberapa besar perusahaan didanai dengan menggunakan *debt financing*. Beberapa faktor yang mempengaruhi penggunaan utang adalah 1) *tax deductible*, yaitu penggunaan utang mampu mengurangi jumlah pajak, kedua, 2) dengan penggunaan utang perusahaan akan memiliki *excess return* karena tingkat bunga yang ditawarkan oleh kreditor tetap (*fixed*), dan 3) penggunaan utang dapat

mencegah *earning dilution*. Penggunaan utang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan.

Pengukuran utang dalam penelitian ini menggunakan: *Debt to Equity Ratio* (DER).

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3.4.6 Growth Opportunity

Growth opportunity pada dasarnya mencerminkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor). Mengutip Huang (2005), penelitian ini menggunakan indikator untuk variabel kesempatan bertumbuh (*GRW*) berupa *Asset Growth*; menggambarkan kenaikan (pertumbuhan) aktiva setiap tahun.

$$GRW = \frac{\text{Total asset tahun } t - \text{Total asset tahun } t-1}{\text{Total asset tahun } t}$$

3.4.7 Value of The Firm

Nilai Perusahaan (PBV) menggunakan indikator *Price to book value*. PBV adalah perbandingan antara *market value of equity* (MVE) dengan *book value of equity* (BVE).

$$PBV = \frac{MVE}{BVE}$$

Dimana :

PBV = Nilai perusahaan

MVE = Nilai pasar dari ekuitas (*Market Value of Equity*)

BVE = Nilai buku dari ekuitas (*Book Value of Equity*)

Market Value of Equity (MVE) adalah hasil perkalian dari harga saham penutupan akhir tahun dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun. *Book Value Equity* (BVE) diperoleh dari selisih *total asset* perusahaan dengan total kewajiban.

Dalam menguji hipotesis dalam penelitian ini akan dikembangkan beberapa model penelitian dengan memasukkan beberapa tambahan variabel (kontrol), yaitu: *firm size*, *firm age*, dan ROI.

3.4.8 Firm Size

Ukuran perusahaan (*firm size*) diukur dengan menggunakan nilai logaritma dari *total asset*.

3.4.9 Firm Age

Umur perusahaan merupakan penjumlahan tahun dari perusahaan berdiri sampai dengan tahun pengamatan.

3.4.10 Kinerja (*Performance*)

Kinerja perusahaan dalam penelitian ini menggunakan ROA yang diukur dari rasio Earning After Tax (EAT) terhadap total aset (ICMD).

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$$

Tabel 3.2. di bawah merupakan rangkuman dari instrumen penelitian yang digunakan dalam penelitian ini. Tabel berisi variabel penelitian, jenis dan sumber data serta pengukuran setiap variabelnya.

3.5 Teknik Pengumpulan Data

Beberapa teknik pengumpulan data yang digunakan untuk penelitian ini adalah:

- a. Dokumentasi penelitian yang dilakukan dengan cara mengumpulkan literatur yang ada hubungannya dengan pembuatan thesis dengan tujuan untuk mendapatkan landasan teori dan teknik analisa dalam memecahkan masalah.
- b. Pengumpulan data laporan keuangan dan *annual report* perusahaan *go public* yang telah dipublikasikan.

Tabel 3.1 Variabel Penelitian dan Pengukuran

No	Variabel Penelitian	Jenis dan sumber Data	Pengukuran
----	---------------------	-----------------------	------------

1.	- Kepemilikan keluarga	Data sekunder	<i>dummy</i> variabel, perusahaan keluarga diberi label satu (1) dan perusahaan non-keluarga diberi label nol (0).
	- <i>Agency Cost</i>	Data sekunder	(1) <i>total operating expense</i> dibagi <i>annual sales</i> (2) <i>annual sales</i> dibagi <i>total assets</i>
	- Kebijakan Utang	Data sekunder	DER = total utang dibagi total ekuitas
	- Kebijakan Deviden	Data sekunder	<i>Dividend pay out ratio</i> = deviden dibagi <i>net income</i>
2.	Variabel Dependen - Nilai Perusahaan	Data sekunder	$PBV = \frac{MVE}{BVE}$
3.	Variabel Moderasi - <i>Growth Opportunity</i>	Data sekunder	$Assets\ growth = \frac{Total\ Asset\ tahun\ t - Total\ Asset\ tahun\ t_{-1}}{Total\ Asset\ tahun\ t}$
	- <i>Corporate Governance</i>	Data sekunder	CG Index dari IICD
4.	Variabel kontrol - Size	Data sekunder	$\ln Total\ asset$
	- ROA	Data sekunder	$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Asset}$

Sumber: Diolah sendiri

3.6 Metode Analisis Data

3.6.1 Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran umum mengenai observasi penelitian dengan melihat nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata dan nilai standar deviasi dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian. Dari analisis statistik deskriptif dapat diketahui karakteristik dan kewajaran data observasi yang digunakan untuk masing-masing variabel tersebut, sehingga akan dapat diidentifikasi adanya outlier dalam observasi yang digunakan.

3.6.2 Uji Asumsi Klasik

Penelitian ini akan menguji berapa uji untuk memenuhi asumsi BLUE, yaitu model harus memenuhi asumsi:

1. Terdistribusi Secara Normal

Uji normalitas sangat penting untuk keperluan analisis statistik, karena kaidah statistik adalah terdapat data dengan distribusi atau kurva normal. Asumsi

yang paling fundamental yang harus dipenuhi dalam analisis multivariat adalah normalitas data (Hair, 2008). Jika asumsi normalitas tidak terpenuhi dan data masuk dalam kategori sangat tidak normal, maka seluruh hasil uji statistik adalah tidak valid karena perhitungan uji statistik diestimasi berdasarkan asumsi normalitas. Setiap nilai observasi dibandingkan dengan nilai harapan/hipotetik dari distribusi normal. Menurut Nachrowi & Usman (2006), uji yang digunakan untuk melihat normalitas nilai residual persamaan regresi dapat dilakukan dengan dua cara:

- a. Dengan membuat grafik histogram dari residual. Jika residual mengikuti distribusi normal, maka histogram akan berbentuk kurva yang menyerupai bel (*bell-shaped*).
- b. Dengan menggunakan *normal probability plot* dari *standardized residual*. Jika titik-titik (gradien antara probabilitas kumulatif observasi dan probabilitas kumulatif harapan) berada di sepanjang garis, maka residual mengikuti distribusi normal.

Berdasarkan hasil uji skewness dan kurtosis, terdapat 3 kategori normalitas data yaitu normal, *moderately non-normal* dan *extremely non-normal*. Data dengan nilai skewness kurang dari 2 dan nilai kurtosis kurang dari 7 maka dapat dikatakan data termasuk dalam kategori normal. Nilai skewness berkisar antara 2 sampai 3 dan nilai kurtosis berkisar antara 7 sampai 21, maka data termasuk dalam kategori *moderately non-normal*. Sedangkan jika nilai skewness data lebih besar dari 3 dan nilai kurtosis lebih dari 21 maka data termasuk dalam kategori *extremely non-normal*. Data yang memiliki distribusi normal secara multivariat sudah pasti memiliki kenormalan secara univariat, akan tetapi data yang secara univariat normal, belum tentu normal secara multivariat.

Untuk dapat dilakukan uji statistik terhadap sebuah model regresi variabel residual, maka normalitas nilai residual harus terpenuhi. Jika asumsi ini tidak terpenuhi, maka hasil pengujian tidak valid. Namun apabila data berjumlah besar (lebih dari 30 observasi), maka sesungguhnya asumsi normal tidak seserius pelanggaran pada asumsi-asumsi yang lain.

2. Tidak Terjadi Heterokedasitas.

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk melihat apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Heteroskedastisitas muncul apabila terjadi kesalahan atau residual dari model yang diamati tidak memiliki varians yang konstan dari suatu observasi ke observasi lainnya. Model regresi yang baik adalah model regresi yang tidak terjadi heteroskedastisitas. Adanya heteroskedastisitas dalam model regresi akan menyebabkan penaksiran koefisien regresi menjadi bias. Pengujian heteroskedastitas dapat menggunakan uji White General Heteroscedasticity, yaitu dengan membandingkan probabilitas $Obs \cdot R\text{-Square}$ hasil regresi residual yang dikuadratkan dengan variabel independen dengan α nya. Jika probabilitas $Obs \cdot R\text{-Square} > \alpha$, maka tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

Cara lain yaitu dengan menggunakan Breush-Pagan/Cook-Weisberg Test for Heteroskedasticity. Apabila terdeteksi adanya heteroskedastisitas, maka akan dilakukan regresi ulang untuk melakukan estimasi yang akan memberikan varians dari error yang konstan (robust). Varians dari error dikatakan robust apabila standar error dari persamaan regresi dapat diandalkan setelah dilakukan treatment terhadap autokorelasi dan/ atau heteroskedastisitas dalam error dari regresi. Dengan estimasi yang memiliki varians dari error yang konstan maka permasalahan heteroskedastisitas dapat teratasi.

3. Tidak Terjadi *Multicollinearity*

Juga dilakukan uji multikolinearitas yaitu bertujuan untuk menguji apakah di dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Multikolinearitas merupakan suatu hubungan linier yang sempurna (mendekati sempurna) antara beberapa atau semua variabel bebas. Hal ini berarti bahwa multikolinearitas tidak akan terjadi dalam model regresi yang bentuk fungsinya non-linear. Bila terjadi multikolinearitas akan berdampak terhadap hasil koefisien regresi yang diperoleh (Nachrowi & Usman, 2006), yaitu:

1. Varians koefisien regresi menjadi besar
2. Lebarnya interval kepercayaan (*confidence interval*)
3. Nilai uji-t menjadi kecil, sehingga besar kemungkinan nilai taksiran β menjadi tidak signifikan

4. Sekalipun banyak variabel yang tidak signifikan, koefisien determinasi (R^2) tetap tinggi dan uji F signifikan
5. Angka estimasi koefisien regresi yang didapat akan mempunyai nilai yang tidak sesuai dengan substansi, atau kondisi yang dapat diduga atau dirasakan akal sehat, sehingga dapat menyesatkan interpretasi.

Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinearitas menggunakan *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). *Rule of thumb* yang bisa digunakan sebagai pedoman, yaitu apabila VIF kurang dari 10 atau nilai *tolerance* mendekati 1 maka tidak terjadi multikolinearitas dalam regresi tersebut. Untuk mengatasi masalah ini Gujarati (2003) mengatakan terdapat 2 pilihan yaitu:

- a. Tidak melakukan apa-apa. *Multicollinearity* bukan merupakan masalah besar dalam OLS atau sesuatu yang umum terjadi (Blanchard, 1967 dalam Wardhani, 2009).
 - b. Mengikuti *rule of thumb* yaitu: melihat informasi sejenis yang ada, mengkombinasikan data *time series* dan *cross section*, mengeluarkan variabel bebas yang kolinear, menambah data, melakukan transformasi terhadap variabel.
4. Tidak Terjadi Autokorelasi. Uji autokorelasi untuk melihat apakah dalam model regresi terdapat korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual tidak bebas dari suatu observasi ke observasi lainnya. Alat uji Durbin Waston (Statistik-d) dapat digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi. Uji autokorelasi dilakukan dengan membandingkan nilai Durbin Waston table yaitu batas lebih tinggi (*upper bond* atau d_u) dan batas lebih rendah (*lower bond* atau d_l). Kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut:
- a. $0 < d < d_l$, maka terjadi autokorelasi positif
 - b. $d_l < d < d_u$, maka tidak ada kepastian apakah terjadi autokorelasi atau tidak (ragu-ragu)
 - c. $4 - d_l < d < 4$, maka terjadi autokorelasi negatif
 - d. $4 - d_u < d < 4 - d_l$, maka tidak ada kepastian apakah terjadi autokorelasi atau tidak (ragu-ragu)
 - e. $d_u < d < 4 - d_u$, maka tidak terjadi autokorelasi baik positif maupun negatif.

Kriteria yang bebas dari autokorelasi adalah apabila nilai Durbin-Waston berada antara nilai d_u dan $4 - d_u$.

3.6.3 Uji Goodness of Fit (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) mencerminkan seberapa mampu perubahan yang terjadi pada variabel dependen dijelaskan oleh perubahan pada variabel-variabel independennya. Nilai koefisien determinasi berada di antara 0 dan 1. Nilai R^2 yang kecil menunjukkan bahwa kemampuan variabel independen dalam model untuk menjelaskan perubahan pada variabel dependen rendah, dan berarti banyak variabel yang tidak terdapat dalam model yang lebih mempengaruhi variabel dependen.

3.6.4 Uji Statistik F

Uji F merupakan pengujian model regresi secara simultan dari variabel-variabel independen yang bertujuan untuk melihat apakah secara bersama-sama variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Apabila p-value dalam uji F $< 0,05$, maka hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel independen dalam model terhadap variabel dependen dapat diterima.

3.6.5 Uji Statistik t

Uji t merupakan pengujian masing-masing variabel independen secara individual untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Apabila p-value dalam uji t $< 0,05$, maka hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen tersebut terhadap variabel dependen diterima.

3.6.6 Model Analisis

Pendekatan penelitian ini adalah kuantitatif, dengan demikian statistik inferensial digunakan untuk menguji penolakan atau penerimaan hipotesis penelitian. Penelitian tidak bertujuan untuk mengobservasi perbedaan tahun maka metode analisis yang digunakan adalah model analisis *pooled ordinary least squared*. Selain itu, data yang tidak *balance* antar tahun, maka untuk menguji variabel dependen dan variabel independennya digunakan regresi dengan *ordinary least square*. *Software* pengolahan data digunakan Stata Versi 10.

3.6.7 Analisis Sensitivitas

Untuk memastikan kekokohan (*robustness*) dari hasil penelitian ini, maka dilakukan tambahan analisis sensitivitas. Pengujian dalam analisis sensitivitas pun mengikuti langkah-langkah pengujian asumsi klasik seperti pada pengujian sebelumnya. Sehingga hasil yang diperoleh sudah tidak mengandung masalah normalitas, multikolinieritas dan heteroskedastisitas. Analisis sensitivitas ini dilakukan dengan menghilangkan data yang memiliki ROA negatif. Tujuan hal ini dilakukan adalah untuk melihat apakah dengan menghilangkan ROA yang negatif akan memberikan hasil yang sama dengan pengujian sebelumnya.

BAB 4

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk menguji apakah kepemilikan saham oleh keluarga, kebijakan deviden, kebijakan utang, *corporate governance* dan *opportunity growth* berpengaruh terhadap nilai perusahaan dalam bingkai teori keagenan. Sudah banyak penelitian terkait dengan tujuan di atas, hasilnya pun beragam. Selain bertujuan untuk melihat apakah kebijakan-kebijakan perusahaan tersebut di atas mempengaruhi nilai perusahaan, penelitian ini juga ingin melihat apakah *family ownership* atau perusahaan yang kepemilikan sahamnya dikuasai oleh keluarga mempunyai masalah keagenan. Selain itu juga bertujuan untuk melihat pengaruh struktur perusahaan yang sahamnya dikuasai keluarga terhadap implementasi *corporate governance*.

Penelitian-penelitian sebelumnya pada umumnya meneliti secara parsial, dalam penelitian ini dicoba untuk melihat secara komprehensif variabel-variabel terkait dengan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Terdapat 11 (sebelas) hipotesis yang dibangun (baik berdasarkan teori dan penelitian terdahulu) dengan menggunakan 5 (lima) model penelitian, dimana masing-masing model atau persamaan diolah dengan regresi secara parsial (*single equation*).

4.1 Sampel Penelitian

Pengujian terhadap model-model penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder yang digunakan berasal dari laporan tahunan dan laporan keuangan

teraudit perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2010. Sumber data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD), website idx.co.id, dan data *index corporate governance* (ICG) diperoleh dari publikasi IICD. Data laporan keuangan dan laporan tahunan yang digunakan adalah tahun 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 dan 2010. Sedangkan data ICG yang tersedia di IICD untuk tahun 2005, 2007, 2008, 2009 dan 2010 (perusahaan LQ-45).

Informasi yang digunakan dalam penelitian ini berupa: *total asset*, *sales*, *operating expense*, *Debt to Equity Ratio* (DER), *Devidend Payout Ratio* (DPR), *Price to Book Value* (PBV), dan *Return on assets* (ROA) diperoleh dari laporan keuangan (ICMD), sedangkan informasi tahun berdiri dari laporan tahunan. *Index Corporate Governance* (ICG) diperoleh dari IICD.

Sampel diperoleh dengan menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria: 1) perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan mempublikasikan laporan keuangan teraudit untuk tahun 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 dan 2010, 2) menyajikan laporan tahunan, 3) memiliki ICG yang dipublikasikan oleh IICD, 4) memiliki kelengkapan data laporan tahunan selama periode pengamatan, dan 5) tidak memiliki DER dan PBV negatif selama periode pengamatan.

Dari sejumlah perusahaan yang dijadikan sampel (lampiran 1), sejumlah perusahaan dikeluarkan dari sampel karena perusahaan-perusahaan tersebut memiliki nilai PBV negatif dan data yang tidak lengkap. Mengeluarkan perusahaan yang memiliki PBV yang negatif mengikuti saran dari Damodaran (2002). Damodaran mengatakan bahwa dalam melakukan estimasi penilaian perusahaan, nilai PBV yang negatif dapat dikatakan tidak memiliki arti (*meaningless*) dan bisa menimbulkan persepsi yang salah dalam mengartikan nilai tersebut. Ketersediaan data Indeks *corporate governance* yang diperlukan untuk penelitian ini juga terbatas. Untuk tahun 2010 hanya tersedia data ICG untuk 45 perusahaan, begitu pula dengan tahun 2008 dan 2009, terlebih lagi adalah data ICG tahun 2006 yang tidak tersedia. Ketersediaan data yang cukup terbatas, seperti data yang tidak *balance* antar periode tahun, atau observasi yang tidak dapat dilakukan pada perusahaan tiap tahun, tentunya sedikit banyak mempengaruhi proses penelitian ini. Namun secara keseluruhan proses

penyusunan penelitian ini dapat dilaksanakan dengan segala keterbatasan yang ada.

Sampel akhir sampai tahap uji normalitas secara keseluruhan berjumlah 276 observasi (tabel 4.1), setelah mengeluarkan data: 1) perusahaan yang memiliki nilai PBV negatif, 2) perusahaan yang memiliki DER negatif, 3) *outlier* yang dapat mengganggu kenormalan residual.

Tabel 4.1 Kriteria Pengambilan Sampel

Keterangan	2005 (<i>firm years</i>)	2007 (<i>firm years</i>)	2008 (<i>firm years</i>)	2009 (<i>firm years</i>)	2010 (<i>firm years</i>)	Jumlah
Jumlah observasi pada awal observasi	332	332	332	332	332	1660
Jumlah observasi yang tidak mempunyai data ICG	(183)	(183)	(196)	(317)	(317)	(1196)
Jumlah observasi memiliki DER negatif	(18)	(73)	(58)	(3)	(3)	(155)
Jumlah observasi yang memiliki PBV negatif	(7)	(8)	(13)	(2)	(3)	(33)
Jumlah observasi sebelum outlier	124	68	65	10	9	276
<i>Outlier (firm years)</i>				<i>Jumlah observasi (firm years)</i>		
Model 1 dengan AC_1	(35)			241		
Model 1 dengan AC_2	(22)			254		
Model 2 dengan AC_1	(11)			265		
Model 2 dengan AC_2	(11)			265		
Model 3 dengan AC_1	(11)			265		
Model 3 dengan AC_2	(11)			265		
Model 4 dengan AC_1	(10)			266		
Model 4 dengan AC_2	(11)			265		
Model 5	(23)			253		

Outlier merupakan kombinasi nilai seluruh variabel yang memiliki karakteristik tidak lazim yang muncul dalam bentuk nilai yang ekstrim (Hair, 2008). Sebelum dilakukan estimasi terlebih dahulu dilakukan uji statistik deskriptif sehingga dapat diketahui data yang dianggap dapat mengganggu. Dianggap *outlier* apabila suatu variabel memiliki nilai standar deviasi lebih atau kurang dari 3 standar deviasi.

Data *outlier* dalam penelitian ini dibuang dari pengujian sehingga tidak ada lagi yang bersifat *outlier*.

4.2 Hasil Pengujian Statistika

4.2.1 Statistik Deskriptif

Deskripsi statistik untuk variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini disajikan pada tabel 4.2. Statistik deskriptif dilakukan dengan tujuan untuk mengenali pola sejumlah data, merangkum informasi dalam data tersebut, dan menyajikan informasi tersebut dalam bentuk yang diinginkan. Statistik deskriptif juga bertujuan untuk mengetahui informasi yang terkandung dalam data tersebut dan menyajikan informasi dalam bentuk yang diinginkan. Karakteristik sampel secara terperinci dapat berupa jumlah sampel, nilai minimum, maksimum, rata-rata dan standar deviasi. Tabel 4.2. menunjukkan deskriptif sampel penelitian.

Dari tabel 4.2 di bawah terlihat bahwa rata-rata kepemilikan saham perusahaan di Indonesia yang go publik dikuasai oleh keluarga atau kepemilikan sahamnya 50% dimiliki keluarga ada sebanyak 116 perusahaan (60%). Hal ini sesuai dengan temuan La Porta (1992) yang mengatakan bahwa di negara berkembang sebagian besar kepemilikan saham berada di tangan keluarga, sedangkan di negara maju dengan peraturan dan ketentuan yang tegas mengatur kepemilikan saham fenomena tersebut tidak tampak.

Penelitian ini menggunakan definisi keluarga yang digunakan oleh Arifin (2003) dan Siregar (2005) yaitu semua individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat (kepemilikan lebih besar dari 5% wajib dicatat), yang bukan perusahaan publik, negara, institusi keuangan dan publik (yang kepemilikan saham tidak wajib dicatat). Namun peneliti tidak melakukan pembedaan/pemisahan antara perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pengendali dan perusahaan tanpa kepemilikan keluarga sebagai pengendali (Siregar dan Utama, 2008).

Nilai min untuk variabel *Agency Conflict* 1 (AC_1) sebesar 0,007 dan maks 0,589. Rata-rata (mean) AC_1 sebesar 0,15 menunjukkan rasio *operating expenses* terhadap *annual sales* sebesar 15 %. Standar deviasi sebesar 0,13 menunjukkan variasi *agency conflict* yang besar. Sedangkan *mean* untuk variabel

Agency Conflict 2 (AC_2) sebesar 0,14. Dilihat dari segi efisiensi penggunaan aktiva untuk menghasilkan penjualan (*annual sales* dibagi *total assets*), rasio tersebut dapat dikatakan tidak terlalu baik. Standar deviasi sebesar 0,12 menunjukkan variasi *agency conflict* yang besar. Nilai min *AC_2* sebesar 0,005 dan maks sebesar 0,663.

Tabel 4.2 Deskripsi Statistik Tahun 2005, 2007, 2008, 2009 dan 2010

VARIABEL	N	MINIMUM	MAKSIMUM	RATA-RATA	STD. DEVIASI
Agency Conflict 1 (AC_1)	276	0,007	0,59	0,15	0,13
Agency Conflict 2 (AC_2)	276	0,005	0,66	0,14	0,12
Debt to Equity Ratio (DER)	276	0,08	5,98	1,45	1,13
Dividen Payout Ratio (DPR)	276	0	54,5	7,89	16,46
Growth Opportunity (GRW)	276	-0,76	1	0,29	0,28
Corporate Governance (CG)	276	0,46	0,81	0,64	0,08
Price to Book Value (PBV)	276	0,03	6,83	1,43	1,34
Size (Lnsz)	276	10,223	18,542	13,904	1,734
ROA	276	-17,09	25,8	4,9	6,7
Age	276	5	56	26,8	10,3
Kepemilikan Keluarga (FO)	N	Kategori Kepemilikan		Frekuensi	
	276	> 50% saham dimiliki keluarga		60 %	
		< 50% saham dimiliki keluarga		40 %	

Sumber: laporan tahunan, laporan keuangan, ICMD, diolah kembali

Variabel Debt to Equity Ratio (DER) memiliki nilai min 0,08 dan maks 5,98. Sedangkan nilai rata-ratanya sebesar 1,45 dan standar deviasi sebesar 1,13. Nilai ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sample memiliki utang dengan persentase yang sangat tinggi yaitu 145 % dengan variasi yang cukup tinggi juga yaitu sebesar 1,13 (terdapat kesenjangan yang cukup besar antara perusahaan yang tingkat penggunaan utang tinggi dengan yang tingkat utang rendah). Tingginya struktur utang mengindikasikan bahwa sumber pendanaan perusahaan tergantung pada *debtholders* sehingga pengelola perusahaan akan lebih hati-hati dan berusaha untuk menghindari pelanggaran perjanjian utang (*debt indenture*).

Nilai min untuk variabel Dividend Payout Ratio (DPR) adalah sebesar 0 (tidak membagikan deviden) dan maks 54,5. Rata-rata (*mean*) DPR sebesar 7,95 dan standar deviasi sebesar 14,45 menunjukkan variasi DPR yang cukup tinggi. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut lebih banyak yang menahan laba/net income sebagai *return earning* untuk diinvestasikan kembali sehingga dapat menghasilkan *future cash flow* yang lebih tinggi.

Variabel *Corporate Governance* (CG) memiliki nilai min 0,46 dan maks 0,86. Sedangkan nilai rata-ratanya sebesar 0,64 dan standar deviasi sebesar 0,08. Nilai ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki *corporate governance* yang cukup rendah, yaitu sebesar 0,46 (tidak sampai nilai 0,5), dengan variasi yang rendah. Rendahnya *corporate governance* dari perusahaan-perusahaan sampel mengindikasikan bahwa implementasi *Good Corporate Governance* masih rendah, sehingga perlindungan terhadap para investor masih dipertanyakan. Apakah karena sistem hukum dan aturan di Indonesia yang belum seketat di negara maju, atau juga dikarenakan pasar di Indonesia yang belum efisien sehingga belum terlalu banyak perusahaan yang berusaha meningkatkan nilai *corporate governance*-nya.

Nilai rata-rata untuk variabel *Growth Opportunity* sebesar 0,29 menunjukkan bahwa kesempatan pertumbuhan sangat kecil. Dilihat dari nilai min sebesar -0,76 dan maks 1 mengindikasikan bahwa masih terdapat perusahaan yang pertumbuhannya minus atau dengan kata lain mengalami penurunan pertumbuhan. Standar deviasi sebesar 0,28 memperlihatkan variasi tingkat pertumbuhan yang cukup besar diantara perusahaan-perusahaan sampel.

Nilai rata-rata untuk variabel *Price to Book Value* (PBV) sebesar 1,43 dan standar deviasi sebesar 1,344. Dilihat dari nilai min sebesar 0,03 dan maks 6,83 mengindikasikan range yang cukup lebar, namun secara rata-rata PBV perusahaan sampel mempunyai harga pasar ekuitas di atas nilai bukunya. Pasar menilai positif terhadap perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam sample sehingga nilai PBV cukup bagus.

Nilai rata-rata untuk variabel *Lsize* sebesar 13,90 dan standar deviasi sebesar 1,73. Sedangkan nilai min sebesar 10,23 dan maks 18,54. Variabel *Age* (umur perusahaan) memiliki nilai min 5 dan maks 56. Sedangkan nilai rata-

ratanya sebesar 26,9 dan standar deviasi sebesar 10,3. Hal ini memperlihatkan bahwa terdapat variasi yang cukup tinggi untuk variabel *Lsize* (yang diproksikan dengan *log natural total asset*) dan *Age* (banyaknya tahun sejak perusahaan berdiri). Variabel Return on Asset (ROA) memiliki nilai min -17,09 dan maks 25,8. Sedangkan nilai rata-ratanya sebesar 4,88 dan standar deviasi sebesar 6,77. Di antara perusahaan sampel memiliki ROA negatif. Penulis mengamati beberapa perusahaan yang mengalami ROA negatif memiliki kecenderungan kerugian (*nett loss*) selama tahun pengamatan (2005, 2007, 2008, 2009 dan 2010).

4.2.2 Pengujian Asumsi Klasik

4.2.2.1 Uji Normalitas

Salah satu asumsi yang disarankan untuk dilakukan adalah uji normalitas agar tidak terdapat nilai ekstrim pada data yang diambil. Untuk mendeteksi apakah nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal atau tidak, maka dalam penelitian ini digunakan metode analisis grafik dan metode statistik. Metode grafik yang digunakan adalah kurva normal, sedangkan metode statistik dengan melihat severe *outlier*. Apabila severe *outlier* dari residual pada setiap persamaan sudah tidak ada (atau menunjukkan 0), maka residual dianggap sudah terdistribusi secara normal. Dengan bantuan *software* Stata 10, hasilnya memperlihatkan bahwa beberapa model menunjukkan tidak ada masalah, sedangkan beberapa model terdapat masalah normalitas. Untuk mengatasi ketidaknormalan tersebut, peneliti sudah melakukan *treatment* dengan membuang residual dan *outlier* yang mengganggu normalitas (lampiran 1). Sehingga data yang diolah dalam penelitian ini sudah terbebas dari masalah normalitas.

4.2.2.2 Uji Multikolinearitas

Pendeteksian ada tidaknya multikolinearitas salah satunya dengan melihat nilai toleransi (*tolerance, TOL*) dan *Variance-Inflating Factor* (VIF). Peneliti sudah melakukan uji multikolinearitas terhadap model regresi dan secara garis besar tidak terdapat gejala multikolinear dalam model, hal ini dibuktikan dengan nilai VIF dan TOL yang berada di bawah *rule of thumb* yang dipersyaratkan (lampiran 1). Pada model 5 dimana terdapat variabel moderasi yang merupakan dua variabel yang diinteraksikan,

terdapat nilai VIF yang lebih besar dari 10. Hal ini mungkin terjadi karena interaksi tersebut, dan untuk mengatasi masalah multikolinear tersebut dilakukan *treatment*. Salah satu cara dengan melakukan standarisasi atau normalisasi yaitu dengan cara *centering*. Dari hasil *treatment* tersebut, nilai VIF menjadi rendah dan tidak ditemukan masalah multikolinear pada model tersebut sehingga pengujian hipotesis dilanjutkan (Blanchard, 1967 dalam Wardhani, 2009).

4.3 Uji Kecocokan Model dan Uji Signifikansi

Penelitian ini melakukan pengolahan data dengan metode *Pooled Ordinary Least Square* (OLS). Output hasil uji model dan signifikansi dilampirkan (lampiran 3).

4.3.1 Pengujian Model 1: Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Konflik Keagenan

Penelitian ini menggunakan dua pengukuran *agency conflict* (AC_1 dan AC_2) seperti yang digunakan dalam penelitian Ang *et al.*, 2009, yaitu (1) Rasio *total operating expenses* dengan *annual sales* (AC_1) dan Rasio *annual sales* dengan *total asset* (AC_2) untuk model 1. Hasil uji signifikansi model dengan menggunakan dua ukuran tersebut memperlihatkan nilai F statistik sebesar 5,32 (1,91) dengan probabilita F sebesar 0,0015 (0,1283) sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen dapat dikatakan bahwa variabel independen signifikan mempengaruhi variabel dependen (untuk AC_1). Atau dengan kata lain, *family ownership*, LnSize dan *age* secara bersama-sama mempengaruhi *agency conflict*. Sedangkan dengan pengukuran AC_2, level signifikansi berada di atas 10%, sehingga dapat dikatakan bahwa variabel independen tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen.

Model 1 digunakan untuk menguji hipotesis 1 yaitu apakah perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah. Dengan pengukuran AC_1, nilai R² yang diperoleh sebesar 0,0631 (dapat dilihat pada tabel 4.3), sedangkan bila menggunakan

pengukuran AC_2 nilai R² yang diperoleh sebesar 0,0107. Nilai R² tersebut menunjukkan bahwa sebesar 6% (1%) variasi AC_1 (AC_2) dapat dijelaskan oleh variabel bebasnya yaitu kepemilikan keluarga (*family ownership*), ukuran perusahaan dan umur perusahaan, selebihnya variasi *agency conflict* dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Nilai R² tersebut di atas dapat dikatakan tidak terlalu bagus.

Seperti dapat dilihat pada tabel 4.3 (panel A dan panel B) hasil pengujian statistik dengan menggunakan metode *pooled ordinary least square* menunjukkan koefisien regresi *family ownership* (kepemilikan keluarga) bertanda negatif yaitu -0,024 (-0,017) dengan p-value 0,002 (0,063). Koefisien bertanda negatif berarti bahwa hubungan antara *family ownership* (kepemilikan keluarga) dengan tingkat *agency conflict* bersifat negatif, artinya semakin tinggi kepemilikan saham oleh keluarga maka konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer akan semakin rendah. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ berarti H₀ ditolak atau hipotesis 1 yang mengatakan perusahaan publik dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah terbukti, baik dengan pengukuran rasio *operating expenses* dibagi *annual sales* (AC_1) maupun pengukuran *asset utilization* (AC_2). Arah hubungan pun sesuai dengan yang diharapkan. Sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah terbukti.

Perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga cenderung memiliki manajemen yang merupakan anggota dari keluarga sehingga akan mengurangi masalah keagenan, selain itu perusahaan yang dimiliki oleh keluarga cenderung lebih sering memonitor aktivitas manajer dalam menjalankan kegiatan perusahaan. Pengetahuan yang lebih baik mengenai bisnis oleh pemilik yang merupakan keluarga juga akan membuat mereka lebih mudah untuk mendeteksi adanya manipulasi angka yang dilaporkan (Anderson dan Reeb, 2003).

Secara ringkas dapat disampaikan bahwa kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer yang lebih

rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah. Hal ini membuktikan bahwa pemilik/pemegang saham pada perusahaan yang didominasi oleh keluarga sangat memperhatikan/ memonitor perilaku manajer, baik melalui besaran *operating expenses* maupun *total assets*. Bisa jadi cerminan terjadinya *perks* atau *perquisites* atau *moral hazard* dapat di-capture melalui *operating expenses* tersebut, dan atau melalui penggunaan *total assets* (*asset utilization*). Kegiatan monitoring yang dilakukan oleh pemegang saham pada perusahaan yang didominasi oleh keluarga lebih besar dibandingkan monitoring yang dilakukan oleh pemegang saham non-keluarga.

Tabel 4.3 Hasil Regresi Model 1: Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Konflik Keagenan

AC = $\alpha + \beta_1 FO_i + \beta_2 LNSIZE_i + \beta_3 AGE_i + \epsilon_i$								
Panel A: Variabel Dependen = Operating Expenses/Annual Sales					Panel B: Variabel Dependen = Annual Sales/Total Assets			
Variabel Independen	Ekspek-tasi Tanda	Koefisien	Probabilita	VIF	Ekspek-tasi Tanda	Koefisien	Probabilita	VIF
Cons		0,304	0,000			0,209	0,000	
FO	-	-0,024	0,002**	1,02	-	-0,018	0,063*	1,02
LNSIZE	+	-0,012	0,001***	1,06	+	-0,006	0,048**	1,06
AGE	-	0,001	0,443	1,07	-	0,001	0,208	1,07
F-TEST (Prob>F)	5,32 (0,0015)*				1,91 (0,1283)			
R-SQUARED	0,0631				0,0224			
N	241				254			
KETERANGAN :	AC_1 = (<i>Operating Expenses/Annual Sales</i>), AC_2 = (<i>Annual Sales/Total Assets</i>), FO: proporsi kepemilikan keluarga > 50% = perusahaan keluarga (<i>dummy</i> 1), proporsi kepemilikan keluarga <50% = perusahaan non-keluarga (<i>dummy</i> 0), LNSIZE= <i>log natural total assets</i> , AGE: jumlah tahun sejak berdiri perusahaan, VIF: Variance Inflation Factor. Sig one tail: ***) pada level 1%, **) pada level 5% dan *) pada level 10%							

Sumber : Diolah

Menurut teori keagenan, struktur kepemilikan perusahaan yang dikuasai oleh keluarga memiliki konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer yang rendah antara manajer dan pemegang saham. Hal ini disebabkan karena fungsi pengendalian atau pengawasan terhadap manajer lebih ketat dibandingkan pengendalian oleh pemegang saham pada perusahaan yang tanpa pengendali utama (Anderson dan Reeb, 2003). Temuan ini juga sejalan dengan hasil penelitian Demsetz dan Lehn (1985) yaitu perusahaan keluarga akan memiliki lebih sedikit masalah agensi antara pemilik dengan majemen karena pemilik dapat memonitor manajer secara langsung (Gilson dan Gordon, 2003; Maury, 2006; dan Ali *et al.*, 2007) yang menyatakan bahwa perusahaan keluarga dan terkonsentrasi (*blocked*) memiliki *agency conflict* yang kecil, *discretionary accrual* yang sedikit

dan komponen laba untuk memprediksi arus laba lebih baik. Penelitian lainnya, yaitu yang menghubungkan antara konsentrasi kepemilikan dengan kinerja perusahaan dan *stock market return* menemukan hubungan yang positif (Pivovarsky, 2001; Gorriz dan Fumas, 1996 dan McConaughy *et al.*, 2001 dalam Wawo, 2010).

Konflik keagenan yang terjadi antara pemegang saham (pemilik perusahaan) dengan manajer bisa jadi rendah, namun menurut Cheung *et al.* (2006), pada perusahaan yang kepemilikan saham terkonsentrasi (perusahaan keluarga sebagai contoh), pemegang saham pengendali dapat mengambil alih kekayaan dari pemegang saham minoritas (ekspropriasi) melalui berbagai cara. Salah satu contoh adalah dengan melakukan penjualan aset, barang atau jasa kepada perusahaan melalui transaksi *self-dealing*.

Pada model 1, variabel kontrol yang secara signifikan mempengaruhi *agency conflict*, baik dengan pengukuran AC_1 maupun AC_2 hanya variabel LnSize. Semakin besar/berkembang perusahaan akan mempengaruhi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer perusahaan-perusahaan tersebut. Hubungan bersifat negatif, terlihat dari koefisien Lnsize yang bernilai negatif. Semakin besar perusahaan maka tingkat konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer menjadi berkurang. Perusahaan yang semakin berkembang merupakan sinyal bagi para investor atau semakin banyak pihak yang memonitoring aktivitas manajemen, tentunya hal ini akan membatasi perilaku oportunistik pihak agen yang dapat menimbulkan konflik. Semakin banyak investor dan pihak-pihak luar yang memonitor, membuat para manajer berusaha menjaga nama baik mereka di mata investor sehingga akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan-keputusan perusahaan dan berusaha agar dapat *align* atau selaras dengan kepentingan *shareholders interest*. Sedangkan variabel kontrol lainnya, yaitu variabel *age* menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

4.3.2 Pengujian Model 2: Pengaruh Kepemilikan Keluarga dan Konflik Keagenan Terhadap Corporate Governance

Hasil uji signifikansi model memperlihatkan nilai F statistik sebesar 29,11 (28,83) dengan probabilitas F sebesar 0,0000 (0,000) seperti pada tabel 4.4, sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen dapat dikatakan bahwa

variabel independen signifikan mempengaruhi variabel dependen. Dengan kata lain, *agency conflict*, *family ownership*, ROA, LnSize dan Age secara bersama-sama mempengaruhi *corporate governance*. Hasil uji determinasi diperoleh R^2 sebesar 0,3598 (0,3576). Hasil ini menunjukkan bahwa 36 % variasi *corporate governance* dapat dijelaskan oleh masing-masing variabel bebasnya yaitu *agency conflict*, *family ownership*, ROA, LnSize dan Age, selebihnya variasi dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Besarnya nilai R^2 tersebut dikatakan bagus.

Hasil regresi untuk pengujian model 2 (hipotesis 2) yang terdapat pada tabel 4.4 (panel A dan panel B) menunjukkan bahwa *family ownership* (kepemilikan keluarga) memiliki koefisien regresi sebesar -0.031 (AC_1) dan -0.029 (AC_2) dan p-value 0.000 (0.000). Tingkat signifikansi $< 10\%$ berarti H_0 ditolak dan dapat dikatakan bahwa hipotesis perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki kualitas *corporate governance* yang rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah terbukti. Koefisien bertanda negatif berarti bahwa hubungan antara kepemilikan keluarga dengan kualitas *corporate governance* bersifat negatif, artinya semakin kepemilikan saham perusahaan oleh keluarga akan semakin rendah kualitas *corporate governance*. Koefisien bertanda negatif berarti sesuai dengan arah hubungan yang diprediksikan.

Corporate governance adalah salah satu perangkat yang dibuat untuk melindungi para investor, terutama *outside investor*. Perusahaan yang listing di bursa umumnya mendapatkan tambahan ekuitas dari pemegang saham individual. Untuk melindungi hak-hak mereka, badan yang mempunyai otoritas memberlakukan peraturan tentang implementasi *Good Corporate Governance*. Salah satu manfaat dari *corporate governance* adalah melindungi hak pemegang saham minoritas dari *entrenchment* yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas. Pada penelitian ini memperlihatkan bahwa perusahaan yang dimiliki oleh keluarga tidak terlalu memperhatikan masalah *corporate governance* karena keberadaan dan pengendalian mereka dalam kegiatan perusahaan sangat dominan. Hak-hak mereka dengan sendirinya terlindungi atau tidak ada yang dapat mengurangi/ melanggarnya. Di sisi lain, keikutsertaan pemilik (keluarga) dalam menjalankan kegiatan bisnis, terutama dalam menentukan anggota *Board of Director*, Komite Audit menyebabkan independensi Dewan Direksi dan Komite

Audit menjadi lemah. Perlindungan terhadap pemegang saham minoritas menjadi rendah. Mork dan Yeung (2004) dalam Hermawan (2009) menemukan bahwa perusahaan keluarga cenderung memiliki *corporate governance* yang buruk karena adanya *entrenchment* problem.

Hasil ini mendukung temuan DeFond *et al.* (2005); Bushman *et al.* (2004) yang menyatakan bahwa manajemen dalam perusahaan keluarga akan mengurangi kekuatan struktur *governance* (dengan menggunakan proksi Dewan Komisaris dan Komite Audit). Bushman dan Piotraski (2006) menemukan bahwa *corporate governance* pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan keluarga adalah lebih rendah dari perusahaan yang tidak dikendalikan oleh keluarga. Hal ini dikarenakan timbulnya *entrenchment*. Investor juga memiliki persepsi yang lebih negatif terhadap perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dibanding perusahaan bukan perusahaan keluarga. Bozec dan Bozec (2007) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan perusahaan dengan praktek *corporate governance*. Tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan di Indonesia dapat mempengaruhi kinerja Komisaris Independen dan Komite Audit dalam mengawasi jalannya perusahaan.

Dengan menggunakan model yang sama (model 2), hasil hipotesis 3 yang ingin menguji apakah konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh terhadap kualitas *corporate governance* memperlihatkan nilai F statistik sebesar 29,11 (28,83) dengan probabilitas F sebesar 0.0000 (tabel 4.4 panel A dan panel B) sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen variabel independen secara signifikan mempengaruhi variabel dependen. Atau dengan kata lain, *agency conflict* (AC_1 dan AC_2), ukuran perusahaan dan ROA secara bersama-sama secara signifikan mempengaruhi kualitas *corporate governance*. Hasil uji determinasi diperoleh R² sebesar 0,3598 (0,3575). Hasil ini menunjukkan bahwa 35,98 % (35,75%) variasi *corporate governance* dapat dijelaskan oleh masing-masing variabel bebasnya yaitu *family ownership* (kepemilikan keluarga), *agency conflict*, ukuran perusahaan, umur perusahaan dan ROA, selebihnya variasi dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Besarnya nilai R² tersebut dikatakan bagus. Atau dengan kata lain, *family ownership* (kepemilikan

keluarga), *agency conflict*, ukuran perusahaan, umur perusahaan dan ROA secara bersama-sama secara signifikan mempengaruhi kualitas *corporate governance*.

Tabel 4.4 Hasil Regresi Model 2 : Pengaruh Kepemilikan Keluarga, Konflik Keagenan Terhadap *Corporate Governance*

CG = $\alpha + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 LNSIZE_i + \beta_5 AGE_i + \varepsilon_i$								
Panel A: Variabel Dependen = Corporate Governance					Panel B: Variabel Dependen = Corporate Governance			
Variabel Independen	Ekspektasi Tanda	Koefisien	Probabilita	VIF	Ekspektasi Tanda	Koefisien	Probabilita	VIF
Cons		0,394	0,000			0,398	0,000	
FO	-	-0,031	0,000***	1,01	-	-0,029	0,000***	0,02
AC_1	+	0,104	0,001***	1,09	+			
AC_2	+				+	0,103	0,001***	1,03
ROA	+	0,003	0,000***	1,12	+	0,003	0,000***	1,08
LNSIZE	+	0,017	0,000***	1,08	+	0,017	0,000***	1,08
AGE	+	-0,001	0,757	1,14	+	-0,000	0,923	1,13
F-TEST (Prob>F)	29,11 (0,0000)				28,83 (0,0000)			
R-SQUARED	0,3598				0,3576			
N	265				265			
KETERANGAN:	CG=index <i>corporate governance</i> yang dikeluarkan IICD, AC_1= (<i>Operating Expenses/Annual Sales</i>), AC_2= (<i>Annual Sales/Total Assets</i>), FO: proporsi kepemilikan keluarga > 50% = perusahaan keluarga (<i>dummy</i> 1), proporsi kepemilikan keluarga <50% = perusahaan non-keluarga (<i>dummy</i> 0), ROA= return on assets, LNSIZE= <i>log natural total assets</i> , AGE: jumlah tahun sejak berdiri perusahaan, VIF: Variance Inflation Factor. Sig one tail : ***) pada level 1%, **) pada level 5% dan *) pada level 10%							

Sumber : Diolah

Hasil uji t memperlihatkan koefisien *agency conflict* dengan indikator total *operating expenses* dibagi *annual sales* (AC_1) bernilai positif sebesar 0,104 p-value 0,001 dan koefisien *agency conflict* dengan indikator *annual sales* dibagi *total assets* (AC_2) sebesar 0,103 dengan p-value 0,001. Koefisien bertanda positif berarti hubungan antara konflik keagenan yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer dengan kualitas *corporate governance* bersifat positif berarti bahwa semakin tinggi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham maka kualitas *corporate governance* semakin tinggi. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ mengandung arti bahwa H0 ditolak atau hipotesis 3 yang mengatakan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh secara

positif terhadap *corporate governance* terbukti. Arah hubungan pun sesuai dengan yang diharapkan. *Corporate governance* merupakan perangkat atau alat yang dapat melindungi para investor dari perilaku oportunistik para agen/manajer. Hasil uji hipotesis tidak berbeda dengan temuan Shleifer dan Vishny (1999), yang mengatakan bahwa *corporate governance* terbukti dapat mengurangi *agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham.

Praktik *corporate governance* mempunyai peranan penting untuk memproteksi pemegang saham minoritas seperti yang disampaikan oleh La Porta *et al.* (1998, 2000). Untuk mencegah terjadinya kesenjangan informasi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas perlu diterapkan *Good Corporate Governance*. Hal ini dilakukan agar kebijakan-kebijakan perusahaan tidak semata-mata hanya menguntungkan pemegang saham mayoritas (pengendali), tetapi pemegang saham minoritas dapat menikmati keuntungan juga (Utama, 2006).

Penelitian ini menggunakan Index Corporate Governance IICD Jakarta. Beberapa penelitian menggunakan pendekatan lain, seperti Dewan Komisaris, Disclosure dan lain-lain. Penggunaan CG Index atau CG Score sebagai ukuran *corporate governance* memiliki kelebihan karena seluruh aspek *corporate* diperhitungkan.

Isu *corporate governance* dilatarbelakangi oleh *agency theory* yang menyatakan bahwa permasalahan agensi muncul ketika kepengurusan suatu perusahaan terpisah dari kepemilikannya. Perusahaan ditunjukkan sebagai suatu hubungan kerja sama antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajer). Dengan adanya *vested interest* manajemen mengakibatkan perlunya proses *check and balance* untuk mengurangi kemungkinan penyalahgunaan kekuasaan oleh manajemen. *Corporate governance* diharapkan akan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1999).

Penelitian terkait lainnya seperti Wahyuningsih (2011) ditemukan hasil yang berlawanan, yaitu *market competition* tidak terbukti dapat menurunkan *agency conflict*. Lebih jelas dikatakan ada kemungkinan di negara berkembang yang bentuk pasarnya inefisien, mekanisme *corporate*

governance tidak banyak dapat mengurangi *agency conflict*. Mekanisme *corporate governance* di Indonesia yang pasarnya belum efektif tidak dapat berjalan seperti di negara lain yang bentuk pasar sudah efisien (Husnan, 2001; Lukviarman, 2004 dan Syakroza, 2005 dalam Kartika, 2009).

Pengaruh variabel kontrol yang signifikan pada model 2, yaitu *Lnsize* dan *ROA*. Secara empiris, variabel *Lnsize* mempengaruhi *corporate governance* (positif). Semakin besar perusahaan semakin tinggi kualitas *corporate governance*. Perusahaan yang berkembang tentunya membutuhkan sumber pendanaan, baik *external* maupun *internal financing*. Agar para investor tertarik menanamkan dana di perusahaan, perusahaan perlu memberikan perlindungan terhadap mereka, salah satu melalui penerapan *good corporate governance*. Variabel kontrol selanjutnya yang terlihat signifikan adalah *return on assets*. Tingkat *ROA* yang tinggi tanpa didukung oleh implementasi *good corporate governance* mempersulit perusahaan memperoleh kepercayaan dari para investor. Hubungan antara *ROA* dan *corporate governance* terletak pada terlindunginya hak-hak dari para investor atas investasi yang mereka tanamkan di perusahaan go publik.

4.3.3 Pengujian Model 3: Pengaruh Konflik Keagenan terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji signifikansi model (dapat dilihat pada tabel 4.5) memperlihatkan nilai *F* statistik sebesar 15,35 (15,10) dengan probabilita *F* sebesar 0,0000 (0,0000) sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Atau dengan kata lain, *agency conflict*, *LnSize*, *age* dan *ROA* secara bersama-sama secara signifikan mempengaruhi besaran *dividend payout ratio*. Nilai R^2 sebesar 0,1910 (0,1885) dengan pengukuran *AC_1* dan *AC_2*. Nilai-nilai ini menunjukkan bahwa 19,1 % (18,85%) variasi *dividend payout ratio* dapat dijelaskan oleh masing-masing variabel bebasnya yaitu *agency conflict*, *LnSize*, *age* dan *ROA*, selebihnya variasi dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Besarnya nilai R^2 tersebut dapat dibilang cukup bagus.

Model 3 dimaksudkan untuk menjawab hipotesis 4, apakah konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh negatif terhadap

kebijakan deviden perusahaan. Dari hasil regresi (tabel 4.5) memperlihatkan koefisien *agency conflict* AC_1 sebesar -5,207 p-value 0,183 dan koefisien AC_2 sebesar 0,707 dengan p-value 0,452. Koefisien bertanda negatif berarti hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan deviden bersifat negatif artinya bahwa semakin tinggi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer maka pembayaran deviden kepada pemegang saham semakin kecil. Sedangkan koefisien bertanda positif berarti hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan deviden bersifat positif artinya bahwa semakin tinggi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer maka pembayaran deviden kepada pemegang saham semakin tinggi.

Baik variabel *agency conflict* dengan pengukuran AC_1 maupun AC_2 memperlihatkan tingkat signifikansi $\alpha > 10\%$ berarti H0 diterima dan hipotesis 4 yang mengatakan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh terhadap kebijakan deviden secara negatif tidak terbukti. Dari arah hubungan, AC_1 sesuai dengan prediksi namun AC_2 tidak sesuai dengan yang diprediksikan. Tingkat signifikansi di atas 10% menyimpulkan bahwa konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan deviden perusahaan tidak terbukti. Kebijakan deviden tidak terbukti menjadi sumber konflik antara manajer dan pemegang saham. Baik manajer maupun pemegang saham tidak terlalu mempersoalkan masalah deviden. Deviden yang biasa digunakan oleh perusahaan sebagai sinyal positif bagi investor (*signalling*) dalam perusahaan yang kepemilikan saham sebagian besar dikuasai oleh keluarga sepertinya tidak digunakan, bisa jadi hal ini disebabkan karena untuk menambah porsi saham dari luar (menambah *outside investor*) sangat kecil. Pemegang saham keluarga tidak akan bersedia untuk memberikan pengendalian perusahaan kepada pihak di luar keluarga. Pemegang saham yang didominasi keluarga sangat *concern* mengenai pengendalian perusahaan.

Selain alasan di atas, konflik keagenan tidak ditemukan dalam hubungan keagenan antara manajer dan pemegang saham, namun

kemungkinan konflik keagenan bisa terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas dalam hal kebijakan deviden.

Tabel 4.5 Hasil Regresi Model 3: Pengaruh Konflik Keagenan terhadap Kebijakan Dividen

DPR = $\alpha + \beta_1 AC_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 LNSIZE_i + \beta_4 AGE_i + \varepsilon_i$								
Panel A: Dependen Variabel = <i>Dividen Payout Ratio</i>					Panel B: Dependen Variabel = <i>Dividen Payout Ratio</i>			
Variabel Independen	Ekspektasi Tanda	Koefisien	Probabilita	VIF	Ekspektasi Tanda	Koefisien	Probabilita	VIF
Cons		-19,511	0,001			-20,199	0,000	
AC_1	-	-5,207	0,365	1,08				
AC_2					-	0,707	0,905	1,03
ROA	+	0,598	0,000***	1,11	+	0,578	0,000***	1,08
LNSIZE	+	1,641	0,000***	1,09	+	1,659	0,000***	1,08
AGE	+	0,033	0,636	1,14	+	0,021	0,766	1,12
F-TEST (Prob>F)	15,35 (0,0000)				15,10 (0,0000)			
R-SQUARED	0,1910				0,1885			
N	265				265			
KETERANGAN:	DPR= <i>Dividend Payout Ratio (Dividen/Net Income)</i> , AC_1= <i>(Operating Expenses/Annual Sales)</i> , AC_2= <i>(Annual Sales/Total Assets)</i> , ROA= <i>Return on Assets (Net Income dibagi Total Assets)</i> , LNSIZE= <i>log natural total assets</i> , AGE: jumlah tahun sejak berdiri perusahaan, VIF: <i>Variance Inflation Factor</i> . Sig one tail : ***) pada level 1%, **) pada level 5% dan *) pada level 10%							

Sumber : Diolah

Temuan ini tidak mendukung temuan Stiglitz (1992) dalam Miller dan Rock (1985) yang berisi bahwa deviden diyakini dapat mengurangi masalah agensi antara manajer dan pemegang saham ditinjau dari teori *signalling* atau informasi asimetri sebagai model yang mendasari perusahaan untuk membayar deviden (dikembangkan oleh Bhattacharya (1979). Penambahan *outside investor* tentunya akan menambah jumlah

pihak yang akan memonitor perilaku manajer dalam menjalankan manajemen perusahaan.

Pada model 3, variabel kontrol yang signifikan adalah Lnsize dan ROA. Variabel kontrol Lnsize mempengaruhi kebijakan deviden perusahaan. Semakin besar perusahaan semakin membutuhkan tambahan pendanaan untuk mendukung operasional perusahaan. Deviden merupakan salah satu “*good signalling*” yang dapat disampaikan kepada investor. Begitu juga dengan variabel kontrol ROA, pihak pemberi dana (*internal financing* maupun *external financing*) tentunya sangat berhati-hati dalam memberikan pendanaan, salah satu faktor yang menjadi perhatian adalah tingkat pengembalian investasi (misalnya ROA). Semakin besar perusahaan, investor akan meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi.

4.3.4 Pengujian Model 4: Pengaruh Konflik Keagenan terhadap Kebijakan Utang

Untuk uji signifikansi model (seperti terlihat pada tabel 4.6) memperlihatkan nilai F statistik sebesar 25,88 (31,37) dengan probabilitas F sebesar 0,0000 (0,0000) sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Atau dengan kata lain, *agency conflict*, ROA, Lnsize dan *age*, secara bersama-sama signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*. Nilai R² untuk model 4 sebesar 0,2840 (0,3255). Hasil ini menunjukkan bahwa 28,4% (32,6%) variasi *debt equity ratio* dapat dijelaskan oleh masing-masing variabel bebasnya yaitu *agency conflict*, ROA, Lnsize dan *age*, selebihnya variasi dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Besarnya nilai R² tersebut sangat bagus.

Hasil regresi untuk menjawab hipotesis 5 memperlihatkan koefisien *agency conflict* AC_1 sebesar -0,573 dengan p-value 0,095 dan koefisien AC_2 sebesar -2,353 dengan p-value 0,000 (tabel 4.6). Koefisien bertanda negatif berarti hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan utang bersifat negatif artinya bahwa semakin tinggi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer maka penggunaan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan semakin rendah. Penelitian ini memperlihatkan tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ berarti H₀ ditolak dan hipotesis 5 yang mengatakan konflik keagenan antara pemegang saham

dengan manajer berpengaruh terhadap kebijakan utang secara negatif terbukti. Arah hubungan pun sesuai dengan prediksi.

Baik dengan menggunakan pengukuran *rasio operating expenses* terhadap *annual sales* maupun ukuran *asset substitution* terbukti bahwa konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh terhadap kebijakan utang. Ditinjau dari sudut monitoring, tambahan utang akan menambah kemungkinan monitoring dari pihak luar yang semakin bertambah. Tambahan pihak yang memonitoring kebijakan perusahaan akan membatasi perilaku oportunistik dari manajer. Kreditur sebagai pemberi kredit tentunya akan lebih hati-hati dalam mengucurkan dana sehingga akan meminta atau mensyaratkan jaminan berupa aset (*tangible assets*) untuk setiap penambahan utang. Selain itu juga, monitoring terhadap pelaksanaan operasional perusahaan akan lebih intens, salah satunya dengan memonitor laporan keuangan. Ketika perusahaan menunjukkan terjadinya *excessive operating expenses* atau ketika rasio efisiensi penggunaan aset dalam menghasilkan penjualan tidak baik, maka pihak kreditur akan membatasi penyaluran kredit kepada perusahaan. Terjadinya *excessive operating expenses* atau inefisiensi penggunaan sumber daya dapat diduga telah terjadi penyimpangan (perilaku oportunistik) oleh manajer yang bertujuan menguntungkan diri sendiri.

Variabel kontrol yang signifikan adalah *Lnsiz*, *age* dan *ROA*. Variabel kontrol *Lnsiz* mempengaruhi kebijakan utang perusahaan. Semakin besar perusahaan semakin membutuhkan tambahan pendanaan untuk mendukung operasional perusahaan. Umur perusahaanpun mempengaruhi kebijakan utang perusahaan. Semakin lama perusahaan beroperasi, diharapkan semakin berkembang dan besar sehingga membutuhkan *financing* untuk mendukung pembiayaan operasional perusahaan. Pihak pemberi dana (*internal financing* maupun *external financing*) tentunya sangat berhati-hati dalam memberikan pendanaan, salah satu faktor yang menjadi perhatian adalah tingkat pengembalian (misalnya *ROA*).

Tabel 4.6 Hasil Regresi Model 4: Pengaruh Konflik Keagenan terhadap Kebijakan Utang

$DER = \alpha + \beta_1 AC_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 LNSIZE_i + \beta_4 AGE_i + \epsilon_i$	
Panel A: Variabel Dependen = Debt Equity Ratio (DER)	Panel B: Variabel Dependen = Debt Equity Ratio (DER)

Variabel Independen	Ekspek-tasi Tanda	Koefisien	Probabilita	VIF	Ekspek-tasi Tanda	Koefisien	Probabilita	VIF
Cons		0,121	0,385			0,399	0,169	
AC_1	-	-0,573	0,095*	1,09				
AC_2					-	-2,353	0,000***	1,03
ROA	+	-0,077	0,000***	1,12	+	-0,072	0,000***	1,07
LNSIZE	+	0,107	0,000***	1,08	+	0,099	0,001***	1,08
AGE	+	0,008	0,058*	1,13	+	0,009	0,043*	1,12
F-TEST (Prob>F)	25,88 (0,0000)				31,37 (0,0000)			
R-SQUARED	0,2840				0,3255			
N	266				265			
KETERANGAN:	DER=(Debt /Equity), AC_1=(Operating Expenses/Annual Sales), AC_2=(Annual Sales/Total Assets), ROA=Return on Assets (Net Income dibagi Total Investasi), LNSIZE=log natural total assets, AGE: jumlah tahun sejak berdiri perusahaan, VIF: Variance Inflation Factor Sig one tail : ***) pada level 1%, **) pada level 5% dan *) pada level 10%							

Sumber : Diolah

4.3.5 Pengujian Model 5: Pengaruh Kebijakan Deviden dan Utang Terhadap Nilai Perusahaan

Model 5 digunakan untuk menjawab hipotesis 6: apakah kebijakan deviden perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan, hipotesis 7: apakah kebijakan utang perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan, hipotesis 8, hipotesis 9, hipotesis 10 dan hipotesis 11, yaitu apakah kualitas *corporate governance* dan *growth opportunity* memoderasi hubungan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan dan hubungan kebijakan utang terhadap nilai perusahaan.

Untuk uji signifikansi model (dapat dilihat pada tabel 4.7) memperlihatkan nilai F statistik sebesar 14,42 dengan probabilita F sebesar 0,0000 sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Atau dengan kata lain, DER, DPR, CG, GRW, DPR*GRW, DER*GRW, CG*DPR, CG*DER, ROA, LnSize dan Age secara bersama-sama secara signifikan mempengaruhi besaran PBV. Hasilnya menunjukkan bahwa nilai R^2 untuk model tersebut sebesar 0,3969 dan prob-F sebesar 0,0000. Hasil ini menunjukkan bahwa 39,69% variasi PBV dapat dijelaskan oleh masing-masing variabel bebasnya yaitu DER, DPR, CG, GRW, DPR*GRW, DER*GRW, CG*DPR, CG*DER, ROA, LnSize dan Age, selebihnya variasi dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Besarnya nilai R^2 tersebut sangat bagus.

Hasil regresi untuk hipotesis 6 memperlihatkan koefisien deviden sebesar -0,150 p-value 0,000. Koefisien bertanda negatif berarti hubungan antara kebijakan deviden dengan nilai perusahaan bersifat negatif, artinya bahwa semakin besar tingkat *dividend payout ratio* maka nilai perusahaan

akan semakin kecil. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ berarti H_0 ditolak dan disimpulkan bahwa hipotesis 6 yang mengatakan kebijakan deviden perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan terbukti. Namun dilihat dari arah hubungan, menghasilkan nilai yang tidak sesuai (negatif). Kesimpulan yang bisa diambil dari hasil tersebut bahwa semakin besar tingkat *dividend payout ratio* (pembayaran deviden kepada pemegang saham) maka nilai perusahaan akan semakin kecil. Bagian dari *net income* perusahaan yang tidak dibagikan kepada pemegang saham akan digunakan oleh perusahaan sebagai investasi. Investasi bertujuan untuk menghasilkan *future cash flow* positif yang akan menjadi *good news* bagi investor. Sehingga ketika perusahaan membagikan deviden, sebagian investor memandang bahwa nilai perusahaan akan menurun. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Ang dan Peterson (1985). Temuan mereka membuktikan bahwa *dividend payout ratio* yang tinggi akan menyebabkan *higher required return* yang tinggi sehingga menyebabkan nilai pasar saham menurun.

Investor melihat pembagian deviden sebagai bagian dari laba bersih perusahaan yang tidak dapat diinvestasikan sehingga *cash flow* dari investasi di masa yang akan datang berkurang. Hal ini menjadi "*bad news*" bagi investor yang peduli dengan nilai/*cash flow* investasi di masa yang akan datang (Brigham dan Gapenski, 1996). Weston dan Brigham (1997) mengatakan bahwa kebijakan optimal merupakan kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara deviden saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga dapat memaksimalkan laba.

Hasil regresi untuk menjawab hipotesis 7 memperlihatkan koefisien utang sebesar 0,336 dengan nilai prob sebesar 0,303 (tabel 4.7). Koefisien bertanda positif berarti hubungan antara kebijakan utang dengan nilai perusahaan bersifat positif, artinya bahwa semakin besar tingkat penggunaan utang perusahaan maka nilai perusahaan akan semakin tinggi. Namun karena tingkat signifikansi $\alpha > 10\%$ berarti H_0 diterima atau dengan kata lain hipotesis 7 yang mengatakan

kebijakan utang perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan tidak terbukti, walaupun arah hubungan sesuai dengan prediksi. Konsisten dengan hasil hipotesis sebelumnya yang menunjukkan bahwa konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang, maka kebijakan utang pun tidak mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Arifin (2005), yang memaparkan bahwa mekanisme *bonding* dengan utang bukanlah mekanisme yang tepat untuk digunakan sebagai variabel pengurang masalah agensi di Indonesia, sehingga dapat dikatakan bahwa kebijakan utang tidak dapat dipakai sebagai kebijakan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Model ini juga digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis 8, hipotesis 9, hipotesis 10 dan hipotesis 11. Sebelum dilakukan interaksi terlebih dahulu variabel-variabel tersebut dilakukan pengujian secara langsung antara variabel moderasi dengan nilai perusahaan (variabel dependen). Hasil menunjukkan bahwa *corporate governance* memperlihatkan nilai koefisien sebesar 2,771 dengan p-value 0,005 (tabel 4.7). Koefisien bertanda positif berarti hubungan antara *corporate governance* dengan nilai perusahaan bersifat positif, artinya semakin tinggi kualitas *corporate governance* maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ berarti H_0 ditolak dan dapat ditarik kesimpulan bahwa kualitas *corporate governance* berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan terbukti.

Sedangkan uji langsung antara variabel moderasi *opportunity growth* terhadap nilai perusahaan memperlihatkan nilai koefisien sebesar -0,515 dengan p-value 0,11 (tabel 4.7). Koefisien bertanda negatif berarti hubungan antara *opportunity growth* dengan nilai perusahaan bersifat negatif, artinya semakin tinggi kesempatan pertumbuhan maka nilai perusahaan akan semakin kecil. Tingkat signifikansi $\alpha > 10\%$ berarti H_0 diterima, sehingga hipotesis yang mengatakan tingkat *opportunity growth* berpengaruh terhadap nilai perusahaan tidak terbukti.

Tabel 4.7 Hasil Regresi Model 5: Pengaruh Kebijakan Deviden dan Utang Terhadap Nilai Perusahaan

$$PBV = \alpha + \beta_1 DER_i + \beta_2 DPR_i + \beta_3 CG_i + \beta_4 GRW_i + \beta_5 DER*GRW + \beta_6 DPR*GRW + \beta_7 DER*CG + \beta_8 DPR*CG + \beta_9 ROA_i + \beta_{10} LNSIZE_i + \beta_{11} AGE_i + \epsilon_i$$

Variabel Dependen = Price to Book Value (PBV)				
Variabel Independen	Ekspektasi Tanda	Koefisien	Probabilita	VIF
Cons		-2,737	0,006	
DER	+	0,336	0,303	1,83
DPR	+	-0,150	0,000***	1,71
CG	+	2,771	0,005**	1,42
GRW	-	-0,515	0,11	1,78
DER*GRW	-	0,327	0,11	5,01
DPR*GRW	-	0,004	0,393	2,94
DER*CG	+	-0,629	0,265	1,19
DPR*CG	+	0,234	0,000***	1,15
ROA	+	0,054	0,000***	1,66
LNSIZE	+	0,159	0,000***	1,35
AGE	+	-0,008	0,077*	1,13
F-TEST (Prob>F)	14,42 (0,0000)			
R-SQUARED	0,3969			
N	253			
KETERANGAN	PBV=(Market Value Equity /Book Value Equity), DER = (Debt/Equity), DPR: Dividend Payout Ratio (= Deviden/Net Income), GRW: asset growth, CG: index CG, DER*GRW: interaksi DER dan GRW, DPR*GRW: interaksi DPR dan GRW, DER*CG: interaksi DER dan CG, DPR*GRW: interaksi DPR dan GRW, ROA: Return on Assets (= Net Income dibagi total investasi), LNSIZE = log natural total assets, AGE= jumlah tahun sejak berdiri perusahaan VIF: Variance Inflation Factor Sig one tail : (***) pada level 1%, **) pada level 5% dan *) pada level 10%			

Sumber : Diolah

Hasil pengujian hipotesis 8 memperlihatkan koefisien interaksi *corporate governance* terhadap hubungan antara kebijakan deviden dan nilai perusahaan (CG*DPR) sebesar 0,234 dengan p-value 0.000 (tabel 4.7). Koefisien bertanda positif berarti kualitas *corporate governance* memperkuat hubungan antara deviden dengan nilai perusahaan. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ berarti hipotesis 8 yang mengatakan bahwa kualitas *corporate governance* memperkuat hubungan positif antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan terbukti. Untuk hipotesis 9 yang mengatakan bahwa tingkat *corporate governance* memperkuat hubungan positif antara kebijakan utang terhadap nilai perusahaan tidak terbukti secara signifikan. Koefisien interaksi *corporate governance* terhadap hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan (CG*DER) sebesar -0,629 dengan p-value 0,265. Arah hubungan juga tidak sesuai.

Schellenger *et al.* (1989) dalam Wawo (2010) menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara *corporate governance* (yang diukur dengan jumlah dewan

komisaris independen) dan kinerja pasar perusahaan. Bila dihubungkan dengan kualitas informasi dan manajemen laba, beberapa hasil penelitian memperlihatkan bahwa perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang baik cenderung menghasilkan kualitas informasi yang lebih baik, rendahnya manajemen laba atau melaporkan ulang laba (Machuga *et al.* (2007), McMullen (1996), Beasley (1996), Agrawal *et al.* (2005) dalam Wawo (2010), Dechow *et al.* (1996), Klein (2002). Hasil penelitian Musnadi (2006) dalam Nuryaman (2009) juga menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan oleh individu sebagai mekanisme *corporate governance* dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Sedangkan temuan yang berlawanan dihasilkan oleh Siregar (2006) yaitu kualitas audit tidak efektif sebagai mekanisme *corporate governance*.

Almilia (2006) dalam Puntowening (2009) mengatakan bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tersebar perlu menerapkan *corporate governance* untuk meningkatkan kewenangan pemegang saham publik dalam rangka menyeimbangkan pihak manajemen. Tujuan *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi pihak-pihak pemegang kepentingan (Sunarto, 2003 dalam Puntowening, 2009). Apabila implementasi *corporate governance* yang baik dan proporsi kepemilikan serta proporsi *Board of Director* yang relatif seimbang akan dapat menciptakan *Good Corporate Governance*, sehingga kinerja saham akan semakin meningkat. Kesimpulan diberikan bahwa dengan diterapkannya *corporate governance*, akan menurunkan kemungkinan terjadinya ekspropriasi dari pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas.

Hasil hipotesis 10 dan hipotesis 11 yaitu *growth opportunities* memperlemah hubungan positif kebijakan deviden dan nilai perusahaan tidak terbukti, dan *growth opportunities* memperlemah hubungan positif kebijakan utang terhadap nilai perusahaan pun tidak terbukti. Hal ini dapat dilihat dari hasil regresi sebesar 0,004 p-value 0,393 (DPR*GRW) dan 0,327 p-value 0,11 (DER*GRW).

Secara teoritis, *opportunity growth* yang tinggi diharapkan akan menghasilkan tingkat laba yang tinggi dan nilai perusahaan yang meningkat (Kallapur dan Trombley, 1999). Dalam penelitian ini terlihat bahwa kesempatan

pertumbuhan tidak menjadi faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Kesempatan bertumbuh yang tinggi tidak dapat menjadi sinyal kepada investor tentang nilai perusahaan, baik sinyal positif maupun sinyal negatif. *Outside investor* tidak terlalu peduli dengan kesempatan investasi (*growth opportunity*) yang ada di perusahaan tersebut. Investor tersebut tidak menjadikan *future cash flow* sebagai faktor yang mempengaruhi keputusan investasi mereka.

Hampir sama dengan model-model sebelumnya, variabel kontrol yang signifikan adalah *Lsize*, *Age* dan *ROA*. Variabel kontrol *Lsize* mempengaruhi nilai *PBV* perusahaan. Pasar menilai lebih tinggi *market value* dari *book value* berarti investor melihat bahwa semakin besar perusahaan, semakin prospektif dan mempunyai nilai perusahaan yang semakin meningkat. Variabel kontrol lainnya yaitu *ROA* dan *Age* secara signifikan mempengaruhi nilai *PBV*. Semakin bertambah umur perusahaan semakin memberikan *image* yang positif terhadap investor. Investor bisa melihat bahwa perusahaan semakin berpengalaman dan akan menjaga reputasi. Semakin tinggi *ROA* perusahaan, semakin tinggi nilai *PBV*.

Tabel 4.8 di bawah ini berisi ringkasan hasil penelitian secara keseluruhan. Dapat disampaikan bahwa kepemilikan keluarga tinggi mempengaruhi tingkat konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Perusahaan keluarga memiliki konflik yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah. Kualitas *corporate governance* pada perusahaan yang didominasi keluarga lebih rendah dari perusahaan yang kepemilikan keluarganya rendah. Sedangkan *agency conflict* tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden, tetapi terbukti berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Tabel 4.8 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

NO	HIPOTESIS	HASIL
H1	Perusahaan publik dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah (AC_1).	Signifikan negatif pada level 5%
	Perusahaan publik dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah (AC_2).	Signifikan negatif pada level 10%
H2	Perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki	Signifikan negatif

	kualitas <i>corporate governance</i> yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah.	pada level 1%
H3	Konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh positif terhadap kualitas <i>corporate governance</i> (AC_1)	Signifikan positif pada level 1%
	Konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh positif terhadap kualitas <i>corporate governance</i> (AC_2)	Signifikan positif pada level 5%
H4	Konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden perusahaan (AC_1)	Tidak signifikan
	Konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden perusahaan (AC_2)	Tidak signifikan
H5	Konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan (AC_1)	Signifikan positif pada level 10%
	Konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan (AC_2)	Signifikan positif pada level 1%
H6	Kebijakan deviden perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan	Signifikan negatif pada level 5%
H7	Kebijakan utang perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan	Tidak signifikan
H8	Kualitas <i>corporate governance</i> memperkuat hubungan positif antara kebijakan deviden dan nilai perusahaan	Signifikan positif pada level 1%
H9	Kualitas <i>corporate governance</i> memperkuat hubungan positif antara kebijakan utang dan nilai perusahaan	Tidak signifikan
H10	<i>Growth opportunities</i> memperlemah hubungan negatif antara kebijakan deviden dan nilai perusahaan	Tidak signifikan
H11	<i>Growth opportunities</i> memperlemah hubungan negatif antara kebijakan utang dan nilai perusahaan	Tidak signifikan

Tingkat *corporate governance* memperkuat hubungan positif antara kebijakan deviden dan nilai perusahaan. *Corporate governance* tidak mempunyai pengaruh positif terhadap hubungan antara kebijakan utang terhadap nilai perusahaan. Sedangkan variabel *Corporate Governance* tidak mempunyai peran memoderasi hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan. Variabel *Opportunity Growth* tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi maupun memoderasi hubungan kebijakan deviden dan kebijakan utang terhadap nilai perusahaan.

4.4 Uji Sensitivitas

Bagian terakhir berisi hasil dari uji sensitivitas. Penulis mencoba untuk melakukan pengujian kembali dengan menghilangkan data yang memiliki ROA

negatif. Hasilnya memperlihatkan bahwa hampir sebagian besar konsisten dengan hasil pengujian sebelumnya. Untuk model 2 baik nilai F statistik maupun hasil uji signifikansi memperlihatkan hasil yang konsisten dengan pengujian sebelumnya. Nilai F statistik sebesar 19,64 (19,74) dengan probabilitas F sebesar 0,0000 (0,0000), sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen dapat dikatakan bahwa *agency conflict*, kepemilikan keluarga, ROA, LnSize dan Age secara bersama-sama mempengaruhi *corporate governance*. Hasil uji determinasi diperoleh R^2 sebesar 0,2974 (0,2984). Untuk hipotesis 2, koefisien regresi sebesar -0,033 (AC_1) dan -0,032 (AC_2) dan p-value 0,000 (0,000). Tingkat signifikansi $< 10\%$ berarti hipotesis yang mengatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki kualitas *corporate governance* yang rendah dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah terbukti. Arah hubungan pun sesuai dengan prediksi. Sedangkan untuk hipotesis 3, koefisien *agency conflict* (AC_1) sebesar 0,105 p-value 0,001 dan AC_2 sebesar 0,116 dengan p-value 0,001. Tanda/arah hubungan sesuai prediksi. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ memperlihatkan bahwa konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh secara positif terhadap *corporate governance* terbukti. Arah hubungan pun sesuai dengan yang diharapkan.

Model 3 untuk uji hipotesis 4 memperlihatkan nilai F statistik sebesar 9,58 (7,29) dengan probabilitas F sebesar 0,0000 (0,0000) sehingga pada level signifikansi di bawah 10% variabel independen signifikan mempengaruhi variabel dependen. Nilai R^2 sebesar 0,1438 (0,1233) untuk AC_1 dan AC_2. Besarnya nilai R^2 lebih rendah dibandingkan hasil uji sebelumnya, namun masih dapat dibilang cukup bagus. Koefisien *agency conflict* AC_1 sebesar -7,956 p-value 0,128 dan koefisien AC_2 sebesar -6,228 dengan p-value 0,246. Koefisien bertanda negatif berarti hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan deviden bersifat negatif artinya bahwa semakin tinggi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer maka pembayaran deviden kepada pemegang saham semakin kecil.

Pada model 4, seluruh variabel utama memperlihatkan hasil yang sama dengan hasil uji sebelumnya. Hanya variabel Age yang memperlihatkan hasil signifikansi yang berbeda. Nilai F statistik sebesar 32,65 (32,91) dengan

probabilita F sebesar 0,0000 (0,0000) sehingga pada level signifikansi di bawah 10% variabel independen signifikan mempengaruhi variabel dependen. Nilai R² untuk model 4 sebesar 0,3650 (0,3632). Hasil regresi untuk uji hipotesis 5 memperlihatkan koefisien *agency conflict* AC_1 sebesar -0,452 dengan p-value 0,102 dan koefisien AC_2 sebesar -0,585 dengan p-value 0,069. Konsisten dengan uji sebelumnya, yaitu konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer berpengaruh terhadap kebijakan utang secara negatif terbukti. Arah hubungan pun sesuai dengan prediksi.

Untuk model 5, hampir semua memperlihatkan hasil yang sama dengan pengujian awal. Koefisien deviden, utang, *corporate governance*, *growth opportunity*, Lnsiz, ROA dan Age berturut-turut adalah sebesar -0,115, 0,197, 3,160, -0,170, 0,184, 0,015 dan -0,011, sedangkan dengan nilai prob sebesar 0,001, 0,369, 0,035, 0,341, 0,000, 0,000 dan 0,047. Yang berbeda adalah hasil signifikansi dari variabel interaksi antara *growth opportunity* dan utang (GRW*DER). Pengujian kedua menghasilkan tingkat signifikansi berada di bawah 10%, sehingga hipotesis 11 yang menyatakan bahwa *growth opportunities* memperllemah hubungan positif antara kebijakan utang terhadap nilai perusahaan terbukti.

BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

Bab terakhir dalam thesis ini berisi kesimpulan, saran dan keterbatasan penelitian. Pembahasan dimulai dari kesimpulan model penelitian, kesimpulan hipotesis, saran dan terakhir disampaikan keterbatasan penelitian yang dihadapi oleh peneliti.

5.1 Kesimpulan

Bab terakhir dalam tesis ini adalah kesimpulan. Berdasarkan hasil keseluruhan uji hipotesis dan analisis pada bab sebelumnya dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki konflik keagenan yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang

kepemilikan keluarga rendah. Merujuk pada teori keagenan, struktur kepemilikan perusahaan yang dikuasai oleh keluarga memiliki konflik keagenan yang lebih rendah antara manajer dan pemegang saham. Hal ini disebabkan karena fungsi pengendalian atau pengawasan terhadap manajer lebih ketat dibandingkan pengendalian oleh pemegang saham pada perusahaan yang tanpa pengendali utama (Anderson dan Reeb, 2003), perusahaan keluarga akan memiliki lebih sedikit masalah agensi antara pemilik dengan manajemen karena pemilik dapat memonitor manajer secara langsung, dan perusahaan keluarga tidak perlu banyak mengkaitkan kompensasi manajemen dengan pengukuran kinerja berbasis akuntansi (Chen *et al.*, 2006), sehingga lebih kecil kemungkinan untuk manajemen melakukan manipulasi pelaporan keuangan untuk kepentingan mereka (konflik kepentingan).

2. Perusahaan publik dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki kualitas *corporate governance* yang lebih rendah dengan perusahaan yang kepemilikan keluarganya rendah. DeFond *et al.* (2005); Bushman *et al.* (2004) menemukan bahwa manajemen dalam perusahaan keluarga akan mengurangi kekuatan struktur *governance*. Bushman dan Piotraski (2006) pun menemukan bahwa *corporate governance* pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga adalah lebih rendah dari perusahaan yang tidak dikendalikan oleh keluarga. Juga diperoleh bukti bahwa investor memiliki persepsi yang lebih negatif terhadap perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dibanding perusahaan bukan perusahaan keluarga. Bozec dan Bozec (2007) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan perusahaan dengan praktek *corporate governance*. Tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan di Indonesia dapat mempengaruhi kinerja Komisaris Independen dan Komite Audit dalam mengawasi jalannya perusahaan.
3. Konflik keagenan berpengaruh secara positif terhadap kualitas *corporate governance*. Semakin tinggi *agency conflict* dalam suatu perusahaan maka semakin tinggi kualitas *corporate governance*. *Corporate governance* merupakan perangkat atau alat yang dapat melindungi para investor dari

perilaku oportunistik para agen/manajer. Hasil uji hipotesis sesuai dengan pernyataan Shleifer dan Vishny (1999), yang mengatakan bahwa *corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol perilaku oportunistik para manajer.

4. Tidak adanya hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan dividen. Bila dikaitkan dengan struktur kepemilikan saham oleh keluarga, perusahaan yang porsi kepemilikan keluarganya mendekati batas mayoritas atau dominasi tertentu cenderung tidak menggunakan mekanisme bonding peningkatan dividen untuk mengurangi masalah agensi. Apabila perusahaan yang didominasi keluarga melakukan peningkatan deviden, maka kemungkinan besar keluarga akan kehilangan (atau berkurang) hak pengendalian/ kontrol terhadap perusahaan.
5. Tidak adanya hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan utang. Hasil ini sesuai dengan temuan Arifin (2005), yang mengatakan bahwa kebijakan utang bukanlah mekanisme pengurang *agency conflict* antara manajer dan pemegang saha. Masalah keagenan yang timbul antara pemegang saham dengan pemegang saham disebabkan oleh perbedaan sikap prinsipal dan agen terhadap resiko bisnis (Jensen dalam Harjito, 2005) tidak terbukti dalam penelitian ini.
6. Terdapat hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Namun dengan arah hubungan yang berlawanan. Kesimpulan yang bisa diambil yaitu semakin besar tingkat *dividend payout ratio* (pembayaran dividen kepada pemegang saham) maka nilai perusahaan akan semakin kecil. Peneliti mendokumentasikan beberapa hasil yang sesuai dengan temuan tersebut. Litzenberger dan Ramswamy (1979, 1982); Blume (1980), Ang dan Peterson (1985) membuktikan bahwa *dividend payout ratio* yang tinggi akan menyebabkan *higher required return* yang tinggi sehingga menyebabkan nilai pasar saham menurun.
7. Kebijakan utang perusahaan tidak mempunyai pengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian Arifin (2005). Arifin (2005) dalam penelitiannya memaparkan bahwa mekanisme bonding dengan utang bukannya mekanisme yang tepat untuk digunakan

sebagai variabel pengurang masalah agensi di Indonesia, sehingga dapat dikatakan bahwa kebijakan utang tidak dapat dipakai sebagai kebijakan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan.

8. Kualitas *corporate governance* memperkuat hubungan positif antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Hasil penelitian Musnadi (2006) dalam Nuryaman (2009) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan oleh individu sebagai mekanisme *corporate governance* dapat meningkatkan kinerja suatu perusahaan. Schellenger *et al.* (1989) dalam Wawo (2010) mengatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *corporate governance* (yang diukur dengan jumlah dewan Komisaris Independen) dan kinerja pasar perusahaan.
9. Kualitas *Corporate governance* tidak terbukti memperkuat hubungan positif antara kebijakan utang dan nilai perusahaan.
10. Variabel *opportunity growth* tidak terbukti secara signifikan memperlemah hubungan negatif antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan.
11. Variabel *opportunity growth* tidak terbukti secara signifikan memperlemah hubungan negatif antara kebijakan utang dan nilai perusahaan.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Setelah dilakukan pengujian dan penarikan kesimpulan, ditemukan beberapa kekurangan dan kelemahan dalam penelitian ini. Peneliti sangat menyadari sepenuhnya bahwa penelitian ini mengandung banyak keterbatasan, baik dari pihak peneliti maupun faktor-faktor di luar kendali peneliti, yaitu antara lain:

1. Peneliti mengalami kesulitan dalam memilih indikator/pengukuran yang tepat untuk menjelaskan variabel yang akan diteliti (contoh: *agency conflict* yang diukur dengan *asset utilization* hasilnya tidak signifikan).
2. Kesulitan peneliti dalam menentukan antara variabel endogen dan eksogen dari model-model yang dikembangkan.
3. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *single equation* (di-*running* secara terpisah) sehingga ada kemungkinan timbul bias.

4. Unit analisis hanya berasal dari perusahaan manufaktur yang listing di BEI. Hal ini disadari oleh peneliti bahwa hasil penelitian menjadi lebih sempit dalam melakukan generalisasi hasil.
5. Periode pengamatan dalam penelitian ini cukup, namun terdapat keterbatasan data *corporate governance index* yang diperoleh dari IICD, terutama data *corporate governance index* tahun 2006 tidak tersedia. Selain itu, data *corporate governance index* tahun 2009, 2010 yang tersedia sangat terbatas.
6. Peneliti tidak menggunakan pendekatan yang dilakukan oleh penelitian terdahulu (Arsjah, 2009) untuk menggantikan ketidakterdediaan data *corporate governance index* IICD tahun 2006 dan tahun 2009 dan tahun 2010 yang hanya tersedia untuk perusahaan LQ-45.
7. Data yang sangat tidak balance (*unbalance*) membatasi peneliti untuk di dalam menentukan alat/metode analisis dan pengujian dan observasi (seperti melihat dampak perbedaan tahun).

5.3 Saran dan Rekomendasi

1. Menambahkan beberapa variabel ke dalam model atau mencari indikator/pengukuran yang lebih tepat dalam menjelaskan perilaku dari variabel yang diteliti kemudian menggunakan analisis faktor untuk memilih pengukuran yang lebih tepat.
2. Menggunakan metode analisis data yang dapat mengatasi permasalahan endogenitas, seperti Structural Equation Modelling (SEM), path analysis, atau metode lainnya.
3. Pengujian sebaiknya diolah secara simultan (di *running* secara serentak) sehingga hasil yang didapat tidak bias.
4. Menambah unit analisis sehingga tidak hanya berasal dari perusahaan manufaktur saja (melakukan penelitian terhadap perusahaan lintas industri atau lintas negara).
5. Mengembangkan pengukuran atau menghitung indeks *corporate governance* sendiri.
6. Mencoba mengganti ketidakterdediaan data *corporate governance index* IICD dengan pendekatan yang dilakukan oleh penelitian terdahulu (Arsjah, 2009).

7. Dengan data yang *unbalanced* disarankan untuk melakukan pengujian secara tahunan (per tahun).

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.
- Agrawal, A. dan Knoeber, C. 1996. Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp. 377-396.
- Ahmed, Anwer S., Bruce K. Billings, Richard M. Morton dan Mary Stanford-Harris. 2002. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts Over Dividend Policy and in Reducing Debt Cost. *The Accounting Review*, Vol. 77 No. 44, pp. 867-890.
- Ajija, Shochrul R., Dyah W. Sari, Rahat H. Setianto, dan Martha R. Primanti. 2011. *Cara Cerdas Menguasai Eviews*. Penerbit Salemba Empat.
- AlNajjar, F.K. dan Balkaoui, R.R. 2001. Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities. *Managerial Finance*, 27.
- Ali, Ashiq, Tai-yuan Chen & Suresh Radhakrishnan. 2007. Corporate Disclosure by Family Firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44, pp. 238-286.
- Amihud, Y. dan B. Lev. 1981. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Merger. *Bell Journal of Economics*, 12, pp. 605-627.
- Ang, James S., Rebel A., Cole dan James Wuh Lin. 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 55 No. 1. pp. 81-106.
- Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi, dan David M. Reeb. 2003. Founding Family Ownership and The Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 263-285.
- Arifin, Z. 2003. Efektifitas Mekanisme Bonding Dividen dan Hutang untuk Mengurangi Masalah Agensi Pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *Journal Siasat Bisnis*, Vol. 1 No. 8, pp. 19-31.
- Arifin, Z. & Nina, R. 2006. Pengaruh Corporate Governance terhadap Efektifitas mekanisme Pengurangan Masalah Agensi. *Journal Siasat Bisnis*, Vol. 3 No. 11, pp. 237-247.
- Barako. Dulacha G. 2007. Determinants Of Voluntary Disclosures In Kenyan Companies Annual Reports. *African Journal Business Management*. Vol. 1(5) pp. 113-128.

- Bathala, C.T, *et al.* 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings, and Agency Perspective. *Financial Management* 23, pp. 38-50.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘the-bird-in-the-hand’ Fallacy. *Journal of Economics* 10, pp. 259-270.
- Bizjak, John M., Lemmon, Michael, dan Naveen, Lalitha. 2008. Does The Use of Peer Groups Contribute to Higher Pay and Less Efficient Compensation? *Journal of Financial Economics* 90, pp. 152–168.
- Black, F., dan Scholes, M. 1973. The Effects on Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*.
- Berle, A. dan Means, G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- Borokhovich, Kenneth A., Kelly R. Brunaski, Yvetter Harman dan James B. Kehr. 2005. Dividend, Corporate Monitor and Agency Cost. *The Financial Review* Vol 40, pp. 37-65.
- Bozec, Yes dan Richard Bozec. 2007. Ownership Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects? *Canadian Journal of Administrative Science* Vol. 24 No. 3, pp. 182-190.
- Brigham E. 2004. *Fundamentals of Financial Management*, 6th. Ed. Harcourt Brace College of Business Administration.
- Bushman, R. dan Piotroski, J. 2006. Financial Reporting Incentive for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions. *Journal of Accounting and Economics*, 42 (1-2), pp. 107-48.
- Bushman, R. dan Smith, AJ. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance. URL: <http://www.ssrn.com>.
- Bushman, R, Qi Chen, Ellen Engel dan Abbie Smith. 2004. Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems. *Journal of Accounting and Economics* 37, pp. 167-201.
- Chen, Chiung-Jung dan Yu, Chwo-Ming Joseph. 2011. Managerial Ownership, Diversification, and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market. *International Business Review*, xxx, xxx-xxx.
- Chen, Lin, Ma, Yue, dan Xuan, Yuhai. Ownership Structure and Financial Constraints: Evidence From A Structural Estimation. *Journal of Financial Economics*, 102, pp. 416–431.

- Chen, Alin dan Lanfeng Kao. 2005. The Conflict Between Agency Theory and Corporate Control on Managerial Ownership: The Evidence from Taiwan IPO Performance. *International Journal of Business*, 10 (1), pp. 39-59.
- Crutchley, Claire E dan Robert S. Hansen. 1989. A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management* Vol. 18, pp. 36-46.
- Damayanti 2006, Yulianto 2010 dalam Dewi, 2011, >[http:// publikasi. umy.ac.id/ index.php/ akuntansi/ article/view /2930/1705](http://publikasi. umy.ac.id/index.php/akuntansi/article/view/2930/1705).
- Damodaran, Aswath. 2002. *Investment Valuation, Tools and techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2nd. Ed. John Wiley & Sons Inc. New York.
- De Angelo, H. Da R.W. Masulis. 1980. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics* 8, pp. 3-30.
- Dechow, Patricia M. 1994 Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. *Journal of accounting and economics*, 18, 3-42
- DeFond, M.L., Hung, M., 2004. Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover. *Journal of Accounting Research* 42, 269-312
- DelGuercio, Seery, Laura, & Woidtke, Tracie. 2008. Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists “Just Vote No”? *Journal of Financial Economics* 90 (2008) 84–103
- Demsetz, Harold dan Belen Villalonga. 2001. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance* Vol 7 pp 209-233
- Denis, David J. & Osobov, Igor. 2008. Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics* 89 (2008) 62– 82
- Desmukh, Sanjay. 2005. The Effect of Asymmetric Information on Dividen Policy. *Quaterly Journal of Business and Economics* vol. 44 no.1-2 , pp. 107-127
- Dewenter, Kathryn L. Dan Vincent A. Warther. 1998. Dividends, Asymmetric Information and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and US Firms. *The Journal of Finance*, Vol. LIII No. 3

- Duru, Augustine, Mansi, Sattar A & Reeb, David M. 2005. Earnings-based Bonus Plans and the Agency Costs of Debt. *Journal of Accounting and Public Policy* 24 (2005) : 431–447
- Eisenhardt, K. M. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *Academic Management Review* 1, pp. 57-74
- Eva, Liljeblom, Daniel, Pasternack, & Matts, Rosenberg. 2011. What Determines Stock Option Contract Design? Hanken School of Economics and Business Administration. *Journal of Financial Economics* 102 (2011) 293–316
- Facciao, mara dan Lasfer, M.A. 2000. Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence. URL: <http://www.ssrn.com>.
- Fich, M. Elizier, Jie, Cai, Tran, AnhL. 2011. Stock Option Grants to Target CEOs During Private Merger Negotiations. *Journal of Financial Economics* 101 (2011) 413–430
- Firth, Michael, Peter MY Fung, Oliver M. Rui (2006). Corporate performance and CEO Compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12, 693-714.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). *Corporate Governance Tata Kelola Perusahaan*, <http://www.fcgi.or.id>
- Gaver, J. J. dan K. M. Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal Accounting & Economics*, 16, pp. 126-160
- Gaver, J. J. dan K. M. Gaver. 1993. Compensation Policy and The Investment Opportunity Set. *Journal of the Financial Management Association*, Vol. 24 No. 1
- Goyal, Vidhan K., Kenneth Lehn, Stanko Racic. 2002. Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of The US Defense Industry. *Journal of Financial Economics*. pp. 35-59.
- Grant, Fleming, Heaney, Richard, & McCosker, Rochelle. 2004. Agency Costs and Ownership Structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal* xx: xxx– xxx
- Grossman, Sanford J. dan Oliver D. Hart. 1982. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. University of Chicago Press, Chicago.
- Hair, Joseph F., William C. Black, Barry J. Balri, Ralph E. Anderson, Ronald L. Tatham, 2006. Multivariate Data Analysis, Sixth Edition, *Pearson Education International*.

- Huang, Chin-Sheng, Chun-Fan You dan Szu-Hsien Lin. 2009. Cash Dividend, Stock Dividend and Subsequent Growth. <http://www.sciencedirect.com/science>
- Huang G., dan M.S. Frank. 2005. The Determinants of capital Structure: Evidence from China. *China Economics Review* 17, pp. 14-36
- Harjito, Agus & Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Deviden Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *JAAI, Vol. 10 No. 2.*
- Hart, O., 1995. Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105, 678-689.
- Harris, M. dan Raviv, A. 1988. Corporate Control Cotests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 55-86
- Harris, M. dan Raviv, A. 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance* 46 pp. 297-355
- Hastuti. 2005. Pengaruh Gooed Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan. <http://repository.upi.edu/operator/upload/spea055631>
- Hermalin, Benjamin E. and Michael S. Weisbach. 1991. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Journal of Financial Management*. pp. 101-112
- Hermawan, Ancella. 2009. Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris, Komite Audit, Kepemilikan oleh Keluarga dan Peran Monitoring Bank terhadap Kandungan Informasi. *Disertasi Program Pascasarjana Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.*
- Husnan, Suad. 2004. *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan, Keputusan Jangka Panjang*. Edisi 4 BPFE. Yogyakarta.
- Istianingsih. 2011. Faktor-faktor Penentu Pengungkapan Informasi dan Kinerja Modal Intelektual serta Dampaknya terhadap Kemampuan Imbal Hasil Saham dalam Memprediksi Laba Masa Depan Perusahaan. *Disertasi Program Pascasarjana Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Kaen, Fred R. 2003. *A Blueprint for Corporate Governance; Strategy Accountability, and the Preservation of Shareholder Value*. New York NY. American Management Association.

- Kallapur, Sanjay, and Mark A. Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set and Realized Growth. *Journal of Business, Financial, and Accounting*, 96. pp. 505-519
- Kanatas, George dan Jianping Qi. 2004. Dividends and Debt with Managerial Agency and Lender Holdup. *Management Science* Vol. 50 no. 9, pp. 1249-1260
- Kaaro, Hermeindito. 2001b. The Association Between Financing Decision and Investment Decision. *Journal Ekonomi dan Bisnis* Vol. VII No. 2, pp 151-164
- Kaaro, Hermeindito dan Hartono, Jogiyanto. 2002. Perilaku Keputusan Investasi berbasis peluang Investasi dan Ketersediaan Keuangan Internal. Simposium Nasional Akuntansi 5. Semarang
- Kim, J., & Yi, S.H. 2005. Ownership structures, Business Group Affiliation, Listing Status and Earning Management: Evidence from Korea. Working Paper Series. <http://www.ssrn.com>
- Kim, kenneth A., dan Nofsinger, John R. 2007. *Corporate Governance*, 2nd. Ed. Pearson Education. New Jersey.
- Kusuma, Hadri & Erlan Susanto. 2004. Efektivitas Mekanisme Bonding: Kasus Perusahaan-perusahaan yang dikontrol Komisaris Independen. *JAAI, Vol. 8 No. 1*
- Kusuma, Hadri. 2006. Efek Informasi Asimetri Terhadap Kebijakan Dividen. *JAAI Vol. 10 No. 1.*
- Kim, Jeong-Bon, Li, Yinghua, Zang, Liandong. 2011. CFOs Versus CEOs : Equity Incentives and Crashes. *Journal of Financial Economics 101 (2011) 713–730*
- La porta, R., F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer, R., 1999. Corporate Ownership Around The World. *Journal of finance*, 54, p. 471-517
- Leland, H. dan D . Pyle. 1997. *Information Asymmetries, Financial Intermediation. Journal of Finance* Vol 32 pp 371-388
- Liljeblom, Eva, Pasternack, Daniel, & Rosenberg, Matts. 2011. What Determines Stock Option Contract Design?. *Journal of Financial Economics 102 (2011) 293–316*
- Litzenberger, Robert H dan Krishna Ramaswamy. 1979. The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence.. *Journal of Financial Economics* 7. pp. 163-195.

- Litzenberger, Robert H dan Krishna Ramaswamy. 1982. The Effects of Dividend on Common Stocks Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Finance* 37. pp. 429-443.
- Lloyd, William P., John S. Jahera dan Daniel E. Page. 1985. Agency Costs and Dividend Payout Ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics* Vol. 24. No. 3, pp 19-29
- Manohar Singh, Wallace N. And Davidson III. 2007. Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Banking & Finance* 27: 793–816
- Mas'ud, Masdar. 2008. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan. *Manajemen dan Bisnis*, Vol. 7 No. 1. pp. 82-99
- McConnell, John J., Servaes, Henri & Karl V. Lins. 2008. Changes in Insider Ownership and Changes in The Market Value of The Firm.
- Myers, S. C and Majluf, N. S. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.
- Nachrowi, D. N dan Hardius Usman. 2006. *Ekonometrika: Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan, Pendekatan Poppuler dan Praktis*. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Nam, Jouah, Tang, Charles & Thornton, John H. 2006. The Effect of Agency Cost On The Value of Single-Segment and Multi-Segment Firms. *Journal of Corporate Finance* 12 (2006) 761-782
- Pertiwi, Diah Ayu. 2010. Analisis Pengaruh Earning Management Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Peranan Praktik Corporate Governance Sebagai Moderating Variabel Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2005 – 2008. <http://eprints.undip.ac.id/24464/1/SKRIPSI.pdf>.
- Petra, Steven T., 2007. The Effect of Corporate Governance on The Informativeness of Earnings. *Economics of Governance*, Vol. 8. 129-264.
- Rahayu, Dyah Sih. 2005. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial dan Institusional Pada Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Akuntansi & Auditing*, Vol. 01/No. 02/Mei 2005: 181-197
- Rozeff, Michael S. 1982. Dividends and Agency Costs. *Journal of Financial Research* Vol 5 pp 249-259
- Sekaran, Uma. 2003. *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. 4th Ed. John Wiley Inc. New York.

- Shleifer, Andrei, Robert Vishny, 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, June, Vol 52 (2), 737-783
- Siregar, Sylvia Veronica N.P, dan Siddharta Utama. 2006. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management). *Journal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 9 No.3. pp. 307-326.
- Schulze, William S., Michael H. Lubatkin, Richard N. Dino dan Ann K Buchholtz. 2001. Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science* Vol. 12 No. 2, pp. 99-116.
- Siallagan, Hamonangan, Mas'ud Machfoedz, 2006. Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan, *Simposium Nasional Akuntansi 9*, Padang.
- Suharli, Michell. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9 No. 1. pp 9-17
- Siregar, Sylvia Veronica, 2005. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management) dan Kekeliruan Penilaian Pasar. *Disertasi Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.
- Suranta, Eddy dan Pratana Puspa Medistusi, 2005. Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Praktek Manajemen Laba. *Konferensi Nasional Akuntansi*, Peran Akuntansi dalam membangun Good Corporate Governance, hal 1-8.
- Suranta, Eddy dan Mas'ud Machfoedz, 2003. Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi, *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya.
- Tandelilin, E. and Wilberforce, T. 2002. "Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?". *Gajah Mada International Journal of Business 4: 31-43*.
- Villalaonga, B. dan Amit, R. How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*
- Wahyuni, Endah Sri. 2011. Peran Mediasi masalah Keagenan Terhadap Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, Kompetisi, dan Restrukturisasi terhadap Kinerja BUMN yang diprivatisasi. *Disertasi Pascasarjana Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.
- Wang, D. 2006. Founding Family Ownership Earning Quality. *Journal of Accounting Research* 44. Pp 619-656

- Wardhani, Ratna. 2009. Pengaruh Proteksi bagi Investor, Konvergensi Standar Akuntansi, Implementasi Corporate Governance dan Kualitas Audit terhadap Kualitas Laba : Analisis Lintas Negara. *Disertasi Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.
- Warfield, Terry D and Wild, John J. & Wild, Kenneth L. 1995. Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 (1995) : 61-91.
- Wawo, Andi. 2010. Pengaruh Corporate Governance dan Konsentrasi Kepemilikan terhadap Daya Informasi Akuntansi. *Simposium Nasional Akuntansi XIII*, Purwokerto.
- Weston, J.F. dan Copeland, T.E. 1997. *Manajemen Pendanaan*. Edisi 9. Penerbit Bina Rupa Aksara. Jakarta
- Wright, P., & Ferris, S. 1997. Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value. *Strategic Management Journal*, pp. 77-83.
- www.idx.co.id/annualreport. Diakses oleh Ludwina Harahap pada tanggal 5 April 2012 pukul 20.30 WIB.
- www.bapepam.go.id. Diakses oleh Ludwina Harahap pada tanggal 5 April 2012 pukul 20.30 WIB.
- 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, 295-316.
- Yeo, Gillian H.H., Tan, Patricia M.S., Ho., Kim Wai & Chen, Sheng-Syan. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29 (7&8), pp. 1023-1046
- Zhang, Hua, Gao, Yun-zhe, & Han, Dong-ping. 2010. "Debt Level and Equity Agency Costs: Evidence from Public Listed Companies in China. *International Conference on Management Science & Engineering (17th)*. Australia.

Daftar Nama Perusahaan Sampel

NO	CODE	COMPANY
1	ADMG	Polychem Indonesia Tbk
2	AIMS	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk
3	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk
4	AKKU	Aneka Kemasindo Utama Tbk
5	AKPI	Argha Karya Prima Inds. Tbk
6	AKRA	AKR Corporindo Tbk
7	ALFA	Alfa Retailindo Tbk
8	ALMI	Alumindo Light Metal Inds.Tbk
9	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk
10	APLI	Asiaplast Industries Tbk
11	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk
12	AQUA	Aqua Golden Mississi Tbk
13	ARNA	Arwana Citramulia Tbk
14	ASGR	Astra Graphia Tbk
15	ASII	Astra International Tbk
16	BATI	BAT Indonesia Tbk
17	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk
18	BRAM	Branta Mulia Tbk
19	BRNA	Berlina Tbk
20	BRPT	Barito Pacific Timber Tbk
21	BTON	Betonjaya Manunggal Tbk
22	BUDI	Budi Acid Jaya Tbk
23	CEKA	Cahaya Kalbar Tbk
24	CNTX	Centex (Saham Preferen) Tbk
25	CTBN	Citra Tubindo Tbk
26	DAVO	Davomas Abadi Tbk
27	DOID	Delta Dunia Petroindo Tbk
28	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk
29	DSUC	Daya Sakti Unggul Corp. Tbk
30	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk
31	EKAD	Ekadharmata Tape Industry Tbk
32	EPMT	Enseval Putra Megatrading Tbk
33	ESTI	Ever Shine Textile Inds. Tbk
34	ETWA	Eterindo Wahanatama Tbk
35	EXCL	Excelcomindo Pratama Tbk
36	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk

Lampiran 1 (lanjutan)

37	FISH	Fishindo Kusuma Sejahtera Tbk
38	FPNI	Fatrapolindo Nusa Industri Tbk
39	GGRM	Gudang Garam Tbk
40	GJTL	Gajah Tunggal Tbk
41	HDTX	Panasia Indosyntec Tbk
42	HERO	Hero Supermarket Tbk
43	HEXA	Hexindo Adiperkasa Tbk
44	HITS	Humpuss Intermoda Trans. Tbk
45	HMSP	H M Sampoerna Tbk
46	IATG	Infoasia Teknologi Global Tbk
47	IGAR	Kageo Igar Jaya Tbk
48	IKAI	Intikeramik Alamasri Inds. Tbk
49	IKBI	Sumi Indo Kabel Tbk
50	IMAS	Indomobil Sukses Int 1. Tbk
51	INAF	Indofarma Tbk
52	INAI	Indal Aluminium Industry Tbk
53	INCI	Intanwijaya Internasional Tbk
54	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
55	INDR	Indorama Syntetics Tbk
56	INDS	Indospring Tbk
57	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
58	INTA	Intraco Penta Tbk
59	INTP	Indocement Tunggal Prakasa Tbk
60	ISAT	Indosat Tbk
61	JPRS	Jaya Pari Steel Corp. Ltd. Tbk
62	KBLM	Kabelindo Murni Tbk
63	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk
64	KICI	Kedaung Indah Can Tbk
65	KKGI	Resource Alam Indonesia Tbk
66	KLBF	Kalbe Farma Tbk
67	KONI	Perdana Bangun Pusaka Tbk
68	LAPD	Lapindo International Tbk
69	LION	Lion Metal Works Tbk
70	LMPI	Langgeng Makmur Plastic I Tbk
71	LMSH	Lion Mesh P. Tbk
72	LPIN	Multi Prima Sejahtera Tbk
73	MDRN	Modern Photo Film CompanyTbk
74	MERK	Merck Tbk
75	META	Metamedia Technologies Tbk
76	MICE	Multi Indocitra Tbk

Lampiran 1 (lanjutan)

77	MIRA	Mitra Rajasa Tbk
78	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk
79	MLPL	Multipolar Tbk
80	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk
81	MRAT	Mustika Ratu Tbk
82	MTDL	Metrodata Electronics Tbk
83	MYOR	Mayora Indah Tbk
84	MYRX	Hanson International Tbk
85	MYTX	Apac Citra Centertex Tbk
86	NIPS	Nipress Tbk
87	PAFI	Panasia Filament Inti Tbk
88	PBRX	Pan Brothers Tex Tbk
89	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk
90	PRAS	Prima Alloy Steel Tbk
91	PYFA	Pyridam Farma Tbk
92	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk
93	RDTX	Roda Vivatex Tbk
94	RICY	Ricky Putra Globalindo Tbk
95	RIGS	Rig Tenders Tbk
96	SCCO	Sucaco Tbk
97	SDPC	Millennium Pharmacon Int. Tbk
98	SIMA	Siwani Makmur Tbk
99	SIMM	Surya Intrindo Makmur Tbk
100	SMAR	SMART Tbk
101	SMCB	Semen Cibinong Tbk
102	SMDR	Samudera Indonesia Tbk
103	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk
104	SMSM	Selamat Sempurna Tbk
105	SOBI	Sorini Corporation Tbk
106	SPMA	Suparma Tbk
107	SQBI	Bristol-Myers Squibb Indonesia
108	SRSN	Sarasa Nugraha Tbk
109	SUGI	Sugi Samapersada Tbk
110	SULI	Sumalindo Lestari Jaya Tbk
111	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk
112	TBMS	Tembaga Mulia Semanan Tbk
113	TCID	Mandom Indonesia Tbk
114	TFCO	Tifico Tbk
115	TGKA	Tigaraksa Satria Tbk
116	TIRA	Tira Austenite Tbk

Lampiran 1 (lanjutan)

117	TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk
118	TKGA	Toko Gunung Agung Tbk
119	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
120	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk
121	TMAS	Pelayaran Tempuran Emas Tbk
122	TMPI	AGIS Tbk
123	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk
124	TRST	Trias Sentosa Tbk
125	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk
126	TURI	Tunas Ridean Tbk
127	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk
128	UNTR	United Tractors Tbk
129	UNVR	Unilever Indonesia Tbk
130	VOKS	Voksel Electric Tbk
131	ZBRA	Zebra Nusantara Tbk

Hasil Uji Normalitas

Persamaan 1 (1):

$$AC_1 = a + \beta_1 FO_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + e_{it}$$

=====

. iqr res2

mean= .0031	std.dev.= 1.008	n= 256)
median= -.3088	pseudo std.dev.= .8142	(IQR= 1.098)
10 trim= -.1489		
	low	high

inner fences	-2.35	2.044
# mild outliers	0	18
% mild outliers	0.00%	7.03%
outer fences	-3.998	3.691
# severe outliers	0	0
% severe outliers	0.00%	0.00%

Persamaan 1 (2):

$$AC_2 = a + \beta_1 FO_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + e_{it}$$

=====

. iqr res1

mean= .0028	std.dev.= 1.009	(n= 266)
median= -.3008	pseudo std.dev.= .9245	(IQR= 1.247)
10 trim= -.1428		
	low	high

inner fences	-2.614	2.375
# mild outliers	0	11
% mild outliers	0.00%	4.14%
outer fences	-4.485	4.245
# severe outliers	0	0
% severe outliers	0.00%	0.00%

Persamaan 2 (1):

$$CG = a + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_1_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

=====

. iqr res

```

mean= -1.8e-04      std.dev.= 1.007      (n= 275)
median= -.076      pseudo std.dev.= .9985      (IQR= 1.347)
10 trim= -.0225

                                low      high
                                -----
inner fences -2.749      2.639
# mild outliers 1      2
% mild outliers 0.36%      0.73%

outer fences -4.769      4.66
# severe outliers 0      0
% severe outliers 0.00%      0.00%

```

Persamaan 2 (2):

$$CG = a + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_2_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

=====

. iqr res

```

mean= 1.1e-04      std.dev.= 1.006      (n= 275)
median= -.1144      pseudo std.dev.= 1      (IQR= 1.349)
10 trim= -.0285

                                low      high
                                -----
inner fences -2.736      2.66
# mild outliers 1      2
% mild outliers 0.36%      0.73%

outer fences -4.759      4.683
# severe outliers 0      0
% severe outliers 0.00%      0.00%

```

Persamaan 3(1) :

$$DPR = a + \beta_1 AC_1 it + \beta_2 ROI it + \beta_3 LNSIZE it + \beta_4 AGEit + eit$$

=====

. iqr res1

mean= .003	std.dev.= 1.009	(n= 271)
median= -.3273	pseudo std.dev.= .7292	(IQR= .9836)
10 trim= -.1439		
	low	high

inner fences	-2.125	1.809
# mild outliers	0	22
% mild outliers	0.00%	8.12%
outer fences	-3.601	3.285
# severe outliers	0	0
% severe outliers	0.00%	0.00%

Persamaan 3(2) :

$$DPR = a + \beta_1 AC_1 it + \beta_2 ROI it + \beta_3 LNSIZE it + \beta_4 AGEit + eit$$

=====

. iqr res2

mean= .0025	std.dev.= 1.008	(n= 266)
median= -.3168	pseudo std.dev.= .6699	(IQR= .9037)
10 trim= -.1394		
	low	high

inner fences	-2.001	1.613
# mild outliers	0	29
% mild outliers	0.00%	10.90%
outer fences	-3.357	2.969
# severe outliers	0	0
% severe outliers	0.00%	0.00%

Persamaan 4 (1) :

$$\text{DER} = a + \beta_1 \text{AC}_1 \text{ it} + \beta_2 \text{ROI it} + \beta_3 \text{LNSIZE it} + \beta_4 \text{AGEit} + \text{eit}$$

=====

. iqr res

mean= .0014	std.dev.= 1.008	(n= 269)
median= -.1251	pseudo std.dev.= .8511	(IQR= 1.148)
10 trim= -.0795		
	low	high

inner fences	-2.34	2.253
# mild outliers	1	10
% mild outliers	0.37%	3.72%
outer fences	-4.062	3.975
# severe outliers	0	0
% severe outliers	0.00%	0.00%

Persamaan 4 (2) :

$$\text{DPR} = a + \beta_1 \text{AC}_2 \text{ it} + \beta_2 \text{ROI it} + \beta_3 \text{LNSIZE it} + \beta_4 \text{AGEit} + \text{eit}$$

=====

. iqr res1

mean= .0021	std.dev.= 1.01	(n= 269)
median= -.1565	pseudo std.dev.= .8544	(IQR= 1.153)
10 trim= -.0853		
	low	high

inner fences	-2.378	2.233
# mild outliers	1	11
% mild outliers	0.37%	4.09%
outer fences	-4.107	3.962
# severe outliers	0	0
% severe outliers	0.00%	0.00%

Persamaan 5 :

$$\begin{aligned}
 PBV = & a + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 CG_{it} + \beta_4 GRW_{it} + \beta_5 DER*GRW \\
 & + \beta_6 DPR*GRW + \beta_7 DER*CG + \beta_8 DPR*CG + \beta_9 ROI_{it} + \\
 & \beta_{10} LNSIZE_{it} + \beta_{11} AGE_{it} + e_{it}
 \end{aligned}$$

=====

. iqr res1

mean= .0027	std.dev.= 1.01	(n= 268)
median= -.1901	pseudo std.dev.= .8118	(IQR= 1.095)
10 trim= -.1019		
	low	high

inner fences	-2.269	2.112
# mild outliers	0	12
% mild outliers	0.00%	4.48%
outer fences	-3.911	3.755
# severe outliers	0	0
% severe outliers	0.00%	0.00%

Hasil Uji heterokedastisitas

Persamaan 1(1) :

$$AC_1 = a + \beta_1 FO\ it + \beta_3 LNSIZE\ it + \beta_4 AGEit + eit$$

=====

. hetttest

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of ac_1

chi2(1) = 1.62

Prob > chi2 = 0.2036

. whitetst

White's general test statistic : 10.62472 Chi-sq(8) P-value = .2239

Persamaan 1(2) :

$$AC_2 = a + \beta_1 FO\ it + \beta_3 LNSIZE\ it + \beta_4 AGEit + eit$$

=====

. hetttest

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of ac_2

chi2(1) = 1.08

Prob > chi2 = 0.2995

. whitetst

White's general test statistic : 10.10952 Chi-sq(8) P-value = .2574

Lampiran 2 (lanjutan)

Persamaan 2 (1):

$$CG = a + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_1_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + e_{it}$$

=====

. hettest

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of cg

chi2(1) = 5.33

Prob > chi2 = 0.0209

. whitetst

White's general test statistic : 47.53039 Chi-sq(19) P-value = 3.0e-04

Persamaan 2 (2):

$$CG = a + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_2_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + e_{it}$$

=====

. hettest

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of cg

chi2(1) = 3.22

Prob > chi2 = 0.0728

. whitetst

White's general test statistic : 42.8024 Chi-sq(19) P-value = .0014

Persamaan 3(1) :

$$\text{DPR} = a + \beta_1 \text{AC}_1 \text{ it} + \beta_2 \text{ROI it} + \beta_3 \text{LNSIZE it} + \beta_4 \text{AGEit} + \text{eit}$$

=====

. hettest

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of dpr

chi2(1) = 40.56

Prob > chi2 = 0.0000

. whitetst

White's general test statistic : 37.8545 Chi-sq(14) P-value = 5.5e-04

Persamaan 3(2) :

$$\text{DPR} = a + \beta_1 \text{AC}_1 \text{ it} + \beta_2 \text{ROI it} + \beta_3 \text{LNSIZE it} + \beta_4 \text{AGEit} + \text{eit}$$

=====

.hettest

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of dpr

chi2(1) = 49.72

Prob > chi2 = 0.0000

. whitetst

White's general test statistic : 56.87319 Chi-sq(14) P-value = 4.1e-07

Persamaan 4 (1) :

$$\text{DER} = a + \beta_1 \text{AC}_1 \text{ it} + \beta_2 \text{ROI it} + \beta_3 \text{LNSIZE it} + \beta_4 \text{AGEit} + \text{eit}$$

=====

. hettest

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of der

chi2(1) = 56.03

Prob > chi2 = 0.0000

. whitetst

White's general test statistic : 62.20966 Chi-sq(14) P-value = 4.8e-08

Persamaan 4 (2) :

$$\text{DPR} = a + \beta_1 \text{AC}_2 \text{ it} + \beta_2 \text{ROI it} + \beta_3 \text{LNSIZE it} + \beta_4 \text{AGEit} + \text{eit}$$

=====

. hettest

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of der

chi2(1) = 46.49

Prob > chi2 = 0.0000

. whitest

White's general test statistic : 58.53451 Chi-sq(14) P-value = 2.1e-07

Uji Multikolinearitas :

Persamaan 1 (1):

$$AC_1 = a + \beta_1 FO\ it + \beta_3 LNSIZE\ it + \beta_4 AGEit + eit$$

=====

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
fo	1.02	1.01	0.9834	0.0166
age	1.07	1.03	0.9341	0.0659
Insize	1.06	1.03	0.9433	0.0567

Mean VIF 1.05

	Eigenval	Cond Index
1	3.5607	1.0000
2	0.3537	3.1729
3	0.0783	6.7445
4	0.0073	22.0168

Condition Number 22.0168

Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)

Det(correlation matrix) 0.9323

Persamaan 1 (2):

$$AC_2 = a + \beta_1 FO\ it + \beta_3 LNSIZE\ it + \beta_4 AGEit + eit$$

=====

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
fo	1.02	1.01	0.9838	0.0162
age	1.08	1.04	0.9275	0.0725
Insize	1.07	1.04	0.9325	0.0675

Mean VIF 1.06

Lampiran 2 (lanjutan)

	Eigenval	Cond Index
1	3.5675	1.0000
2	0.3477	3.2031
3	0.0775	6.7831
4	0.0072	22.2062

Condition Number 22.2062
 Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)
 Det(correlation matrix) 0.9242

Persamaan 2 (1):

$$CG = a + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_1_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + e_{it}$$

=====
 Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R-Squared
ac_1	1.09	1.04	0.9203	0.0797
fo	1.01	1.01	0.9862	0.0138
age	1.14	1.07	0.8751	0.1249
roi	1.12	1.06	0.8926	0.1074
Insize	1.08	1.04	0.9219	0.0781

 Mean VIF 1.09

	Eigenval	Cond Index
1	4.6470	1.0000
2	0.6205	2.7367
3	0.3791	3.5010
4	0.2694	4.1530
5	0.0765	7.7915
6	0.0074	25.0152

Condition Number 25.0152
 Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)
 Det(correlation matrix) 0.7970

Persamaan 2 (2):

$$CG = a + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_2_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + eit$$

=====

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ac_1	1.09	1.04	0.9203	0.0797
fo	1.01	1.01	0.9862	0.0138
age	1.14	1.07	0.8751	0.1249
roi	1.12	1.06	0.8926	0.1074
Insize	1.08	1.04	0.9219	0.0781

Mean VIF 1.09

	Eigenval	Cond Index
1	4.6470	1.0000
2	0.6205	2.7367
3	0.3791	3.5010
4	0.2694	4.1530
5	0.0765	7.7915
6	0.0074	25.0152

Condition Number 25.0152

Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)

Det(correlation matrix) 0.7970

Persamaan 3(1) :

$$DPR = a + \beta_1 AC_1_{it} + \beta_2 ROI_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + eit$$

=====

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ac_2	1.03	1.01	0.9746	0.0254
age	1.12	1.06	0.8926	0.1074
roi	1.08	1.04	0.9290	0.0710
Insize	1.08	1.04	0.9222	0.0778

Mean VIF 1.08

Lampiran 2 (lanjutan)

	Eigenval	Cond Index
1	4.0241	1.0000
2	0.5617	2.6766
3	0.3242	3.5229
4	0.0824	6.9900
5	0.0076	23.0491

Condition Number 23.0491
 Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)
 Det(correlation matrix) 0.8538

Persamaan 3(2) :

$$DPR = a + \beta_1 AC_1 it + \beta_2 ROI it + \beta_3 LNSIZE it + \beta_4 AGEit + eit$$

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R-Squared
ac_1	1.09	1.04	0.9213	0.0787
age	1.14	1.07	0.8771	0.1229
roi	1.11	1.05	0.8991	0.1009
Insize	1.09	1.04	0.9206	0.0794

Mean VIF 1.11

	Eigenval	Cond Index
1	4.0411	1.0000
2	0.5498	2.7112
3	0.3186	3.5617
4	0.0831	6.9739
5	0.0075	23.2523

Condition Number 23.2523
 Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)
 Det(correlation matrix) 0.8070

Persamaan 4 (1) :

$$DER = a + \beta_1 AC_1 it + \beta_2 ROI it + \beta_3 LNSIZE it + \beta_4 AGEit + eit$$

=====

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ac_1	1.09	1.05	0.9146	0.0854
age	1.13	1.06	0.8842	0.1158
roi	1.12	1.06	0.8937	0.1063
Insize	1.08	1.04	0.9254	0.0746

Mean VIF 1.11

	Eigenval	Cond Index
1	4.0619	1.0000
2	0.5339	2.7583
3	0.3155	3.5881
4	0.0812	7.0737
5	0.0076	23.1534

Condition Number 23.1534

Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)

Det(correlation matrix) 0.8074

Persamaan 4 (2) :

$$DPR = a + \beta_1 AC_2 it + \beta_2 ROI it + \beta_3 LNSIZE it + \beta_4 AGEit + eit$$

=====

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ac_2	1.03	1.01	0.9727	0.0273
age	1.12	1.06	0.8916	0.1084
roi	1.08	1.04	0.9271	0.0729
Insize	1.08	1.04	0.9265	0.0735

Mean VIF 1.08

Lampiran 2 (lanjutan)

	Eigenval	Cond Index
1	4.0279	1.0000
2	0.5587	2.6849
3	0.3238	3.5269
4	0.0821	7.0044
5	0.0075	23.1750

Condition Number 23.1750
 Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)
 Det(correlation matrix) 0.8536

Persamaan 5 :

$$\begin{aligned}
 PBV = a + \beta_1 \text{ DER it} + \beta_2 \text{ DPR it} + \beta_3 \text{ CG it} + \beta_4 \text{ GRW it} + \beta_5 \text{ DER*GRW} \\
 + \beta_6 \text{ DPR*GRW} + \beta_7 \text{ DER*CG} + \beta_8 \text{ DPR*CG} + \beta_9 \text{ ROI it} + \\
 \beta_{10} \text{ LNSIZE it} + \beta_{11} \text{ AGEit} + \text{eit}
 \end{aligned}$$

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R-Squared
roi	1.66	1.29	0.6040	0.3960
der	3.36	1.83	0.2975	0.7025
dpr	2.91	1.71	0.3439	0.6561
cg	1.42	1.19	0.7061	0.2939
grw_2	3.18	1.78	0.3150	0.6850
lnsize	1.35	1.16	0.7390	0.2610
age	1.13	1.06	0.8821	0.1179
ldrgr2	5.01	2.24	0.1994	0.8006
ldpgr2	2.94	1.71	0.3402	0.6598
nor_cgdp	1.19	1.09	0.8394	0.1606
nor_cgdr	1.32	1.15	0.7596	0.2404

Mean VIF 2.31

Lampiran 2 (lanjutan)

	Eigenval	Cond Index
1	6.5919	1.0000
2	1.5274	2.0774
3	1.1396	2.4050
4	1.0257	2.5351
5	0.7493	2.9661
6	0.4543	3.8094
7	0.2076	5.6347
8	0.1530	6.5638
9	0.0874	8.6866
10	0.0505	11.4304
11	0.0078	29.0465
12	0.0056	34.2918

Condition Number 34.2918
Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)
Det(correlation matrix) 0.0189

Hasil (output) Uji signifikansi

Persamaan 1(1) : $AC_1 = a + \beta_1 FO\ it + \beta_3 LNSIZE\ it + \beta_4 AGEit + eit$

Source	SS	df	MS	Number of obs =	241
Model	.124125601	3	.0413752	F(3, 237)	= 5.32
Residual	1.84406028	237	.007780845	Prob > F	= 0.0015
				R-squared	= 0.0631
				Adj R-squared	= 0.0512
Total	1.96818588	240	.008200775	Root MSE	= .08821

ac_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
fo	-.0244309	.0117157	-2.09	0.038	-.0475112 -.0013507
age	.0000958	.0006704	0.14	0.886	-.0012248 .0014165
lnsize	-.0122652	.0036994	-3.32	0.001	-.0195532 -.0049773
_cons	.303741	.0502031	6.05	0.000	.2048397 .4026423

Persamaan 1(2) : $AC_2 = a + \beta_1 FO\ it + \beta_3 LNSIZE\ it + \beta_4 AGEit + eit$

Source	SS	df	MS	Number of obs =	254
Model	.045703484	3	.015234495	F(3, 250)	= 1.91
Residual	1.99296171	250	.007971847	Prob > F	= 0.1283
				R-squared	= 0.0224
				Adj R-squared	= 0.0107
Total	2.03866519	253	.008057965	Root MSE	= .08929

ac_2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
fo	-.0178091	.0115621	-1.54	0.125	-.0405805 .0049624
age	.000527	.0006468	0.81	0.416	-.0007468 .0018009
lnsize	-.0061969	.0036946	-1.68	0.095	-.0134734 .0010796
_cons	.2086709	.0494987	4.22	0.000	.1111833 .3061584

Lampiran 3(lanjutan)

Persamaan 2(1): $CG = a + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_1_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + eit$

Source	SS	df	MS	Number of obs =	265
Model	.563637565	5	.112727513	F(5, 259)	= 29.11
Residual	1.00281166	259	.00387186	Prob > F	= 0.0000
				R-squared	= 0.3598
				Adj R-squared	= 0.3475
Total	1.56644922	264	.00593352	Root MSE	= .06222

cg	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac_1	.1042473	.0320033	3.26	0.001	.0412274	.1672672
fo	-.0309578	.0078585	-3.94	0.000	-.0464325	-.015483
age	-.0001218	.0003934	-0.31	0.757	-.0008964	.0006528
roi	.0030291	.0005996	5.05	0.000	.0018484	.0042097
lnsize	.0173939	.0022937	7.58	0.000	.0128773	.0219105
_cons	.3941235	.0316611	12.45	0.000	.3317775	.4564694

Persamaan 2(2): $CG = a + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_2_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + eit$

Source	SS	df	MS	Number of obs =	265
Model	.560087314	5	.112017463	F(5, 259)	= 28.83
Residual	1.00636191	259	.003885567	Prob > F	= 0.0000
				R-squared	= 0.3576
				Adj R-squared	= 0.3451
Total	1.56644922	264	.00593352	Root MSE	= .06233

cg	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac_2	.1033165	.0332425	3.11	0.002	.0378565	.1687765
fo	-.0298786	.0078906	-3.79	0.000	-.0454166	-.0143407
age	-.0000376	.0003905	-0.10	0.923	-.0008066	.0007315
roi	.0032884	.00059	5.57	0.000	.0021266	.0044502
lnsize	.0169042	.0022951	7.37	0.000	.0123847	.0214237
_cons	.3976499	.0316108	12.58	0.000	.3354029	.4598968

Lampiran 3(lanjutan)

Persamaan 3(1) : $DPR = a + \beta_1 AC_1 it + \beta_2 ROI it + \beta_3 LNSIZE it + \beta_4 AGEit + eit$

Source	SS	df	MS	Number of obs =	265
-----+-----				F(4, 260)	= 15.35
Model	7633.88088	4	1908.47022	Prob > F	= 0.0000
Residual	32325.8446	260	124.330172	R-squared	= 0.1910
-----+-----				Adj R-squared	= 0.1786
Total	39959.7255	264	151.362597	Root MSE	= 11.15

dpr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
ac_1	-5.206632	5.732588	-0.91	0.365	-16.49484	6.081578
age	.0333574	.0703077	0.47	0.636	-.1050876	.1718025
roi	.5984187	.1073462	5.57	0.000	.3870402	.8097973
lnsize	1.641048	.4108693	3.99	0.000	.8319931	2.450103
_cons	-19.51077	5.604782	-3.48	0.001	-30.54731	-8.474225

Persamaan 3(2): $DPR = a + \beta_1 AC_2 it + \beta_2 ROI it + \beta_3 LNSIZE it + \beta_4 AGEit + eit$

Source	SS	df	MS	Number of obs =	265
-----+-----				F(4, 260)	= 15.10
Model	7533.0873	4	1883.27182	Prob > F	= 0.0000
Residual	32426.6382	260	124.717839	R-squared	= 0.1885
-----+-----				Adj R-squared	= 0.1760
Total	39959.7255	264	151.362597	Root MSE	= 11.168

dpr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
ac_2	.7073831	5.939576	0.12	0.905	-10.98841	12.40318
age	.020818	.0698015	0.30	0.766	-.1166301	.1582662
roi	.5778265	.1056059	5.47	0.000	.3698747	.7857783
lnsize	1.659325	.4110185	4.04	0.000	.8499762	2.468674
_cons	-20.1997	5.591349	-3.61	0.000	-31.20979	-9.189606

Lampiran 3(lanjutan)

Persamaan 4(1): $DER = a + \beta_1 AC_1 it + \beta_2 ROI it + \beta_3 LNSIZE it + \beta_4 AGEit + eit$

. reg der ac_1 age roi lnsz

Source	SS	df	MS	Number of obs =	266
Model	69.9158973	4	17.4789743	F(4, 261)	= 25.88
Residual	176.259208	261	.675322638	Prob > F	= 0.0000
				R-squared	= 0.2840
				Adj R-squared	= 0.2730
Total	246.175106	265	.928962664	Root MSE	= .82178

der	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac_1	-.5731916	.434804	-1.32	0.189	-1.429362	.2829787
age	.0082438	.0052213	1.58	0.116	-.0020373	.018525
roi	-.0765051	.0084397	-9.06	0.000	-.0931238	-.0598865
lnsz	.1066758	.0299247	3.56	0.000	.0477513	.1656003
_cons	.1213443	.4121857	0.29	0.769	-.6902885	.932977

Persamaan 4(2): $DER = a + \beta_1 AC_2 it + \beta_2 ROI it + \beta_3 LNSIZE it + \beta_4 AGEit + eit$

. reg der ac_2 age roi lnsz

Source	SS	df	MS	Number of obs =	265
Model	80.136328	4	20.034082	F(4, 260)	= 31.37
Residual	166.045354	260	.638635978	Prob > F	= 0.0000
				R-squared	= 0.3255
				Adj R-squared	= 0.3151
Total	246.181682	264	.932506373	Root MSE	= .79915

der	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac_2	-2.353049	.5071585	-4.64	0.000	-3.35171	-1.354388
age	.0087476	.0050709	1.73	0.086	-.0012378	.0187329
roi	-.0718243	.0075884	-9.47	0.000	-.0867668	-.0568818
lnsz	.0989702	.0300952	3.29	0.001	.0397088	.1582316
_cons	.3995539	.4169711	0.96	0.339	-.4215164	1.220624

Lampiran 3(lanjutan)

$$\text{Persamaan 5 : PBV} = a + \beta_1 \text{ DER it} + \beta_2 \text{ DPR it} + \beta_3 \text{ CG it} + \beta_4 \text{ GRW it} + \beta_5 \text{ DER*GRW} \\ + \beta_6 \text{ DPR*GRW} + \beta_7 \text{ DER*CG} + \beta_8 \text{ DPR*CG} + \beta_9 \text{ ROI it} + \\ \beta_{10} \text{ LNSIZE it} + \beta_{11} \text{ AGEit} + \text{eit}$$

Source	SS	df	MS	Number of obs =	253
-----+-----				F(11, 241)	= 14.42
Model	120.100351	11	10.9182137	Prob > F	= 0.0000
Residual	182.486353	241	.757204784	R-squared	= 0.3969
-----+-----				Adj R-squared	= 0.3694
Total	302.586704	252	1.20074089	Root MSE	= .87018

pbv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+-----						
roi	.0540293	.0112436	4.81	0.000	.031881	.0761776
der	.3361761	.6521187	0.52	0.607	-.9484039	1.620756
dpr	-.150512	.039891	-3.77	0.000	-.2290916	-.0719324
cg	2.770757	1.68137	1.65	0.101	-.5413001	6.082813
grw_2	-.5145628	.4164425	-1.24	0.218	-1.334895	.305769
lnsize	.1598946	.0366962	4.36	0.000	.0876083	.2321809
age	-.0081487	.0056854	-1.43	0.153	-.0193482	.0030508
ldrgr2	.3272127	.2480454	1.32	0.188	-.161401	.8158264
ldpgr2	.0041529	.0152817	0.27	0.786	-.0259498	.0342555
lcgdp	.233539	.0585437	3.99	0.000	.1182162	.3488617
lcgdr	-.6296091	1.003492	-0.63	0.531	-2.606344	1.347126
_cons	-2.736836	1.061467	-2.58	0.011	-4.827772	-.6458996
-----+-----						

Hasil (output) Uji signifikansi

Persamaan 1(1) : $AC_1 = a + \beta_1 FO_i + \beta_3 LNSIZE_i + \beta_4 AGE_i + e_i$

Source	SS	df	MS	Number of obs =	241
Model	.124125601	3	.0413752	F(3, 237)	= 5.32
Residual	1.84406028	237	.007780845	Prob > F	= 0.0015
				R-squared	= 0.0631
				Adj R-squared	= 0.0512
Total	1.96818588	240	.008200775	Root MSE	= .08821

ac_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
fo	-.0244309	.0117157	-2.09	0.038	-.0475112	-.0013507
age	.0000958	.0006704	0.14	0.886	-.0012248	.0014165
lnsize	-.0122652	.0036994	-3.32	0.001	-.0195532	-.0049773
_cons	.303741	.0502031	6.05	0.000	.2048397	.4026423

Persamaan 1(2) : $AC_2 = a + \beta_1 FO_i + \beta_3 LNSIZE_i + \beta_4 AGE_i + e_i$

Source	SS	df	MS	Number of obs =	254
Model	.045703484	3	.015234495	F(3, 250)	= 1.91
Residual	1.99296171	250	.007971847	Prob > F	= 0.1283
				R-squared	= 0.0224
				Adj R-squared	= 0.0107
Total	2.03866519	253	.008057965	Root MSE	= .08929

ac_2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
fo	-.0178091	.0115621	-1.54	0.125	-.0405805	.0049624
age	.000527	.0006468	0.81	0.416	-.0007468	.0018009
lnsize	-.0061969	.0036946	-1.68	0.095	-.0134734	.0010796
_cons	.2086709	.0494987	4.22	0.000	.1111833	.3061584

Lampiran 3(lanjutan)

Persamaan 2(1): $CG = a + \beta_1 FO_i + \beta_2 AC_1i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 LNSIZE_i + \beta_5 AGE_i + e_i$

Source	SS	df	MS	Number of obs = 265
Model	.563637565	5	.112727513	F(5, 259) = 29.11
Residual	1.00281166	259	.00387186	Prob > F = 0.0000
Total	1.56644922	264	.00593352	R-squared = 0.3598
				Adj R-squared = 0.3475
				Root MSE = .06222

cg	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac_1	.1042473	.0320033	3.26	0.001	.0412274	.1672672
fo	-.0309578	.0078585	-3.94	0.000	-.0464325	-.015483
age	-.0001218	.0003934	-0.31	0.757	-.0008964	.0006528
roa	.0030291	.0005996	5.05	0.000	.0018484	.0042097
lnsize	.0173939	.0022937	7.58	0.000	.0128773	.0219105
_cons	.3941235	.0316611	12.45	0.000	.3317775	.4564694

Persamaan 2(2): $CG = a + \beta_1 FO_i + \beta_2 AC_2i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 LNSIZE_i + \beta_5 AGE_i + e_i$

Source	SS	df	MS	Number of obs = 265
Model	.560087314	5	.112017463	F(5, 259) = 28.83
Residual	1.00636191	259	.003885567	Prob > F = 0.0000
Total	1.56644922	264	.00593352	R-squared = 0.3576
				Adj R-squared = 0.3451
				Root MSE = .06233

cg	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac_2	.1033165	.0332425	3.11	0.002	.0378565	.1687765
fo	-.0298786	.0078906	-3.79	0.000	-.0454166	-.0143407
age	-.0000376	.0003905	-0.10	0.923	-.0008066	.0007315
roa	.0032884	.00059	5.57	0.000	.0021266	.0044502
lnsize	.0169042	.0022951	7.37	0.000	.0123847	.0214237
_cons	.3976499	.0316108	12.58	0.000	.3354029	.4598968

Lampiran 3(lanjutan)

Persamaan 3(1) : $DPR = a + \beta_1 AC_{1i} + \beta_2 ROAi + \beta_3 LNSIZEi + \beta_4 AGEi + e_i$

Source	SS	df	MS	Number of obs = 265
Model	7633.88088	4	1908.47022	F(4, 260) = 15.35
Residual	32325.8446	260	124.330172	Prob > F = 0.0000
Total	39959.7255	264	151.362597	R-squared = 0.1910
				Adj R-squared = 0.1786
				Root MSE = 11.15

dpr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac_1	-5.206632	5.732588	-0.91	0.365	-16.49484	6.081578
age	.0333574	.0703077	0.47	0.636	-.1050876	.1718025
roa	.5984187	.1073462	5.57	0.000	.3870402	.8097973
lnsize	1.641048	.4108693	3.99	0.000	.8319931	2.450103
_cons	-19.51077	5.604782	-3.48	0.001	-30.54731	-8.474225

Persamaan 3(2): $DPR = a + \beta_1 AC_{2i} + \beta_2 ROAi + \beta_3 LNSIZEi + \beta_4 AGEi + e_i$

Source	SS	df	MS	Number of obs = 265
Model	7533.0873	4	1883.27182	F(4, 260) = 15.10
Residual	32426.6382	260	124.717839	Prob > F = 0.0000
Total	39959.7255	264	151.362597	R-squared = 0.1885
				Adj R-squared = 0.1760
				Root MSE = 11.168

dpr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac_2	.7073831	5.939576	0.12	0.905	-10.98841	12.40318
age	.020818	.0698015	0.30	0.766	-.1166301	.1582662
roa	.5778265	.1056059	5.47	0.000	.3698747	.7857783
lnsize	1.659325	.4110185	4.04	0.000	.8499762	2.468674
_cons	-20.1997	5.591349	-3.61	0.000	-31.20979	-9.189606

Lampiran 3(lanjutan)

Persamaan 4(1): $DER = a + \beta_1 AC_{1i} + \beta_2 ROAi + \beta_3 LNSIZEi + \beta_4 AGEi + ei$

Source	SS	df	MS	Number of obs = 266
Model	69.9158973	4	17.4789743	F(4, 261) = 25.88
Residual	176.259208	261	.675322638	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.2840
				Adj R-squared = 0.2730
Total	246.175106	265	.928962664	Root MSE = .82178

der	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac_1	-.5731916	.434804	-1.32	0.189	-1.429362	.2829787
age	.0082438	.0052213	1.58	0.116	-.0020373	.018525
roa	-.0765051	.0084397	-9.06	0.000	-.0931238	-.0598865
lnsize	.1066758	.0299247	3.56	0.000	.0477513	.1656003
_cons	.1213443	.4121857	0.29	0.769	-.6902885	.932977

Persamaan 4(2): $DER = a + \beta_1 AC_{2i} + \beta_2 ROAi + \beta_3 LNSIZEi + \beta_4 AGEi + ei$

Source	SS	df	MS	Number of obs = 265
Model	80.136328	4	20.034082	F(4, 260) = 31.37
Residual	166.045354	260	.638635978	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.3255
				Adj R-squared = 0.3151
Total	246.181682	264	.932506373	Root MSE = .79915

der	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac_2	-2.353049	.5071585	-4.64	0.000	-3.35171	-1.354388
age	.0087476	.0050709	1.73	0.086	-.0012378	.0187329
roa	-.0718243	.0075884	-9.47	0.000	-.0867668	-.0568818
lnsize	.0989702	.0300952	3.29	0.001	.0397088	.1582316
_cons	.3995539	.4169711	0.96	0.339	-.4215164	1.220624

Lampiran 3(lanjutan)

$$\text{Persamaan 5 : } PBV = a + \beta_1 \text{ DER}_i + \beta_2 \text{ DPR}_i + \beta_3 \text{ CG}_i + \beta_4 \text{ GRW}_i + \beta_5 \text{ DER} \cdot \text{GRW} \\ + \beta_6 \text{ DPR} \cdot \text{GRW} + \beta_7 \text{ DER} \cdot \text{CG} + \beta_8 \text{ DPR} \cdot \text{CG} + \beta_9 \text{ ROA}_i + \\ \beta_{10} \text{ LNSIZE}_i + \beta_{11} \text{ AGE}_i + e_i$$

Source	SS	df	MS	Number of obs = 253
Model	120.100351	11	10.9182137	F(11, 241) = 14.42
Residual	182.486353	241	.757204784	Prob > F = 0.0000
Total	302.586704	252	1.20074089	R-squared = 0.3969
				Adj R-squared = 0.3694
				Root MSE = .87018

pbv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	.0540293	.0112436	4.81	0.000	.031881	.0761776
der	.3361761	.6521187	0.52	0.607	-.9484039	1.620756
dpr	-.150512	.039891	-3.77	0.000	-.2290916	-.0719324
cg	2.770757	1.68137	1.65	0.101	-.5413001	6.082813
grw	-.5145628	.4164425	-1.24	0.218	-1.334895	.305769
lnsize	.1598946	.0366962	4.36	0.000	.0876083	.2321809
age	-.0081487	.0056854	-1.43	0.153	-.0193482	.0030508
ldrgr	.3272127	.2480454	1.32	0.188	-.161401	.8158264
ldpgr	.0041529	.0152817	0.27	0.786	-.0259498	.0342555
lcgdp	.233539	.0585437	3.99	0.000	.1182162	.3488617
lcgdr	-.6296091	1.003492	-0.63	0.531	-2.606344	1.347126
_cons	-2.736836	1.061467	-2.58	0.011	-4.827772	-.6458996