

**ANALISIS HUBUNGAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*,
CORPORATE GOVERNANCE, DAN KINERJA PERUSAHAAN
PUBLIK DI INDONESIA**

TESIS

**AHMAD ANDI IRAWAN
0606161041**



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
JULI 2009**

**PERPUSTAKAAN
UNIVERSITAS INDONESIA**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Ahmad Andi Irawan

NPM : 0606161041

Tanda Tangan : 

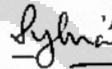
Tanggal : 29 Juli 2009

HALAMAN PENGESAHAN

Karya Akhir ini diajukan oleh :
Nama : **Ahmad Andi Irawan**
NPM : 0606161041
Program Studi : **MAGISTER MANAJEMEN**
Judul Karya Akhir : Analisis Hubungan Invesment Opportunity Set,
Corporate Governance, dan Kinerja Perusahaan
Publik di Indonesia.

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Sylvia Veronica NPS. ()

Penguji : Dr. Gede Harja Wasistha ()

Ketua Penguji : Dr. Lindawati Gani ()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 29 Juli 2009

KATA PENGANTAR

Syukur Alhamdulillah penulis panjatkan kepada Allah SWT atas segala rahmat dan karunia-Nya yang dilimpahkan kepada penulis selama perkuliahan sampai penyelesaian karya akhir ini. Pada kesempatan yang berbahagia ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya pada semua pihak yang telah mendukung dan membantu penulis selama masa perkuliahan sampai penyelesaian karya akhir ini:

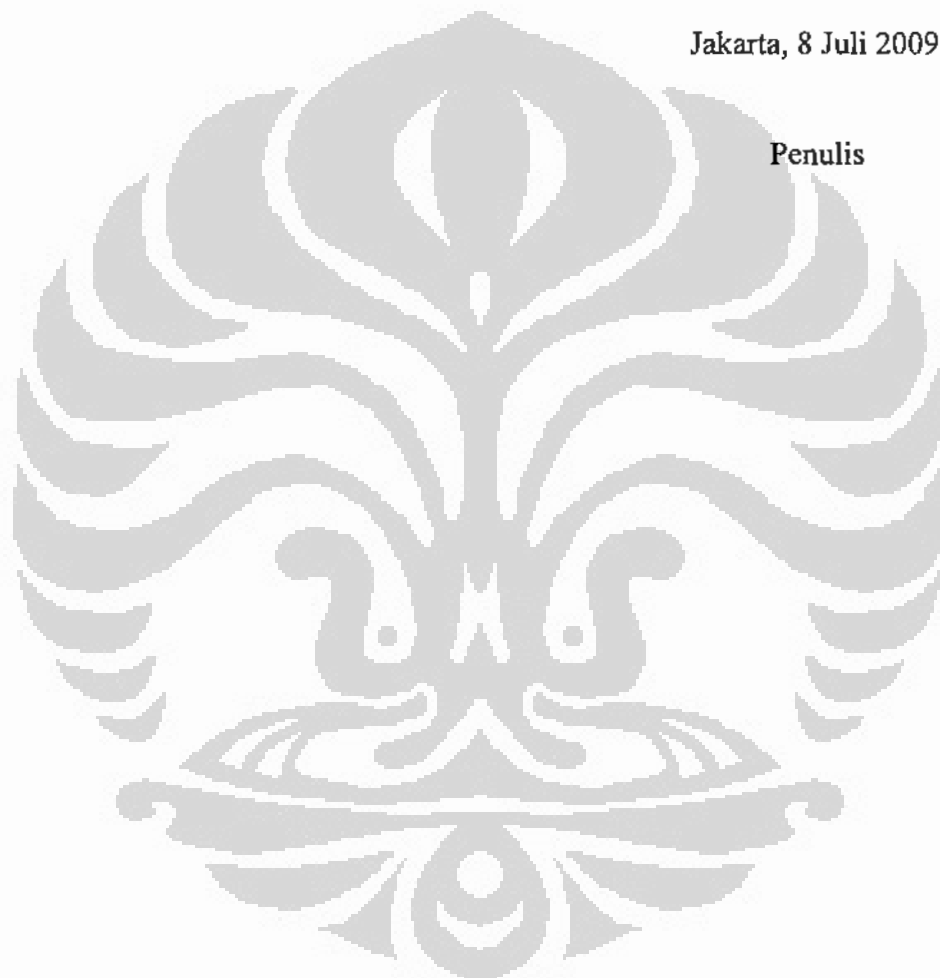
1. Bapak Dr. Rhenald Kasali, selaku ketua program MMUI.
2. Ibu Dr. Sylvia Veronica NPS, selaku dosen pembimbing yang telah berkenan membimbing serta memberikan ide-ide dan saran kepada penulis dalam penulisan karya akhir ini.
3. Ibu Dr. Lindawati Gani dan Bapak Dr. Gede Harja Wasistha, selaku dosen penguji yang telah memberikan saran dan masukan yang berharga bagi penulis dalam menyempurnakan karya akhir ini.
4. Seluruh dosen pengajar di Magister Manajemen yang telah membagi ilmu dan pengalamannya kepada penulis.
5. Seluruh staf dan karyawan Magister Manajemen Universitas Indonesia, yang telah banyak membantu penulis dalam segala urusan perkuliahan.
6. Ayah dan mama, atas semua doa, dukungan dan kasih sayang yang selalu tercurah pada penulis.
7. Kak Iin, Kak Emma, Reza, Uda Ikhwan dan Rizky yang selalu memberikan dukungan bagi penulis.
8. Amanda Azmi, kekasih, rekan kerja, teman diskusi yang selalu memberikan semangat dan inspirasi bagi penulis.
9. Rekan-rekan kuliah, khususnya seluruh anggota kelas F064 yang selalu kompak dan solid.
10. Seluruh rekan kerja, terutama bagian financial reporting MEPI yang selalu membantu dan memberikan ide bagi penulis.
11. Seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah membantu penulis selama kuliah sampai dengan penyelesaian karya akhir ini.

Penulis menyadari bahwa karya akhir ini masih mengandung banyak kekurangan. Karenanya, kritik dan saran dari semua pihak untuk perbaikan karya akhir ini sangat diharapkan.

Akhir kata, semoga karya akhir ini dapat memberikan manfaat bagi semua pihak, khususnya bagi pengembangan ilmu pengetahuan, perusahaan dan masyarakat luas pada umumnya. Amin.

Jakarta, 8 Juli 2009

Penulis



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

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

Nama : Ahmad Andi Irawan
NPM : 0606161041
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : -
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Tesis

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

“Analisis Hubungan *Investment Opportunity Set*, *Corporate Governance*, dan Kinerja Perusahaan pada Perusahaan Publik di Indonesia”

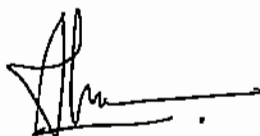
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (database), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 8 Juli 2009

Yang menyatakan,



(Ahmad Andi Irawan)

ABSTRAK

Nama : Ahmad Andi Irawan
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Hubungan *Investment Opportunity Set*, *Corporate Governance*, dan Kinerja Perusahaan pada Perusahaan Publik di Indonesia

Tesis ini bertujuan menguji hubungan *investment opportunity set* (IOS), *corporate governance*, dan kinerja perusahaan, dengan mengambil sampel perusahaan-perusahaan terbuka yang termasuk ke dalam klasifikasi industri manufaktur. Ukuran *corporate governance* yang digunakan yaitu proporsi komisaris independen, kepemilikan keluarga, serta konsentrasi kepemilikan. Pengujian dilakukan dengan menggunakan regresi berganda, dengan jumlah sampel sebanyak 70 perusahaan. Hasil penelitian menemukan hubungan yang positif antara IOS dengan kinerja perusahaan, yang berlawanan dengan prediksi dan juga dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya. Proporsi komisaris independen menghasilkan hubungan yang positif dan signifikan terhadap IOS dan kinerja perusahaan. Dua variabel lainnya yaitu kepemilikan keluarga dan konsentrasi kepemilikan pemegang saham tidak mempunyai hubungan yang signifikan terhadap IOS dan kinerja perusahaan.

Kata kunci :
Investment opportunity set, *corporate governance*

ABSTRACT

Name : Ahmad Andi Irawan
Study Program : Magister Management
Title : Analysis of Relationship between Investment Opportunity Set, Corporate Governance, and Firm Performance of Public Companies in Indonesia

The focus of this study is to test the relationship between investment opportunity set (IOS), corporate governance, and firm performance, by taking listed companies from manufacturing industry classification as the sample. Independent commissioners proportion, family ownership, and ownership concentration is used as corporate governance measurement. The test is made by using multiple regression method, taking 70 companies as the sample. This study found a positive relationship between IOS and firm's performance, which is different with prediction and results from previous studies. This study also found that proportion of independent commissioners shows positive and significant relationship with IOS and firm's performance. The other two variables of family ownership and ownership concentration insignificantly associated with IOS and firm's performance.

Keywords:

Investment opportunity set, corporate governance

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	vi
ABSTRAK	vii
DAFTAR ISI.....	ix
1. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	3
1.3. Tujuan Penelitian.....	4
1.4. Manfaat Penelitian.....	4
1.5. Batasan Penelitian.....	5
1.6. Sistematika Penulisan.....	5
2. TINJAUAN PUSTAKA.....	7
2.1 <i>Investment Opportunity Set</i>	7
2.1.1. Proksi yang Berbasis pada Harga (<i>Price-Based Proxies</i>).....	9
2.1.1.1. Rasio Nilai Pasar dengan Nilai Buku Ekuitas.....	9
2.1.1.2. Rasio Nilai Pasar dengan Nilai Buku Aset.....	10
2.1.1.3. Rasio Nilai Buku <i>Property, Plant</i> dan <i>Equipment</i>	10
2.1.1.4. Rasio Biaya Penggantian Aset dengan Nilai Pasar.....	11
2.1.1.5. Rasio Depresiasi terhadap Nilai Perusahaan.....	11
2.1.1.6. Rasio Pendapatan terhadap Harga.....	12
2.1.2. Proksi yang Berbasis Investasi (<i>Investment-Based Proxies</i>)....	12
2.1.2.1. Rasio Intensitas Penelitian dan Pengembangan.....	13
2.1.2.2. Rasio Pengeluaran Kapital.....	13
2.1.2.3. Rasio Investasi pada Penjualan Bersih.....	14
2.1.3. Pengukuran Varian (<i>Variance Measures</i>).....	15
2.1.3.1. Varian Tingkat Pengembalian.....	15
2.1.3.2. Beta Aset.....	16
2.1.4. Pengukuran Gabungan (<i>Composite Measures</i>).....	16
2.1.4.1. Jumlah Pengukuran.....	17
2.1.4.2. Jenis Pengukuran.....	17
2.1.5. <i>Efficient Market Hypothesis</i>	17
2.2 <i>Corporate Governance</i>	18
2.2.1. <i>Agency Problem</i> dan <i>Agency Cost</i>	18
2.2.2. <i>Asymmetric Information</i>	19
2.2.3. Definisi <i>Corporate Governance</i>	20
2.2.4. Prinsip-Prinsip <i>Corporate Governance</i>	20
2.3 Kinerja Perusahaan.....	22
2.4 Pengembangan Hipotesis.....	23
2.4.1 Hubungan IOS dengan Kinerja Perusahaan	23
2.4.2 Hubungan IOS dengan <i>Corporate Governance</i>	24
2.4.2.1 Pengaruh Komisaris Independen.....	24

2.4.2.2 Pengaruh Kepemilikan Keluarga.....	26
2.4.2.3 Pengaruh Konsentrasi Pemegang Saham.....	27
3. METODOLOGI PENELITIAN	29
3.1. Model Penelitian.....	29
3.2. Populasi.....	30
3.3. Pemilihan Sampel.....	31
3.4. Variabel Terikat (<i>Dependent Variable</i>).....	32
3.5. Variabel Bebas (<i>Independent Variables</i>).....	33
3.5.1. Variabel Set Peluang Investasi (IOS).....	33
3.5.2. Variabel Tata Kelola Perusahaan	34
3.5.2.1. Proporsi Komisaris Independen.....	35
3.5.2.2. Kepemilikan Keluarga.....	35
3.5.2.3. Konsentrasi Kepemilikan Pemegang Saham.....	36
3.6. Variabel Kontrol.....	36
3.6.1. Total Aset.....	36
3.6.2. <i>Leverage</i>	36
3.6.3. ROE_{t-1}	37
3.7. Analisis Faktor.....	37
3.8. Regresi Berganda (<i>Multiple Regression</i>).....	38
3.8.1. Uji Normalitas.....	39
3.8.2. Uji Autokorelasi.....	39
3.8.3. Uji Linearitas.....	39
3.8.4. Uji Multikolinearitas.....	40
3.8.5. Uji Heteroskedastisitas.....	40
4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	42
4.1. Pengujian Multikolinearitas Proksi IOS.....	42
4.2. Analisis Pendahuluan Ketepatan Variabel.....	44
4.3. Analisis Faktor Proksi IOS.....	45
4.4. Variabel Interaksi.....	48
4.5. Statistik Deskriptif.....	49
4.6. Uji Asumsi Klasik.....	51
4.6.1. Uji Normalitas.....	51
4.6.2. Uji Autokorelasi.....	52
4.6.3. Uji Linearitas.....	53
4.6.4. Uji Multikolinearitas.....	54
4.6.5. Uji Heteroskedastisitas.....	55
4.7. Analisis Regresi.....	56
5. KESIMPULAN DAN SARAN	63
5.1. Kesimpulan.....	63
5.2. Keterbatasan Penelitian.....	64
5.3. Saran.....	65
5.3.1. Penelitian Selanjutnya.....	65
5.3.2. Pihak-Pihak Terkait.....	65
DAFTAR REFERENSI	67
DAFTAR LAMPIRAN	
Lampiran 1. Faktor IOS hasil analisis faktor.....	71
Lampiran 2. Interaksi IOS dan <i>corporate governance</i>	73
Lampiran 3. Histogram dan kurva normal variabel.....	75

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Nilai atau *value* dari suatu perusahaan menurut Myers (1977) terdiri dari dua komponen, yaitu nilai dari *asset-in-place* dan nilai kini dari peluang pertumbuhan (*growth opportunities*). Peluang pertumbuhan didefinisikan lebih lanjut oleh Myers (1977) sebagai opsi untuk melakukan investasi di masa yang akan datang, karena peluang pertumbuhan sangat ditentukan oleh kebebasan dari manajemen perusahaan dalam memilih peluang investasi yang akan diambil. Opsi untuk melakukan investasi di masa yang akan datang secara lebih luas kemudian dikenal sebagai set peluang investasi (*Investment Opportunity Set*), atau biasa disingkat dengan IOS.

Peluang pertumbuhan merupakan salah satu faktor lingkungan organisasi yang penting bagi perusahaan. Secara logis faktor ini memiliki hubungan yang erat dengan kinerja perusahaan, karena peluang pertumbuhan yang tinggi akan menciptakan kesempatan bagi perusahaan di masa yang akan datang untuk mengembangkan bisnisnya, sehingga akan meningkatkan kinerja perusahaan tersebut.

Kallapur dan Trombley (1999) membedakan antara IOS dengan istilah pertumbuhan (*growth*) yang umum digunakan. Istilah pertumbuhan pada umumnya terkait dengan kemampuan untuk menjadi lebih besar dilihat dari sisi ukuran perusahaan, sedangkan IOS tidak hanya terbatas pada ukuran perusahaan saja namun lebih menekankan kepada opsi untuk melakukan investasi pada proyek yang memiliki nilai positif.

Pertumbuhan yang dialami oleh suatu perusahaan dalam konteks ukuran perusahaan ada kalanya tidak menciptakan nilai, seperti halnya yang sering terjadi pada proses penggabungan dan akuisisi perusahaan. Meskipun dari skala ukuran perusahaan tersebut bertambah besar, namun seringkali proses tersebut tidak meningkatkan nilai dari perusahaan.

Selain itu, Gaver dan Gaver (1993) menyebutkan bahwa peluang pertumbuhan adalah sesuatu yang melekat dan tidak dapat diobservasi secara langsung. Hal ini juga ditegaskan oleh Kallapur dan Trombley (2001) yang

menyatakan bahwa informasi-informasi yang berhubungan dengan peluang pertumbuhan tidak dapat diakses oleh pihak eksternal perusahaan, sehingga pengukuran IOS harus dilakukan dengan menggunakan proksi (*proxy*). Proksi secara sederhana dapat didefinisikan sebagai variabel-variabel yang dapat diobservasi dan memiliki asosiasi langsung terhadap IOS secara keseluruhan.

Pemilihan proksi yang relevan karenanya merupakan salah satu faktor yang sangat mempengaruhi dalam pengukuran IOS suatu perusahaan. Kallapur dan Trombley (2001) menyebutkan bahwa setidaknya ada empat tipe klasifikasi proksi yang dapat digunakan, yaitu: proksi yang berbasis pada harga (*price-based proxies*), proksi yang berbasis pada investasi (*investment-based proxies*), pengukuran varian (*variance measures*) dan pengukuran gabungan (*composite measures*).

Penelitian-penelitian yang dilakukan selanjutnya terhadap pendekatan proksi-proksi tersebut menemukan adanya beberapa proksi yang ternyata tidak memiliki korelasi yang signifikan dengan peluang pertumbuhan perusahaan. Baker (1993) menyebutkan bahwa setiap proksi memiliki tingkat kesalahan pengukuran (*measurement error*), terutama proksi-proksi yang digunakan secara individual. Hal ini merupakan kelemahan yang harus diwaspadai pada saat pemilihan proksi yang akan digunakan.

Oleh karena itu, untuk mengukur peluang pertumbuhan perusahaan perlu dianalisis terlebih dahulu proksi yang akan digunakan, baik dari sisi jumlah proksi yang digunakan maupun metode analisis dari masing-masing proksi. Hutchinson dan Gul (2004) dalam penelitiannya menggunakan tiga proksi untuk mengukur IOS dan kemudian melakukan analisis faktor untuk mengurangi variasi faktor yang dapat diobservasi menjadi satu faktor saja.

Opsi untuk melakukan investasi di masa yang akan datang dalam perkembangannya kemudian juga dikaitkan dengan konsep biaya keagenan (*agency cost*). Konsep *agency cost* mengemukakan bahwa terdapat perbedaan antara tujuan manajemen dan pemegang saham. Kondisi informasi yang asimetris antara manajemen dan pemegang saham dalam perusahaan menyebabkan adanya tendensi bahwa manajemen akan mengambil keputusan yang tidak sesuai dengan tujuan pemegang saham.

Karena peluang pertumbuhan yang dimiliki oleh perusahaan adalah merupakan sebuah opsi, manajemen sebagai pihak pengambil keputusan dalam perusahaan memiliki kewenangan untuk mengeksekusi ataupun tidak mengeksekusi opsi tersebut. Sehingga apabila dilihat dari sisi konsep biaya keagenan, perlu dibentuk suatu tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang dapat meminimalisasi biaya yang mungkin terjadi karena tidak dieksekusinya opsi pertumbuhan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan oleh manajemen.

1.2. Perumusan Masalah

Bertolak belakang dengan asumsi logis yang disebutkan sebelumnya, beberapa penelitian yang dilakukan menunjukkan adanya asosiasi yang negatif antara IOS yang merupakan salah satu komponen dari nilai perusahaan dengan kinerja perusahaan. Hubungan negatif ini antara lain disimpulkan oleh Baker (1993) dan Gul (1999).

Dari hasil penelitian tersebut disimpulkan bahwa perusahaan dengan nilai IOS yang tinggi memiliki kecenderungan untuk menghasilkan kinerja yang lebih buruk dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki IOS lebih rendah. Hal ini tentunya tidak sesuai dengan konsep nilai perusahaan Myers (1977) yang menyimpulkan bahwa IOS merupakan salah satu komponen yang membentuk nilai perusahaan.

Untuk itu perlu dilakukan penelitian lebih lanjut apakah hipotesis tersebut juga berlaku terhadap perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia. Penelitian ini mencoba melihat hubungan antara IOS dengan kinerja perusahaan, dengan mengambil data dari perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Selain itu, penelitian selanjutnya oleh Hutchinson dan Gul (2004) menghubungkan korelasi negatif antara IOS dan kinerja perusahaan dengan tata kelola perusahaan (*corporate governance*). Kesimpulan yang didapat dari penelitian tersebut yaitu adanya tendensi bahwa penerapan beberapa variabel tata kelola perusahaan terbukti mengurangi korelasi negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan. Penelitian tersebut dilakukan dengan mengambil data dari

perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Australia pada tahun 1998 dan 1999.

Terkait dengan penelitian tersebut, maka pengujian terhadap hubungan tata kelola perusahaan dengan asosiasi negatif antara IOS dan kinerja perusahaan perlu dilakukan juga terhadap perusahaan-perusahaan di Indonesia. Penentuan variabel tata kelola perusahaan yang relevan dengan kondisi di Indonesia merupakan salah satu hal yang akan didefinisikan terlebih dahulu sebelum melihat hubungannya dengan asosiasi negatif antara IOS dan kinerja perusahaan.

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menguji hubungan negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.
2. Menguji pengaruh tata kelola perusahaan terhadap hubungan negatif tersebut pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian ini yaitu:

1. Bagi perusahaan: menunjukkan pentingnya penerapan *corporate governance* dalam mendukung kinerja perusahaan, sehingga perusahaan dapat menaruh perhatian yang lebih terhadap penerapannya
2. Bagi investor dan calon investor: memberikan informasi tentang risiko terjadinya penurunan kinerja pada perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih tinggi.
3. Bagi regulator: memaparkan pentingnya penerapan *corporate governance* dalam mendukung kinerja perusahaan, sehingga regulator juga dapat lebih mengawasi pelaksanaan *corporate governance* di perusahaan publik.
4. Bagi akademisi: menambah literatur penelitian di Indonesia mengenai asosiasi antara IOS dan kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

1.5. Batasan Penelitian

Penelitian ini dibatasi hanya pada perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam industri manufaktur berdasarkan klasifikasi industri JASIC (*Jakarta Industrial Classification*) pada Bursa Efek Indonesia.

1.6. Sistematika Penulisan

Penyusunan karya akhir hasil penelitian ini terdiri dari 5 bab, dengan penjelasan masing-masing bab sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Menjelaskan latar belakang diadakannya penelitian, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, pembatasan masalah dan sistematika penulisan hasil penelitian.

Bab 2 Tinjauan Pustaka

Memaparkan landasan teori dan penelitian sebelumnya mengenai peluang pertumbuhan, set kesempatan investasi (IOS), kinerja perusahaan dan tata kelola perusahaan sebagai dasar dalam melakukan penelitian.

Bab 3 Metodologi Penelitian

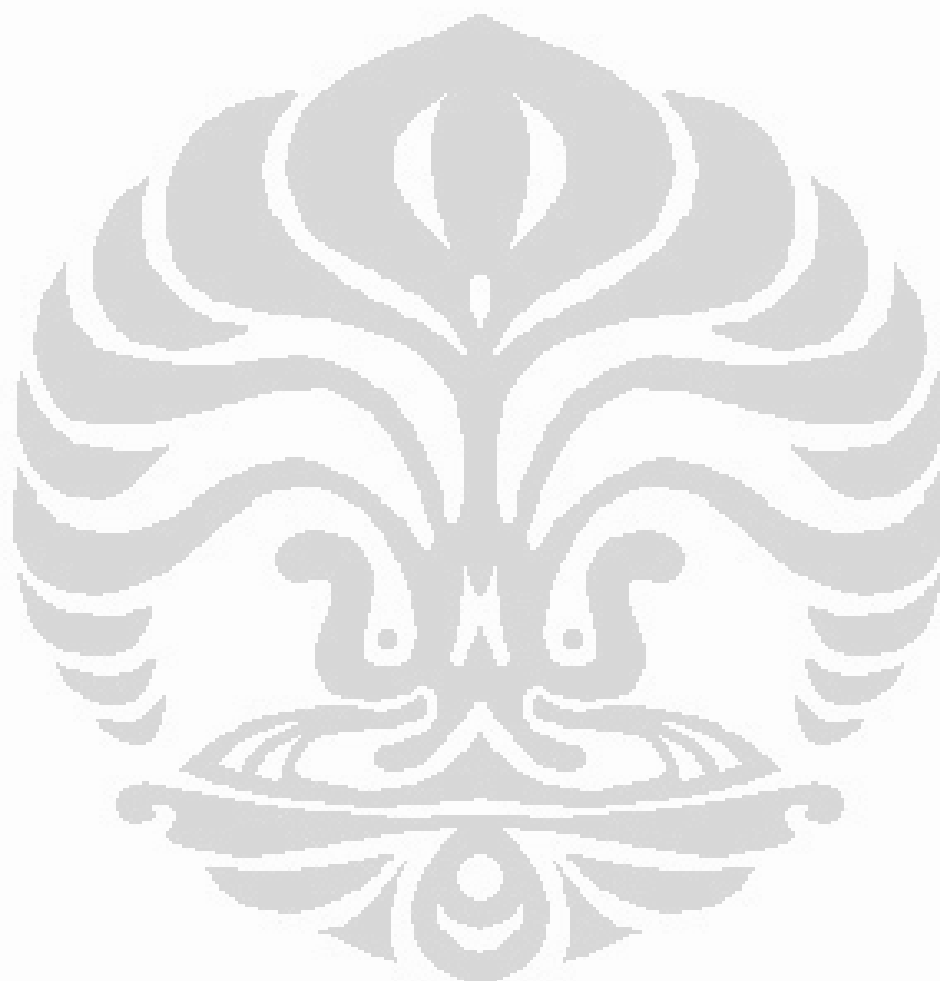
Menjelaskan tentang metodologi penelitian, teknik pengumpulan data serta asumsi-asumsi yang digunakan dalam penelitian. Bab ini juga menjelaskan tentang metode statistik yang digunakan dalam menganalisis data.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Memaparkan analisis, perhitungan serta pengolahan data yang dilakukan dalam penelitian serta menjelaskan hasil yang didapat terhadap masalah yang telah dirumuskan sebelumnya.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Memaparkan kesimpulan atas penelitian dan saran sebagai masukan untuk penelitian-penelitian selanjutnya.



BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

2.1. *Investment Opportunity Set*

Set peluang investasi (*Investment Opportunity Set*) merupakan salah satu komponen nilai perusahaan. Parameter ini menilai opsi yang dimiliki oleh perusahaan untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang memiliki nilai positif di masa yang akan datang. Karena merupakan opsi, maka manajemen memiliki kebebasan untuk memilih apakah akan mengambil opsi tersebut atau tidak.

Kallapur dan Trombley (2001) menyebutkan bahwa set peluang investasi atau IOS tidak hanya terbatas pada kesempatan untuk investasi pada produk baru atau pengembangan produksi dari produk yang ada saja, namun lebih luas lagi IOS juga mencakup pengeluaran yang dilakukan perusahaan yang dapat memberikan manfaat di masa yang akan datang. Contoh paling nyata dari hal ini adalah biaya restrukturisasi yang dikeluarkan untuk mengefisienkan biaya di periode-periode yang akan datang.

IOS juga sangat dipengaruhi oleh faktor spesifik pada masing-masing industri. Hal ini dikemukakan oleh Christie (1989), dalam Kallapur dan Trombley, (2001) serta Goyal *et al.* (2001) yang melakukan penelitian secara spesifik pada industri pertahanan di Amerika Serikat. Faktor yang mempengaruhi industri secara spesifik antara lain terkait dengan daur hidup produk (*product life cycle*) serta halangan untuk masuk ke dalam industri tersebut (*barrier to entry*).

Pada industri yang memiliki produk dengan daur hidup yang lebih pendek, kemampuan untuk melakukan riset dan pengembangan produk akan menjadi suatu keunggulan kompetitif yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, adanya halangan yang tinggi untuk masuk ke dalam industri tersebut juga akan meningkatkan nilai perusahaan karena dapat melindungi perusahaan dari adanya persaingan kompetitor baru.

Faktor-faktor eksternal industri juga dapat mempengaruhi IOS, seperti halnya kondisi ekonomi, politik serta regulasi di negara tempat perusahaan berdomisili. Meskipun tidak mempengaruhi IOS secara langsung, namun faktor-

faktor tersebut dapat menentukan peluang investasi perusahaan di masa yang akan datang.

Seperti disebutkan sebelumnya, IOS merupakan suatu opsi yang memiliki kemungkinan untuk dieksekusi ataupun tidak dieksekusi oleh manajemen. Manajemen memiliki kebebasan dalam memilih pengeluaran-pengeluaran yang terkait dengan peluang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini ditegaskan juga oleh Hartono (1999) yang menyebutkan bahwa IOS merupakan variabel laten yang tidak dapat diobservasi.

Ketidakmampuan pihak luar perusahaan untuk mengobservasi IOS secara langsung juga terkait dengan jumlah informasi yang dikeluarkan perusahaan kepada publik. Industri-industri tertentu menetapkan peraturan yang mengharuskan perusahaan untuk mengungkapkan data yang terkait secara langsung dengan IOS. Sebagai contoh untuk industri energi, perusahaan-perusahaan dalam industri ini memiliki kewajiban untuk memaparkan kepada publik mengenai jumlah cadangan yang dimiliki, yang dapat menunjukkan secara langsung peluang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

Namun untuk sebagian besar industri lainnya, informasi mengenai peluang pertumbuhan di masa yang akan datang umumnya tidak diungkapkan kepada pihak luar. Hal ini menyebabkan ketidakmampuan pihak luar untuk menilai secara langsung peluang pertumbuhan perusahaan.

Karena tidak dapat diobservasi secara langsung, maka untuk mengukur IOS suatu perusahaan harus menggunakan suatu proksi. Proksi merupakan variabel-variabel yang dapat diukur dan memiliki asosiasi secara langsung dengan IOS secara keseluruhan. Klasifikasi proksi menurut Kallapur dan Trombley (2001) terdiri dari:

1. Proksi yang berbasis pada harga (*price-based proxies*)
2. Proksi yang berbasis pada investasi (*investment-based proxies*)
3. Pengukuran varian (*variance measures*)
4. Pengukuran gabungan (*composite measures*)

Namun demikian, Hutchinson dan Gul (2004) menyebutkan bahwa pengukuran IOS tidak dapat dilakukan dengan menggunakan satu proksi saja. Hal ini disebabkan karena fungsi pertumbuhan sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor

spesifik perusahaan, termasuk kondisi industri serta faktor makroekonomi. Dengan demikian, pengukuran dengan menggunakan gabungan beberapa proksi diyakini akan memberikan hasil yang lebih baik dibandingkan dengan pengukuran yang hanya menggunakan proksi individual.

2.1.1. Proksi yang Berbasis pada Harga (*Price-Based Proxies*)

Penggunaan proksi yang berbasis pada harga didasarkan pada pemikiran bahwa harga pasar akan mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Dengan demikian maka apabila dua perusahaan dengan nilai *asset-in-place* yang sama dibandingkan, maka perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang lebih tinggi akan memiliki harga saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan lebih rendah.

Jenis-jenis proksi yang berbasis pada harga yang pernah digunakan dalam berbagai studi mengenai IOS antara lain yaitu:

1. Rasio nilai pasar dengan nilai buku ekuitas (*Market to book value of equity*)
2. Rasio nilai pasar dengan nilai buku aset (*Market to book value of assets*)
3. Rasio nilai buku *property, plant* dan *equipment* (PPE) terhadap nilai perusahaan (*PPE to firm value*)
4. Rasio nilai penggantian aset dengan nilai pasar (*Replacement value of assets to market value*), atau lebih dikenal dengan *Tobin's-q*.
5. Rasio depresiasi terhadap nilai perusahaan (*Depreciation to firm value*)
6. Rasio pendapatan terhadap harga (*Earnings to price ratio*)

2.1.1.1. Rasio Nilai Pasar dengan Nilai Buku Ekuitas

Perhitungan IOS dengan menggunakan proksi rasio nilai pasar dan nilai buku ekuitas adalah merupakan pendekatan yang paling umum digunakan dalam penelitian-penelitian mengenai IOS. Pendekatan ini membandingkan antara nilai ekuitas apabila dihitung dengan menggunakan harga saham di pasar dengan nilai

ekuitas yang tercatat pada laporan keuangan perusahaan, dengan formula sebagai berikut:

$$MBVE = \frac{\text{Share Closing Price} \times \text{Outstanding Share}}{\text{Book Value of Common Equity}}$$

Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi di masa yang akan datang akan dinilai positif oleh investor, sehingga rasio nilai pasar terhadap nilai buku akan semakin besar bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan lebih tinggi.

2.1.1.2. Rasio Nilai Pasar dengan Nilai Buku Aset

Proksi dengan pendekatan ini membandingkan antara nilai pasar perusahaan dengan nilai buku aset yang tercatat. Perhitungan dilakukan dengan “mengganti” nilai buku ekuitas dengan nilai pasar ekuitas perusahaan, yang kemudian dibandingkan dengan total aset secara keseluruhan, sehingga apabila diformulasikan adalah sebagai berikut:

$$MBVA = \frac{(\text{Total Assets} - \text{Common Equity}) + (\text{Share Closing Price} \times \text{Outstanding Share})}{\text{Total Assets}}$$

Perusahaan dengan nilai proksi MBVA lebih tinggi dinilai akan memiliki peluang pertumbuhan yang lebih besar, karena nilai pasar ekuitas merefleksikan keyakinan pasar dan investor terhadap kemampuan perusahaan untuk mengembangkan investasinya di masa yang akan datang.

2.1.1.3. Rasio Nilai Buku *Property, Plant dan Equipment*

Rasio yang digunakan sebagai proksi IOS ini juga membandingkan nilai perusahaan seperti halnya MBVA, namun yang dijadikan sebagai pembanding adalah net aktiva tetap dan bukan total aset secara keseluruhan. Hal ini dilakukan dengan pertimbangan bahwa nilai aset tetap adalah merupakan elemen aset yang memiliki hubungan langsung dengan kegiatan investasi perusahaan. Formula untuk proksi ini adalah:

$$PPEMV = \frac{(Total\ Assets - Common\ Equity) + (Share\ Closing\ Price \times Outstanding\ Share)}{Net\ Fixed\ Assets}$$

2.1.1.4. Rasio Biaya Penggantian Asset dengan Nilai Pasar

Proksi ini juga membandingkan nilai perusahaan seperti halnya kedua proksi sebelumnya, namun parameter yang dijadikan acuan pembanding adalah biaya penggantian aset (*assets replacement cost*), dan bukan nilai buku seperti kedua proksi sebelumnya. Biaya penggantian aset didefinisikan sebagai jumlah yang harus dikeluarkan untuk mengganti aset pada saat ini dengan aset sejenis.

Biaya penggantian aset oleh Skinner (1993) dibagi menjadi tiga mengikuti penelitian sebelumnya oleh Lindenberg dan Ross (1981), yaitu biaya penggantian aset tetap (*property, plant and equipment*), biaya penggantian persediaan (*inventory*), dan biaya penggantian aset lainnya. Oleh Saputro (2003), proksi ini diformulasikan sebagai berikut:

$$Tobin's\ Q = \frac{(Total\ Assets - Common\ Equity) + (Share\ Closing\ Price \times Outstanding\ Share)}{(Net\ Fixed\ Assets \times \frac{Gross\ Fixed\ Assets - Net\ Fixed\ Assets}{Depreciation\ Expense}) + (Total\ Assets - Net\ Fixed\ Assets)}$$

Model tersebut menyederhanakan biaya penggantian menjadi dua bagian saja, yaitu biaya penggantian untuk aset tetap dan aset lainnya selain aset tetap. Aset-aset selain aset tetap diasumsikan nilai bukunya telah mencerminkan nilai pengantiannya, sehingga nilai yang dipakai dalam perhitungan proksi adalah nilai bukunya.

2.1.1.5. Rasio Depresiasi terhadap Nilai Perusahaan

Sama halnya dengan rasio-rasio sebelumnya, rasio yang digunakan sebagai proksi IOS ini juga membandingkan nilai perusahaan, namun yang dijadikan pembanding untuk rasio ini adalah biaya depresiasi (*depreciation expense*). Sehingga apabila diformulasikan adalah sebagai berikut:

$$MVDEP = \frac{(Total\ Assets - Common\ Equity) + (Share\ Closing\ Price \times Outstanding\ Share)}{Depreciation\ Expense}$$

2.1.1.6. Rasio Pendapatan terhadap Harga

Proksi ini mengukur besarnya perbandingan antara pendapatan per saham (*earnings per share*) perusahaan dengan harga pasar saham perusahaan tersebut. Formulasi untuk proksi ini yaitu:

$$EPS/Price = \frac{Earnings\ per\ Share}{Market\ Price\ per\ Share}$$

Seperti proksi-proksi sebelumnya, harga saham diyakini mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Untuk dua perusahaan dengan nilai EPS yang sama, perusahaan dengan nilai proksi *EPS/Price* yang lebih rendah secara teoretis memiliki peluang pertumbuhan yang lebih tinggi, karena nilai rasio yang lebih rendah mencerminkan harga saham yang lebih tinggi dan hal tersebut merupakan penilaian positif investor terhadap peluang perusahaan di masa yang akan datang.

Namun demikian, Smith dan Watts (1992) dalam Kallapur dan Trombley (2001) menemukan bahwa ketika rasio ini digunakan sebagai proksi IOS, koefisien regresi menjadi tidak signifikan. Hal ini menyebabkan rasio ini menjadi kurang *valid* untuk digunakan sebagai proksi IOS, terutama apabila digunakan secara individual.

2.1.2. Proksi yang Berbasis pada Investasi (*Investment-Based Proxies*)

Pengukuran dengan menggunakan proksi yang berbasis pada investasi didasari pada pemikiran bahwa perusahaan dengan realisasi investasi yang lebih tinggi seharusnya mencerminkan peluang pertumbuhan yang lebih tinggi pula, karena perusahaan yang melakukan kegiatan investasi secara intensif tentunya melihat adanya peluang bagi perusahaan tersebut di masa yang akan datang untuk mengembangkan usahanya.

Investasi yang terjadi pada saat ini nantinya akan menjadi aset yang dapat digunakan perusahaan dalam kegiatan operasinya. Definisi investasi di sini tidak hanya terbatas pada investasi fisik seperti halnya pembelian PPE, namun juga investasi yang bersifat *intangible* seperti kegiatan penelitian dan pengembangan (*research and development*).

Beberapa jenis proksi dengan basis investasi pernah digunakan untuk mengukur IOS. Kallapur dan Trombley (2001) menyebutkan setidaknya ada dua proksi berbasis investasi yang pernah digunakan, yaitu rasio intensitas penelitian dan pengembangan (*R&D Intensity*) serta rasio pengeluaran kapital (*Capital Expenditures*) perusahaan. Sedangkan Saputro (2003) menambahkan rasio investasi pada penjualan bersih (*Investment to Net Sales*) sebagai proksi yang berbasis pada investasi pada pengukuran IOS.

2.1.2.1. Rasio Intensitas Penelitian dan Pengembangan

Kegiatan penelitian dan pengembangan secara langsung berhubungan dengan peluang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi akan secara intensif melakukan kegiatan penelitian dan pengembangan untuk memantapkan posisi kompetitifnya di masa yang akan datang. Sebaliknya, perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih rendah akan kurang menaruh perhatian pada kegiatan ini.

Karenanya, rasio yang mengukur intensitas kegiatan penelitian dan pengembangan (R&D) dapat dijadikan proksi IOS. Formulasi untuk proksi ini antara lain:

$$R \& D \text{ Intensity} = \frac{R \& D \text{ Expense}}{\text{Total Assets}} \text{ or } \frac{R \& D \text{ Expense}}{\text{Sales}} \text{ or } \frac{R \& D \text{ Expense}}{\text{Firm's value}}$$

Penggunaan pembandingan yang berbeda-beda disesuaikan dengan karakteristik industri yang diteliti, karena setiap industri memiliki parameter spesifik yang lebih tepat digunakan sebagai pembandingan.

2.1.2.2. Rasio Pengeluaran Kapital

Penggunaan proksi ini dilakukan dengan mengukur besarnya pengeluaran kapital (*capital expenditures*) perusahaan. Pengeluaran kapital didefinisikan pengeluaran yang memberikan manfaat tidak hanya di masa kini namun juga di masa yang akan datang.

Sama halnya dengan investasi pada kegiatan penelitian dan pengembangan, perusahaan dengan tingkat pengeluaran kapital yang tinggi tentunya melihat adanya peluang pertumbuhan di masa yang akan datang,

sehingga perusahaan perlu melakukan belanja kapital untuk mengantisipasi pertumbuhan tersebut. Pemikiran inilah yang kemudian mendasari digunakannya rasio pengeluaran kapital sebagai proksi IOS. Formulasi untuk rasio pengeluaran kapital antara lain sebagai berikut:

$$CAPBVA = \frac{\text{Book Value of Assets}_t - \text{Book Value of Assets}_{t-1}}{\text{Total Assets}}$$

$$CAPMVA = \frac{\text{Book Value of Assets}_t - \text{Book Value of Assets}_{t-1}}{\text{Total Assets} - \text{Common Equity} + (\text{Share Closing Price} \times \text{Outstanding Share})}$$

Sisi pembilang dari kedua formula di atas secara sederhana merupakan besarnya pengeluaran kapital yang dilakukan perusahaan dalam setahun, yang diukur dengan menghitung selisih antara nilai buku aset pada tahun yang bersangkutan dengan nilai buku aset tahun sebelumnya. Sisi penyebut untuk formula yang pertama menggunakan total nilai buku aset, sementara formula kedua menggunakan nilai pasar perusahaan (*Firm's value*).

Perusahaan yang memiliki IOS lebih tinggi secara teoretis akan memiliki nilai CAPBVA dan CAPMVA yang lebih tinggi, karena hasil rasio yang lebih tinggi pada kedua variabel tersebut menunjukkan bahwa perusahaan melakukan belanja kapital yang lebih besar yang tentunya menunjukkan besarnya peluang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

2.1.2.3. Rasio Investasi pada Penjualan Bersih

Penggunaan rasio investasi pada penjualan bersih dilakukan dengan pemikiran bahwa perusahaan yang melakukan kegiatan investasi pada saat ini akan berpeluang untuk mendapatkan hasil investasinya di masa yang akan datang. Formulasi untuk rasio ini yaitu sebagai berikut:

$$IONS = \frac{\text{Investments}}{\text{Net Sales}}$$

Nilai IONS (*Investment to Net Sales*) yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi, karena perusahaan melakukan investasi yang dapat memberikan manfaat di masa yang akan datang.

Nilai investasi yang tinggi juga menunjukkan adanya kelebihan kas (*excess cash*) yang tidak habis dalam kegiatan operasi. Dari sisi arus kas, hal ini merupakan hal yang baik karena menunjukkan kondisi perusahaan yang sehat.

Namun perlu diperhatikan juga bahwa nilai investasi yang dilakukan perusahaan tidak selalu mencerminkan peluang pertumbuhan di masa yang akan datang bagi perusahaan tersebut, terutama apabila nilai investasi yang digunakan adalah nilai investasi pada surat berharga (*securities*).

Investasi pada surat berharga merupakan salah satu indikator bahwa perusahaan tidak memiliki alternatif investasi pada proyek-proyek yang terkait dengan bisnis perusahaan yang dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi dari investasi pada surat berharga, sehingga kelebihan kas dialokasikan untuk membeli surat berharga yang menghasilkan *return* yang lebih tinggi. Hal ini tentunya mengindikasikan kecilnya peluang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, meskipun nilai IONS terlihat tinggi.

2.1.3. Pengukuran Varian (*Variance Measures*)

Salah satu alternatif proksi yang dapat digunakan dalam mengukur IOS adalah pengukuran varian. Pengukuran varian menurut Kallapur dan Trombley (2001) digunakan karena opsi investasi akan lebih bernilai bila variabilitas tingkat pengembalian (*return*) dari aset meningkat. Dua jenis proksi yang sering digunakan dalam mengukur IOS yaitu varian tingkat pengembalian (*variance of returns*) dan beta aset (*asset beta*).

2.1.3.1. Varian Tingkat Pengembalian

Proksi ini diukur dengan membandingkan antara nilai market value dari ekuitas, dividen, dan biaya bunga dengan nilai pasar perusahaan. Formulasi untuk proksi ini adalah sebagai berikut:

$$VARRET = \frac{[(Closing\ Price\ x\ Outstanding\ shares) + Dividend + Interest\ expense]_t}{[Total\ Assets - BV\ of\ Equity + (Closing\ Price\ x\ Outstanding\ Shares)]_{t-1}}$$

Perlu diperhatikan bahwa pembilang dan penyebut dalam formulasi tersebut diambil dari tahun buku yang berbeda, dimana pembilang diambil dari tahun yang dikur, sedangkan penyebut diambil dari tahun sebelumnya.

2.1.3.2. Beta Aset

Pengukuran IOS dengan proksi beta aset dilakukan dengan pertimbangan bahwa beta merefleksikan sensitivitas tingkat pengembalian (*return*) saham terhadap tingkat pengembalian pasar secara keseluruhan. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki beta lebih tinggi secara teoretis akan memiliki peluang pertumbuhan yang lebih tinggi karena dapat menciptakan varian return yang lebih tinggi dari rata-rata tingkat pengembalian pasar. Proksi beta aset diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Beta Aset} = \frac{\text{Share's Beta} \times (\text{Closing Price} \times \text{Outstanding shares})}{\text{Total Assets} - \text{BV of Equity} + (\text{Closing Price} \times \text{Outstanding Shares})}$$

2.1.4. Pengukuran Gabungan (*Composite Measures*)

Berdasarkan hasil studi lebih lanjut, penggunaan proksi secara individual dalam melakukan pengukuran IOS kemudian ternyata kurang memberikan hasil yang relevan. Baker (1993) menjelaskan bahwa hal ini disebabkan antara lain karena setiap proksi memiliki tingkat kesalahan pengukuran (*measurement error*).

Oleh sebab itu, studi-studi selanjutnya mencoba menggabungkan beberapa proksi untuk mereduksi tingkat kesalahan pengukuran yang terjadi pada saat proksi digunakan secara individual. Prosedur yang umum digunakan untuk menggabungkan proksi-proksi individu tersebut yaitu dengan menggunakan analisis faktor (*factor analysis*).

Meskipun pengukuran proksi gabungan memberikan hasil yang lebih relevan dibanding pendekatan individual, namun pemilihan proksi yang tepat merupakan hal yang paling penting dalam mengukur proksi gabungan. Beberapa studi kemudian mencoba menemukan proksi-proksi yang paling relevan dalam pengukuran IOS. Beberapa catatan dari hasil studi mengenai pengukuran proksi gabungan antara lain terkait dengan jumlah pengukuran individual yang digunakan serta jenis pengukuran yang dipilih.

2.1.4.1. Jumlah Pengukuran

Jumlah pengukuran yang digunakan terbukti tidak secara langsung mempengaruhi hasil pengukuran gabungan. Hal ini disebutkan dalam Kallapur dan Trombley (2001) yang membandingkan antara studi yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993) dengan Baber (1996). Gaver dan Gaver menggunakan 6 (enam) jenis pengukuran dalam penelitiannya, sementara Baber hanya menggunakan 4 (empat) variabel. Namun, proksi IOS yang dihasilkan oleh Baber memberikan hasil yang lebih baik dibandingkan dengan proksi gabungan Gaver dan Gaver.

2.1.4.2. Jenis Pengukuran

Karena jumlah pengukuran yang digunakan terbukti tidak mempengaruhi hasil pengukuran, maka jenis pengukuran yang dipilih seperti yang telah disebutkan sebelumnya memiliki peranan penting dalam perhitungan proksi gabungan IOS.

Untuk itu perlu diperhatikan jenis-jenis pengukuran yang telah terbukti tidak memberikan hasil yang positif dalam pengukuran IOS gabungan. Rasio *EPS/Price* seperti yang telah disebutkan sebelumnya telah terbukti kurang relevan untuk digunakan dalam mengukur IOS. Selain itu, Kallapur dan Trombley (1999), dalam Kallapur dan Trombley (2001), juga menemukan bahwa rasio intensitas penelitian dan pengembangan tidak memberikan hasil yang lebih baik dari pengukuran yang berbasis pada harga.

2.1.5 *Efficient Market Hypothesis*

Efficient market hypothesis (EMH) adalah suatu teori yang menyebutkan bahwa harga untuk suatu aset yang diperdagangkan pada pasar keuangan mencerminkan semua informasi yang ada. Tiga tingkatan efisiensi pasar yang didefinisikan oleh teori ini yaitu *weak form*, *semi-strong form*, dan *strong form*. Suatu pasar dikategorikan sebagai *weak form* apabila harga hanya mencerminkan informasi di masa yang lalu. Pada pasar dengan karakteristik *semi-strong form*, harga mencerminkan semua informasi publik yang tersedia saat ini. Sedangkan pada pasar dengan karakteristik *strong form*, harga mencerminkan semua

informasi yang terkait dengan aset tersebut, baik informasi yang bersifat publik maupun privat.

Teori EMH ini perlu diperhatikan terutama pada saat penggunaan proksi yang berbasis pada harga, karena akurasi proksi yang berbasis pada harga sangat tergantung pada efisiensi pasar dimana saham perusahaan tersebut diperdagangkan. Proksi peluang pertumbuhan yang berbasis pada harga akan semakin efektif untuk digunakan pada pasar yang memiliki efisiensi pasar yang lebih kuat, karena harga akan cenderung lebih mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan yang sebenarnya.

2.2. Corporate Governance

Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) adalah suatu konsep yang hadir seiring dengan adanya permasalahan keagenan (*agency problem*) dan informasi yang asimetris (*asymmetric information*) dalam perusahaan. Permasalahan keagenan adalah permasalahan yang terjadi karena adanya pemisahan antara pemegang saham dan manajemen, sedangkan informasi yang asimetris terjadi karena adanya ketidakseimbangan antara informasi yang dimiliki oleh manajemen sebagai pengelola perusahaan dengan pemegang saham sebagai pemilik modal.

2.2.1. Agency Problem dan Agency Cost

Manajemen dalam hal ini merupakan pihak yang diberi kuasa oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan, sehingga idealnya manajemen seharusnya melakukan tindakan-tindakan yang akan menguntungkan pemegang saham. Namun dalam praktiknya, seringkali terjadi benturan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Manajemen yang seharusnya mempunyai tugas utama untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham seringkali memiliki kepentingan lain yang tidak sesuai dengan tujuan utama tersebut. Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham tersebut yang pada akhirnya menimbulkan permasalahan keagenan.

Apabila permasalahan keagenan tidak dapat diantisipasi, maka perusahaan (dan pada akhirnya pemegang saham) harus menanggung biaya keagenan (*agency*

cost). Biaya keagenan didefinisikan oleh Jensen (1986), dalam McKnight dan Weir (2008), sebagai biaya yang terjadi dari adanya ketidakserasian antara kepentingan pemilik dan manajemen perusahaan ketika terjadi pemisahan kepemilikan dan kontrol.

Biaya keagenan bukan merupakan biaya yang secara langsung akan terlihat dalam laporan keuangan perusahaan. Pengertian biaya keagenan ini lebih mengarah kepada *opportunity cost* yang harus ditanggung perusahaan karena manajemen mengelola perusahaan dengan kepentingan yang berbeda dengan kepentingan pemegang saham.

Sebagai contoh, apabila manajemen mengambil keputusan untuk melakukan investasi pada suatu proyek yang tidak menguntungkan perusahaan, maka pasar akan merespon negatif keputusan tersebut yang pada akhirnya menurunkan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan tersebut, yang pada akhirnya merupakan penurunan kekayaan pemegang saham, merupakan biaya keagenan yang terjadi sebagai dampak dari adanya permasalahan keagenan. Dampak tersebut tentunya tidak terlihat secara langsung sebagai komponen “biaya” dalam laporan keuangan perusahaan.

2.2.2. *Asymmetric Information*

Informasi yang asimetris (*Asymmetric information*) merupakan salah satu faktor yang mendorong semakin tingginya permasalahan keagenan dalam perusahaan. Kondisi informasi yang asimetris terjadi karena pemegang saham tidak terlibat secara langsung dalam kegiatan perusahaan sehari-hari. Hal ini menyebabkan informasi-informasi yang terkait dengan perusahaan tidak dapat diketahui secara langsung oleh pemegang saham.

Di sisi lain, manajemen yang terlibat langsung dalam kegiatan perusahaan sehari-hari mengetahui secara langsung semua informasi yang berhubungan dengan perusahaan. Ketidakseimbangan informasi yang dimiliki oleh pemegang saham dan manajemen ini yang kemudian disebut sebagai informasi asimetris.

Kewajiban untuk mengumumkan dan melaporkan kondisi keuangan perusahaan, terutama untuk perusahaan-perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh publik, merupakan salah satu usaha yang dilakukan oleh regulator untuk

cost). Biaya keagenan didefinisikan oleh Jensen (1986), dalam McKnight dan Weir (2008), sebagai biaya yang terjadi dari adanya ketidakserasian antara kepentingan pemilik dan manajemen perusahaan ketika terjadi pemisahan kepemilikan dan kontrol.

Biaya keagenan bukan merupakan biaya yang secara langsung akan terlihat dalam laporan keuangan perusahaan. Pengertian biaya keagenan ini lebih mengarah kepada *opportunity cost* yang harus ditanggung perusahaan karena manajemen mengelola perusahaan dengan kepentingan yang berbeda dengan kepentingan pemegang saham.

Sebagai contoh, apabila manajemen mengambil keputusan untuk melakukan investasi pada suatu proyek yang tidak menguntungkan perusahaan, maka pasar akan merespon negatif keputusan tersebut yang pada akhirnya menurunkan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan tersebut, yang pada akhirnya merupakan penurunan kekayaan pemegang saham, merupakan biaya keagenan yang terjadi sebagai dampak dari adanya permasalahan keagenan. Dampak tersebut tentunya tidak terlihat secara langsung sebagai komponen “biaya” dalam laporan keuangan perusahaan.

2.2.2. *Asymmetric Information*

Informasi yang asimetris (*Asymmetric information*) merupakan salah satu faktor yang mendorong semakin tingginya permasalahan keagenan dalam perusahaan. Kondisi informasi yang asimetris terjadi karena pemegang saham tidak terlibat secara langsung dalam kegiatan perusahaan sehari-hari. Hal ini menyebabkan informasi-informasi yang terkait dengan perusahaan tidak dapat diketahui secara langsung oleh pemegang saham.

Di sisi lain, manajemen yang terlibat langsung dalam kegiatan perusahaan sehari-hari mengetahui secara langsung semua informasi yang berhubungan dengan perusahaan. Ketidakseimbangan informasi yang dimiliki oleh pemegang saham dan manajemen ini yang kemudian disebut sebagai informasi asimetris.

Kewajiban untuk mengumumkan dan melaporkan kondisi keuangan perusahaan, terutama untuk perusahaan-perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh publik, merupakan salah satu usaha yang dilakukan oleh regulator untuk

mengurangi kondisi informasi asimetris yang dialami oleh pemegang saham. Dengan adanya kewajiban perusahaan, dalam hal ini diwakili oleh manajemen, untuk melaporkan kondisi keuangannya secara berkala, maka diharapkan informasi-informasi yang terkait dengan perusahaan juga akan diketahui oleh pemegang saham.

Namun demikian, kewajiban tersebut sepertinya belum mencukupi bagi pemegang saham untuk mengeliminasi kondisi informasi asimetris yang terjadi. Hal ini disebabkan karena begitu banyak informasi yang tidak tercakup dalam pelaporan perusahaan secara berkala, seperti halnya informasi mengenai prospek proyek-proyek yang akan atau sedang dijalankan oleh perusahaan dan peluang investasi di masa yang akan datang. Selama pemegang saham tidak terlibat langsung dalam kegiatan operasional perusahaan sehari-hari, masih banyak celah-celah yang dapat digunakan oleh manajemen untuk tidak memaparkan seluruh informasi mengenai perusahaan kepada pemegang saham.

2.2.3. Definisi *Corporate Governance*

Untuk mengantisipasi terjadinya biaya keagenan sebagai akibat dari adanya permasalahan keagenan serta meminimalisasi kondisi informasi yang asimetris, maka dibentuklah suatu tata kelola perusahaan (*corporate governance*). *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD), dalam Utama dan Afriani (2005), mendefinisikan bahwa *corporate governance* atau tata kelola perusahaan merupakan struktur hubungan serta kaitannya dengan tanggung jawab di antara pihak-pihak terkait yang terdiri dari pemegang saham, anggota dewan direksi dan komisaris, termasuk manajer, yang dirancang untuk mendorong terciptanya suatu kinerja yang kompetitif yang diperlukan dalam mencapai tujuan utama perusahaan.

2.2.4. Prinsip-Prinsip *Corporate Governance*

OECD (2004) yang merupakan organisasi yang memfokuskan diri untuk menciptakan standar penerapan tata kelola perusahaan telah menetapkan prinsip-prinsip dasar dari tata kelola perusahaan, yaitu:

1. Kepastian penerapan basis tata kelola perusahaan yang efektif

Pedoman tata kelola perusahaan harus dapat menciptakan pasar yang transparan dan efisien, konsisten dengan hukum dan peraturan dan secara jelas menerangkan pembagian tanggung jawab antara kewenangan pengawas, regulator dan pelaksana.

2. Hak-hak pemegang saham dan fungsi kepemilikan yang utama

Pedoman tata kelola perusahaan harus dapat melindungi dan memfasilitasi hak-hak pemegang saham.

3. Perlakuan yang sama bagi seluruh pemegang saham

Pedoman tata kelola perusahaan harus dapat menjamin perlakuan yang sama bagi seluruh pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas dan asing.

4. Peranan *stakeholders*

Pedoman tata kelola perusahaan harus dapat mengidentifikasi hak-hak pemegang saham yang didapat dari hukum yang berlaku atau permufakatan bersama dan mendorong kerjasama aktif antara perusahaan dan *stakeholder*.

5. Pengungkapan dan transparansi

Pedoman tata kelola perusahaan harus dapat memastikan bahwa pengungkapan yang tepat waktu dan akurat dibuat untuk semua hal-hal yang bersifat material mengenai perusahaan, termasuk kondisi finansial, kinerja, kepemilikan dan pengelolaan perusahaan.

6. Tanggung jawab pengurus/manajemen

Pedoman tata kelola perusahaan harus dapat memastikan pedoman strategik perusahaan, pemantauan manajemen yang efektif oleh dewan direksi, serta akuntabilitas dewan direksi terhadap perusahaan dan pemegang saham.

Sedangkan Utama dan Afriani (2005) menyederhanakan prinsip-prinsip tersebut menjadi empat prinsip utama:

1. *Fairness*

Kepastian perlindungan atas hak seluruh pemegang saham dari penipuan (*fraud*) dan penyimpangan lainnya serta adanya pemahaman yang jelas

mengenai hubungan berdasarkan kontrak di antara penyedia sumber daya perusahaan dan pelanggan.

2. *Transparancy*

Keterbukaan mengenai informasi kinerja perusahaan, baik ketepatan waktu maupun akurasi, terutama yang terkait dengan informasi akuntansi yang dihasilkan.

3. *Accountability*

Penciptaan sistem pengawasan yang efektif berdasarkan pembagian wewenang, peranan, hak dan tanggung jawab dari pemegang saham, direksi, manajer dan auditor.

4. *Responsibility*

Pertanggungjawaban perusahaan kepada *stakeholders* dan lingkungan perusahaan.

2.3. Kinerja Perusahaan

Pengukuran kinerja perusahaan yang digunakan harus dapat menggambarkan efek dari keputusan investasi manajemen. Menurut Hutchinson dan Gul (2004), kinerja perusahaan dapat diukur dengan menggunakan pengukuran internal dan pengukuran eksternal. Pengukuran internal terkait dengan kinerja yang didasarkan pada ukuran-ukuran performa laporan keuangan, sedangkan pengukuran eksternal didasarkan pada ukuran-ukuran pasar, yang dipengaruhi tidak hanya oleh performa keuangan namun juga faktor-faktor lainnya seperti kondisi pasar dan perekonomian secara umum.

Dengan demikian, pengukuran eksternal seharusnya menunjukkan kinerja perusahaan yang lebih riil dibanding pengukuran internal, karena mewakili nilai pasar dari performa perusahaan. Namun pengukuran eksternal terkadang tidak dapat menggambarkan keputusan investasi manajemen karena banyak dipengaruhi oleh *noise* yang berasal dari kondisi eksternal perusahaan.

Di sisi lain, Hunt (1985) dan Verrecchia (1986), dalam Hutchinson dan Gul (2004), menyebutkan bahwa pengukuran internal juga memiliki banyak *noise*, karena indikator-indikator dalam pengukuran internal sangat rentan terhadap intervensi manajemen. Hal ini disebabkan karena manajemen memiliki kontrol

penuh terhadap indikator-indikator tersebut. Manajemen dapat dan memiliki kewenangan untuk mengubah sisi biaya, alokasi arus kas, serta prosedur akuntansi yang digunakan.

Karenanya pertimbangan penggunaan pengukuran internal atau eksternal yang akan digunakan dalam penelitian harus memperhatikan konteks tujuan yang ingin dicapai. Dengan tujuan penelitian untuk membuktikan hubungan antara set peluang investasi, kinerja perusahaan dan tata kelola perusahaan, maka pengukuran internal dipilih untuk digunakan dalam penelitian ini dengan pertimbangan bahwa pengukuran eksternal sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak terkait dengan keputusan investasi manajemen.

Selain itu, penggunaan pengukuran internal juga didukung oleh argumen Carr (1997), dalam Hutchinson dan Gul (2004), yang menyebutkan bahwa meskipun pengukuran internal dalam jangka pendek sangat dipengaruhi oleh manipulasi manajemen, namun dalam jangka panjang pengukuran internal dan eksternal akan merefleksikan faktor ekonomi yang sama.

2.4. Pengembangan Hipotesis

Penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya menemukan adanya hubungan antara IOS, *corporate governance*, dan kinerja perusahaan.

2.4.1. Hubungan IOS dan Kinerja Perusahaan

Secara logis, IOS yang merupakan indikator peluang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang akan memiliki hubungan yang positif dengan kinerja perusahaan, karena sesuai dengan konsep nilai perusahaan yang dikemukakan oleh Myers (1977) bahwa nilai perusahaan terdiri dari nilai *asset in place* dan peluang pertumbuhan perusahaan.

Namun demikian, penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya ternyata menemukan hubungan yang negatif antara peluang pertumbuhan perusahaan dengan kinerja perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang semakin tinggi diyakini akan menghasilkan kinerja yang lebih buruk dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih rendah.

Kecenderungan ini antara lain disebabkan karena tingginya kesempatan bagi manajemen untuk melakukan tindakan yang bersifat oportunistik dalam perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan lebih tinggi. Dengan adanya berbagai opsi untuk melakukan investasi, maka memungkinkan manajemen untuk mengambil pilihan-pilihan investasi yang sebenarnya tidak memberikan nilai bagi pemegang saham. Dengan demikian, maka hipotesis pertama yang akan diuji dalam penelitian ini yaitu:

H1: Terdapat hubungan negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan

2.4.2. Hubungan IOS dan *Corporate Governance*

Penerapan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) dalam perusahaan seperti yang telah disebutkan sebelumnya akan mendorong terciptanya kinerja kompetitif dalam perusahaan. Hal ini disebabkan karena penerapan *corporate governance* akan mendorong manajemen untuk mengambil keputusan yang sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Elemen-elemen penerapan *corporate governance* yang dapat diukur oleh pihak eksternal antara lain berhubungan dengan struktur organisasi perusahaan dan struktur kepemilikan. Struktur organisasi perusahaan yang mengindikasikan penerapan *corporate governance* dalam perusahaan antara lain adanya komisaris independen dalam susunan dewan komisaris perusahaan. Sementara dalam struktur kepemilikan perusahaan, keberadaan kepemilikan keluarga serta tingkat konsentrasi kepemilikan merupakan dua hal yang diyakini signifikan mempengaruhi penerapan *corporate governance* dalam perusahaan.

2.4.2.1. Pengaruh Komisaris Independen

Dewan komisaris merupakan salah satu organ perusahaan yang disyaratkan dalam pedoman tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Dalam pedoman tersebut disebutkan bahwa tugas utama dari dewan komisaris adalah melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada manajemen (direksi), serta memastikan pelaksanaan tata kelola perusahaan yang

baik dalam perusahaan. Hal senada juga disyaratkan dalam undang-undang no. 40 tahun 2007 tentang perseroan terbatas dalam Pasal 1 butir ke-6.

Pedoman tata kelola perusahaan yang baik juga menyebutkan bahwa jumlah anggota dewan komisaris harus disesuaikan dengan kompleksitas perusahaan dengan tetap mempertimbangkan efektivitas dalam pengambilan keputusan. Undang-undang perseroan terbatas menyebutkan bahwa jumlah anggota dewan komisaris pada perseroan yang kegiatan usahanya menghimpun dan/atau mengelola dana masyarakat, perseroan yang menerbitkan surat pengakuan utang kepada masyarakat atau perseroan terbuka minimal berjumlah dua orang.

Dalam pedoman umum tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) yang diterbitkan oleh Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG), dewan komisaris dapat terdiri dari komisaris independen dan komisaris yang terafiliasi. Definisi terafiliasi menurut pedoman tersebut adalah pihak yang mempunyai hubungan bisnis dan kekeluargaan dengan pemegang saham pengendali, anggota direksi, dan dewan komisaris lain, serta dengan perusahaan itu sendiri. Mantan anggota direksi terafiliasi, mantan dewan komisaris terafiliasi, dan karyawan perusahaan termasuk pula ke dalam definisi terafiliasi untuk jangka waktu tertentu.

Keberadaan komisaris independen merupakan salah satu indikator penerapan tata kelola perusahaan yang baik, karena komisaris independen diharapkan bebas dari *conflict of interest* seperti halnya yang sering terjadi pada komisaris terafiliasi. Dengan demikian, dengan adanya komisaris independen diharapkan fungsi komisaris untuk mengawasi dan memberikan nasihat pada manajemen akan lebih efektif. Hal ini diduga akan memberikan kontribusi yang positif bagi kinerja perusahaan.

Atas dasar pertimbangan tersebut maka keberadaan komisaris independen dijadikan salah satu variabel tata kelola perusahaan, karena dengan adanya jumlah komisaris independen yang lebih besar dalam dewan komisaris secara teoretis akan meningkatkan fungsi kontrol terhadap manajemen, sehingga kecenderungan manajemen untuk mengambil keputusan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham akan semakin berkurang, sehingga akan meningkatkan kinerja

perusahaan dan mengurangi hubungan negatif antara IOS dan kinerja perusahaan. Dengan demikian, hipotesis kedua yang diuji yaitu:

H2: Semakin tinggi persentase komisaris independen memperlemah hubungan negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan

2.4.2.2. Pengaruh Kepemilikan Keluarga

Isu kepemilikan keluarga banyak diteliti dalam kaitannya dengan tata kelola perusahaan, terutama hubungannya dengan penciptaan nilai bagi perusahaan. Hasil yang didapat dari berbagai penelitian sangat bervariasi dan tidak terdapat kecenderungan umum yang dapat dijadikan acuan. Villalonga dan Amit (2004) membagi elemen perusahaan keluarga menjadi tiga: kepemilikan, kontrol dan manajemen.

Penelitian mereka menemukan bahwa perusahaan keluarga meningkatkan nilai perusahaan hanya apabila pendiri perusahaan tersebut bertindak sebagai presiden direktur (CEO) atau sebagai *chairman* yang mempekerjakan seorang CEO. Apabila keturunan dari pendiri perusahaan bertindak sebagai CEO maka nilai perusahaan akan turun.

Kepemilikan keluarga merupakan suatu hal yang lazim pada perusahaan-perusahaan di Asia. Berbagai penelitian yang dilakukan untuk melihat hubungan antara kepemilikan keluarga dengan kinerja perusahaan menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda. Sebagian penelitian menyimpulkan bahwa kepemilikan keluarga akan menimbulkan dampak yang buruk bagi kinerja perusahaan. Hal ini antara lain disimpulkan oleh Fama dan Jensen (1985) serta Demestz (1983). Kepemilikan keluarga diyakini akan membuat perusahaan mengalokasikan sumber daya ke proyek-proyek yang kurang menguntungkan karena mengutamakan kepentingan keluarga pemilik perusahaan tersebut. Kepemilikan keluarga juga diyakini akan membatasi posisi manajemen eksekutif hanya kepada anggota keluarga, sehingga menutup kemungkinan bagi eksekutif yang lebih berbakat dan memiliki kapabilitas lebih untuk masuk ke dalam perusahaan. Dengan pendapat ini, maka kepemilikan keluarga akan memiliki dampak yang

negatif pada kinerja perusahaan, sehingga kepemilikan keluarga akan memperkuat hubungan negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan.

Namun demikian, beberapa penelitian lainnya menemukan hal yang sebaliknya. Berle dan Means (1932), dalam Villalonga dan Amit (2004), Jensen dan Meckling (1976), dalam Andres (2007), serta Anderson dan Reeb (2001) menemukan bahwa kepemilikan keluarga akan memberikan nilai positif pada kinerja perusahaan. Hubungan positif disebabkan karena kepemilikan keluarga akan mengurangi permasalahan keagenan yang terjadi antara pemilik dan manajemen, dengan adanya anggota keluarga yang menduduki posisi penting dalam manajemen perusahaan. Dengan demikian, maka kecenderungan manajemen untuk mengambil keputusan investasi yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham akan berkurang, sehingga hubungan negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan akan melemah.

Dengan adanya kedua pendapat tersebut, maka hipotesis yang akan diuji tidak menentukan arah dari kepemilikan keluarga (karena kepemilikan keluarga dapat berpengaruh positif atau negatif) terhadap hubungan negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan. Sehingga hipotesis ketiga yang akan diuji yaitu:

H3: Proporsi kepemilikan keluarga mempengaruhi hubungan negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan

2.4.2.3. Pengaruh Konsentrasi Pemegang Saham

Isu mengenai konsentrasi kepemilikan pemegang saham merupakan salah satu permasalahan yang sering dibahas dalam lingkup tata kelola perusahaan. Hal ini menyangkut seberapa besar kepemilikan suatu perusahaan terkonsentrasi pada satu individu atau badan tertentu, yang pada akhirnya akan memberikan keuntungan pada individu/badan tersebut.

Sebuah perusahaan publik merupakan kumpulan modal dari banyak pihak. Berdasarkan definisi, perusahaan publik adalah perusahaan yang sebagian atau seluruh sahamnya dimiliki oleh masyarakat melalui penawaran umum saham. Dengan demikian, perusahaan publik mengemban kepentingan masyarakat banyak.

Konsentrasi pemegang saham diyakini juga dapat mempengaruhi hubungan negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan. Seperti halnya kepemilikan keluarga, berbagai penelitian mengenai dampak konsentrasi pemegang saham terhadap kinerja perusahaan juga menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda.

Shleifer dan Vishny (1986) menyimpulkan bahwa konsentrasi pemegang saham dapat menciptakan kontrol yang lebih efektif terhadap manajemen. Dengan adanya konsentrasi pemegang saham, maka suara yang dominan dalam rapat umum pemegang saham akan lebih mudah untuk terjadi. Sehingga, pemegang saham dapat memberikan tekanan serta kontrol terhadap manajemen secara lebih efektif dibandingkan struktur pemegang saham tidak terkonsentrasi.

Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Morck *et al.* (2000) serta La Porta *et al.* (2002) menemukan bahwa konsentrasi pemegang saham akan menciptakan dampak yang negatif terhadap kinerja perusahaan. Pemegang saham yang terkonsentrasi maka akan menghalangi pertumbuhan perusahaan karena pemegang saham tersebut akan berusaha untuk melindungi dominasi kepemilikannya dalam perusahaan. Sehingga peluang-peluang pertumbuhan yang seharusnya dapat dilakukan oleh perusahaan akan diabaikan.

Dengan demikian hipotesis berikutnya yang akan diuji juga tidak menyatakan arah dari konsentrasi kepemilikan terhadap hubungan IOS dan kinerja perusahaan. Sehingga hipotesis keempat yang akan diuji yaitu:

H4: Konsentrasi kepemilikan mempengaruhi hubungan negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian empiris yang dilakukan untuk menguji hubungan IOS, kinerja perusahaan, serta tata kelola perusahaan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Penelitian empiris yang dilakukan merupakan *cross sectional study*, yaitu penelitian yang dilakukan untuk mengukur populasi dengan menggunakan sampel pada satu waktu tertentu. Penelitian ini menggunakan alat bantu piranti lunak SPSS untuk melakukan analisis-analisis statistik yang diperlukan.

3.1. Model Penelitian

Berdasarkan hipotesis dalam bab 2, maka penelitian ini menggunakan model penelitian sebagai berikut:

$$ROE_t = a_0 + a_1 \text{ IOSFACTOR} + a_2 \text{ PROPKOM} + a_3 \text{ FAMSHARE} + a_4 \text{ SHARECON} + a_5 \text{ IOS*PROPKOM} + a_6 \text{ IOS*FAMSHARE} + a_7 \text{ IOS*SHARECON} + a_8 \text{ LNASSET} + a_9 \text{ LEVERAGE} + a_{10} \text{ ROE}_{t-1} + e$$

Dimana:

ROE	: <i>return on equity</i>
IOSFACTOR	: hasil analisis faktor dari proksi-proksi IOS
PROPKOM	: proporsi jumlah komisaris independen terhadap total jumlah anggota dewan komisaris
FAMSHARE	: proporsi kepemilikan pemegang saham keluarga
SHARECON	: konsentrasi kepemilikan pemegang saham
LNASSET	: variabel kontrol logaritma total aset
LEVERAGE	: rasio <i>debt-to-equity</i>

Interaksi antara variabel faktor IOS dengan variabel-variabel *corporate governance* digunakan dalam model karena berdasarkan hipotesis hubungan antara IOS dengan kinerja perusahaan dipengaruhi oleh adanya penerapan

corporate governance dalam perusahaan. Dengan demikian, variabel IOS dan *corporate governance* bukan merupakan dua variabel bebas yang berdiri sendiri, karena masing-masing saling mempengaruhi satu sama lain. Sehingga interaksi digunakan untuk melakukan pengukuran dampak kumulatif dari variabel-variabel bebas yang memiliki keterikatan antara satu dengan yang lainnya tersebut terhadap variabel terikat.

3.2. Populasi

Populasi yang diteliti adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam sektor sekunder dalam klasifikasi industri JASIC (*Jakarta Industrial Classification*) pada Bursa Efek Indonesia. Perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam sektor sekunder merupakan perusahaan-perusahaan yang berada pada industri pengolahan dan manufaktur. Sektor tersebut terdiri dari tiga sub sektor, yaitu Industri Dasar dan Kimia, Aneka Industri, dan Industri Barang Konsumsi. BEI menghitung indeks untuk perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam sektor-sektor tersebut dalam Indeks Industri Manufaktur.

Pengambilan populasi yang berasal dari satu industri dilakukan untuk memudahkan perbandingan antara perusahaan-perusahaan yang akan diteliti, karena masing-masing industri memiliki karakter yang berbeda-beda. Pemilihan populasi dari berbagai industri yang berbeda diyakini akan meningkatkan risiko terjadinya bias pada hasil penelitian karena adanya parameter-parameter tertentu yang berbeda antar industri dan tidak dapat dibandingkan secara langsung.

Pemilihan industri manufaktur sebagai populasi didasarkan pada pertimbangan proses bisnis yang normal pada industri tersebut. Dengan kondisi demikian, secara teoretis parameter-parameter yang akan digunakan dalam perhitungan IOS, terutama parameter-parameter yang berasal dari laporan keuangan perusahaan, lebih sederhana, dan lebih umum untuk digunakan dalam menganalisis peluang pertumbuhan perusahaan.

Data-data keuangan serta harga saham menggunakan data tahun 2008 yang merupakan data sekunder. Data keuangan menggunakan laporan audit masing-masing perusahaan per tanggal 31 Desember 2008, sedangkan data harga saham dan lainnya menggunakan data transaksi harian dari Bursa Efek Indonesia.

3.3. Pemilihan Sampel

Perusahaan yang termasuk ke dalam klasifikasi industri manufaktur pada BEI berjumlah 138 perusahaan. Namun dari jumlah tersebut, beberapa diantaranya diindikasikan tidak memiliki volume dan nilai perdagangan yang signifikan. Bahkan beberapa saham dapat dikategorikan sebagai *saham tidur* (suatu istilah yang umum digunakan oleh kalangan pasar modal untuk menunjukkan saham yang tidak likuid dan tidak aktif diperdagangkan dalam kurun waktu yang relatif lama).

Untuk menjamin kredibilitas hasil penelitian, maka perusahaan-perusahaan yang sahamnya termasuk dalam kategori *saham tidur* dikeluarkan dari objek penelitian. Hal ini disebabkan karena pengukuran IOS yang akan dilakukan banyak menggunakan parameter-parameter nilai pasar sebagai ukuran peluang pertumbuhan perusahaan. Kondisi saham yang tidak likuid secara teoretis akan membuat nilai saham tidak dapat mencerminkan nilai pasar yang sebenarnya. Dengan demikian, apabila perusahaan-perusahaan tersebut dimasukkan dalam penelitian, maka dikhawatirkan akan membuat hasil penelitian menjadi bias.

Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan volume perdagangan pada tanggal terakhir dari tiga periode, yaitu periode Desember 2008, Februari 2009, dan April 2009. Volume perdagangan pada setiap akhir bulan-bulan tersebut dijadikan dasar untuk menentukan apakah perusahaan tersebut akan dipilih sebagai sampel. Perusahaan-perusahaan yang memiliki volume perdagangan saham nol pada ketiga periode tersebut akan langsung dieliminasi karena diasumsikan merupakan *saham tidur*.

Dari 138 perusahaan yang termasuk dalam populasi, 51 diantaranya memiliki kriteria seperti di atas, yaitu volume perdagangan yang nilainya nol pada tanggal terakhir dari ketiga periode yang diobservasi. Perusahaan-perusahaan tersebut kemudian dikeluarkan dari sampel sehingga tersisa 87 perusahaan lainnya.

Proses pengambilan data menemukan bahwa data laporan keuangan 2008 untuk tujuh perusahaan belum tersedia di BEI, sehingga perusahaan-perusahaan tersebut juga turut dikeluarkan dari sampel yang akan diteliti. Dengan demikian,

hanya 80 perusahaan yang memiliki data lengkap untuk dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Penelaahan yang lebih mendalam terhadap data keuangan perusahaan-perusahaan yang diambil sebagai sampel menemukan bahwa terdapat tiga perusahaan yang memiliki posisi ekuitas negatif. Nilai ekuitas yang negatif secara teoretis akan dapat mempengaruhi perhitungan rasio keuangan perusahaan, terutama rasio-rasio yang berhubungan dengan nilai ekuitas seperti rasio *return on equity* (ROE). Karena adanya risiko ini, maka ketiga perusahaan tersebut juga turut dikeluarkan dari sampel.

Setelah data dari masing-masing perusahaan dilihat dengan menggunakan statistik deskriptif, ditemukan tujuh perusahaan yang memiliki data *outliers*. *Outliers* merupakan data yang secara numerik memiliki jarak yang jauh dengan data-data lainnya dalam sampel. Data tersebut apabila dimasukkan dapat mengganggu distribusi, sehingga kelima perusahaan yang memiliki data yang tergolong *outliers* tersebut dikeluarkan dari sampel. Dengan demikian, jumlah perusahaan yang diambil sebagai sampel pada akhirnya berjumlah 70 perusahaan. Tabel 3.1. menunjukkan ringkasan proses pemilihan sampel.

Tabel 3.1. Proses pemilihan sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur (JASIC)	138
Volume perdagangan nol pada akhir Desember 2008, Februari 2009, dan April 2009	(51)
Laporan keuangan tidak tersedia	(7)
Nilai ekuitas per 31 Desember 2008 negatif	(3)
Perusahaan dengan data <i>outliers</i>	(7)
Jumlah sampel	70

3.4. Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Kinerja perusahaan merupakan variabel terikat dalam penelitian ini. Seperti yang telah disebutkan dalam bab sebelumnya, pengukuran kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan pengukuran internal maupun eksternal. Pengukuran internal dipilih untuk digunakan dalam penelitian ini karena lebih dapat menggambarkan hasil keputusan investasi manajemen.

Penggunaan pengukuran eksternal dikhawatirkan akan menimbulkan bias dari adanya faktor-faktor lain di luar perusahaan yang mempengaruhi kinerja perusahaan, seperti kondisi perekonomian dan sebagainya.

Parameter pengukuran internal yang dipilih sebagai variabel terikat yaitu *Return on Equity* (ROE). Parameter ini secara teoretis akan menggambarkan kinerja perusahaan karena membandingkan antara laba bersih yang dihasilkan perusahaan dengan ekuitas. Pengambilan populasi yang seluruhnya berasal dari industri manufaktur memudahkan analisis karena perusahaan-perusahaan yang berada dalam industri yang sama memiliki kecenderungan struktur pendapatan dan ekuitas yang serupa. Sehingga analisis perbandingan antara perusahaan akan lebih tepat dibandingkan apabila melakukan perbandingan antara perusahaan-perusahaan yang berbeda industri.

Nilai ROE yang digunakan adalah ROE untuk tahun 2008, dengan menghitung rasio antara laba bersih yang dihasilkan selama tahun 2008 dengan nilai ekuitas perusahaan pada neraca perusahaan per tanggal 31 Desember 2008.

3.5. Variabel Bebas (*Independent Variable*)

Hipotesis yang akan diuji adalah hubungan antara set peluang investasi (IOS), tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan. IOS dan tata kelola perusahaan merupakan variabel bebas yang diduga mempengaruhi variabel terikat kinerja perusahaan.

3.5.1. Variabel Set Peluang Investasi (IOS)

Seperti yang telah dibahas sebelumnya, pengukuran IOS harus menggunakan proksi karena IOS terkait dengan kebebasan manajemen dalam memilih keputusan investasinya, sehingga tidak dapat diukur langsung. Penentuan proksi IOS yang akan digunakan didasarkan pada pengalaman penelitian-penelitian sebelumnya, dimana terdapat beberapa proksi yang setelah diteliti lebih lanjut ternyata kurang atau tidak relevan untuk digunakan.

Pemilihan proksi IOS yang digunakan juga mempertimbangkan ketersediaan data yang diperlukan untuk mengukur masing-masing proksi. Dengan pertimbangan akurasi dan ketersediaan data, maka proksi yang akan

digunakan dalam penelitian ini adalah proksi yang berbasis pada harga. Pengukuran akan dilakukan dengan menggunakan tiga proksi sesuai dengan studi sebelumnya oleh Hutchinson dan Gul (2004), yaitu rasio nilai pasar dengan nilai buku ekuitas, rasio nilai pasar dengan nilai buku aset, dan rasio nilai buku *property, plant* dan *equipment*. Variabel-variabel tersebut masing-masing diberi nama MBVE, MBVA, dan PPEMV.

Ketiga proksi yang digunakan kemudian akan disederhanakan dengan menggunakan analisis faktor (*factor analysis*). Teknik ini menurut Hutchinson dan Gul (2004) dapat mengurangi variabilitas dari variabel-variabel menjadi satu faktor. Analisis faktor secara teoretis akan menghasilkan satu faktor IOS dari ketiga proksi tersebut. Faktor IOS ini diberi notasi IOSFACTOR, yang kemudian akan dikorelasikan dengan kinerja perusahaan, untuk menguji hipotesis yang menyatakan bahwa IOS memiliki asosiasi negatif dengan kinerja perusahaan. Sehingga secara tidak langsung, proksi yang digunakan merupakan proksi gabungan dari ketiga proksi yang dipilih sebelumnya.

Salah satu hal yang perlu diperhatikan dalam melakukan analisis faktor adalah masalah multikolinearitas antar variabel-variabel. Field (2005) menyebutkan bahwa tingkat multikolinearitas yang sedang tidak akan menjadi masalah bagi analisis faktor, namun adanya multikolinearitas yang ekstrim serta korelasi sempurna (*singularity*) antara variabel-variabel yang dilibatkan dalam analisis faktor harus dihindari.

Seperti halnya dalam regresi majemuk, adanya korelasi yang signifikan antara variabel-variabel akan menyebabkan sulitnya mengidentifikasi kontribusi individual dari masing-masing variabel terhadap faktor yang dihasilkan. Untuk itu sebelum analisis faktor dilakukan, perlu dilakukan uji multikolinearitas untuk mendeteksi kemungkinan adanya variabel-variabel yang memiliki korelasi tinggi antar variabel.

3.5.2. Variabel Tata Kelola Perusahaan (*Corporate Governance*)

Literatur menyebutkan bahwa tata kelola perusahaan memiliki hubungan dengan IOS dan kinerja perusahaan. Seperti telah disebutkan pada subbab perumusan masalah, penelitian-penelitian sebelumnya menemukan bahwa

keberadaan variabel tata kelola perusahaan memiliki kecenderungan untuk mengurangi asosiasi negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan.

Penelitian ini akan menggunakan tiga variabel tata kelola perusahaan yang telah umum digunakan dalam berbagai penelitian, yaitu proporsi komisaris independen, kepemilikan keluarga, serta konsentrasi kepemilikan pemegang saham.

3.5.2.1. Proporsi Komisaris Independen

Variabel ini diukur dengan membandingkan antara jumlah anggota dewan komisaris independen dengan total jumlah anggota dewan komisaris, dan diberi label PROPKOM. Sesuai undang-undang perseroan terbatas, jumlah anggota dewan komisaris minimal dua orang karena semua sampel yang diambil adalah merupakan perusahaan terbuka.

Pedoman Tentang Komisaris Independen yang disusun oleh *task force* Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* serta Ketentuan Umum Pencatatan Efek yang bersifat Ekuitas di Bursa Efek Indonesia menyebutkan bahwa jumlah komisaris independen paling sedikit 30% dari jumlah komisaris atau paling sedikit satu orang.

3.5.2.2. Kepemilikan Keluarga

Variabel kepemilikan keluarga dalam penelitian ini dihitung dengan membagi jumlah kepemilikan keluarga dalam suatu perusahaan dengan total saham beredar. Definisi keluarga yang digunakan disini mengikuti definisi keluarga oleh Barnes dan Hershon (1976) yaitu semua individu dan entitas yang memiliki hubungan keluarga dengan individu, keluarga, atau group usaha tertentu, yang secara umum sudah diketahui sebagai pemilik perusahaan tersebut. Karena keterbatasan informasi yang dapat diperoleh, kepemilikan group/individu asing atau multinasional tidak diperhitungkan sebagai kepemilikan keluarga.

Untuk menyederhanakan penelitian, variabel kepemilikan keluarga juga tidak dipisah berdasarkan elemen-elemen seperti yang dilakukan oleh Villalonga dan Amit (2004). Variabel ini diberi notasi FAMSHARE.

3.5.2.3. Konsentrasi Kepemilikan Pemegang Saham

Untuk mengukur tingkat konsentrasi kepemilikan ini, maka digunakan data pemegang saham per 31 Desember 2008 yang berasal dari laporan keuangan. Tingkat konsentrasi kepemilikan diperoleh dengan menjumlahkan persentase kepemilikan semua pemegang saham yang memiliki saham lebih dari 20% pada perusahaan. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa kepemilikan saham di atas 20% dinilai sudah memiliki pengaruh yang cukup dalam pengambilan keputusan perusahaan tersebut. Penggunaan metode ekuitas dalam akuntansi menguatkan hal ini dengan menggunakan persentase yang sama sebagai dasar penerapan metode tersebut. Untuk keperluan penelitian, variabel ini kemudian diberi notasi SHARECON.

3.6. Variabel Kontrol (*Control Variables*)

Variabel kontrol digunakan untuk meningkatkan kemampuan model menjelaskan variabilitas. Hal ini disebabkan karena perusahaan-perusahaan yang diteliti masing-masing memiliki karakteristik yang berbeda secara individual, meskipun secara umum akan sama karena merupakan perusahaan-perusahaan dalam satu industri yang sama. Variabel kontrol yang dipilih adalah total aset, *leverage*, dan ROE tahun sebelumnya (2007).

3.6.1. Total Aset

Total aset dipilih sebagai variabel kontrol karena berdasarkan penelitian Hutchinson dan Gul (2004) nilai aset memiliki asosiasi dengan karakteristik perusahaan. Nilai aset dihitung dalam miliar rupiah, dan untuk menormalkan distribusi dari total aset perusahaan-perusahaan yang diteliti, maka nilai total aset yang digunakan sebagai variabel kontrol adalah nilai hasil logaritma dari total aset dalam miliar rupiah untuk masing-masing perusahaan tersebut. Variabel ini kemudian diberi notasi LNASSET.

3.6.2. *Leverage*

Nilai *leverage* merupakan hasil pembagian antara kewajiban perusahaan dengan total ekuitas. Nilai ini dipilih sebagai variabel kontrol karena

merepresentasikan eksternal kontrol dari *debtholder*. Dengan adanya tingkat *leverage* yang tinggi, maka *debtholder* akan memiliki kepentingan yang tinggi untuk memonitor perusahaan, sehingga menciptakan kontrol eksternal bagi perusahaan. Variabel ini diberi notasi LEVERAGE.

3.6.3. ROE_{t-1}

Kinerja perusahaan saat ini oleh Hutchinson dan Gul (2004) diyakini memiliki hubungan dengan kinerja perusahaan di masa yang lalu. Dengan demikian, kinerja perusahaan di masa yang lalu dapat dijadikan variabel kontrol dalam model penelitian. Pengukuran kinerja perusahaan di masa lalu menggunakan rasio yang sama dengan variabel terikat, yaitu rasio *return on equity*. Tahun yang digunakan sebagai perbandingan yaitu tahun 2007, dan diberi notasi ROE_{t-1}.

3.7. Analisis Faktor

Analisis faktor merupakan suatu metode yang digunakan untuk mengukur suatu variabel laten yang tidak dapat diukur secara langsung. Teknik analisis faktor ini pertama kali digunakan oleh seorang psikolog Charles Spearman, yang melakukan pengujian kemampuan mental dengan menggabungkan beberapa variabel kemampuan manusia yang diobservasi menjadi satu faktor utama yang disebut sebagai kecerdasan umum.

Berbeda dengan metode statistik lainnya yang pada umumnya melihat hubungan antara variabel terikat dan variabel bebas, analisis faktor digunakan untuk mempelajari hubungan antara beberapa variabel terikat dengan tujuan utama untuk mengukur variabel bebas yang mempengaruhinya, meskipun variabel bebas tersebut tidak diukur secara langsung.

Seperti yang telah dijelaskan dalam bab 2 mengenai set peluang investasi (IOS), nilai IOS merupakan variabel laten yang tidak dapat diukur secara langsung. Oleh karena itu digunakan proksi-proksi yang merupakan indikator dari IOS. Proksi-proksi IOS yang telah ditetapkan di atas kemudian dikombinasikan dengan analisis faktor untuk menemukan nilai dari variabel laten yang dikandung

oleh kombinasi dari variabel-variabel tersebut, agar dapat mencerminkan nilai IOS itu sendiri.

Dalam hal ini variabel-variabel proksi dari IOS merupakan variabel terikat, sedangkan IOS itu sendiri, yang merupakan tujuan utama pengukuran, merupakan variabel independen. Namun ketika dihubungkan dengan kinerja perusahaan, variabel kinerja perusahaan menjadi variabel terikat yang dipengaruhi oleh variabel bebas IOS hasil gabungan ketiga proksi tersebut.

Dengan menggunakan analisis faktor diharapkan akan menghasilkan hanya satu variabel faktor skor saja dari ketiga proksi yang digunakan. Hal ini mencerminkan bahwa ketiga variabel tersebut dapat dijelaskan oleh satu faktor skor yang dihasilkan. Faktor skor tersebut yang akan digunakan sebagai variabel IOS dalam pengukuran hubungan terhadap kinerja perusahaan.

Kriteria yang digunakan dalam analisis faktor ini adalah kriteria Kaiser yang menyebutkan bahwa hanya faktor yang memiliki nilai *eigenvalue* di atas satu saja yang akan dijadikan faktor umum. Kriteria ini adalah yang paling umum digunakan oleh para peneliti.

3.8. Regresi Berganda (*Multiple Regression*)

Regresi merupakan salah satu teknik statistik yang digunakan untuk mengetahui hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih. Berbeda dengan korelasi, regresi mensyaratkan adanya hubungan kausalitas (sebab akibat) antara variabel-variabel yang terlibat, sementara korelasi hanya menjelaskan hubungan antar variabel saja tanpa mengetahui adanya hubungan sebab akibat antara masing-masing variabel tersebut.

Secara umum regresi terbagi dua, yaitu regresi sederhana dan regresi berganda/majemuk. Regresi sederhana mencoba menjelaskan hubungan kausalitas antara dua variabel saja, yaitu satu variabel terikat (*dependent variabel*) dan satu variabel bebas (*independent variabel*). Berbeda dengan regresi sederhana, regresi berganda menjelaskan hubungan antara sebuah variabel terikat dengan beberapa variabel bebas.

Hal yang perlu diperhatikan dalam penggunaan teknik regresi berganda yaitu terpenuhinya beberapa asumsi yang sering disebut sebagai asumsi klasik.

Lima asumsi klasik yang umum digunakan untuk menguji model regresi yang dihasilkan yaitu asumsi normalitas, autokorelasi, linearitas, multikolinieritas, dan heteroskedastisitas.

3.8.1. Uji Normalitas

Model regresi yang baik menurut Field (2005) harus memenuhi asumsi normalitas, yaitu nilai residual atau *error* yang dihasilkan dari model terdistribusi secara normal. Sementara itu, data variabel-variabel yang terlibat dalam regresi tidak harus selalu memiliki distribusi yang normal.

Dengan terdistribusinya nilai residual secara normal, maka nilai rata-rata dari residual tersebut akan mendekati nol. Nilai rata-rata dari residual yang mendekati nol memberikan arti bahwa perbedaan antara nilai yang dihasilkan model regresi dengan data yang diobservasi adalah nol, atau menggambarkan kemampuan akurasi yang tinggi yang dimiliki model dalam memprediksi data yang diobservasi.

3.8.2. Uji Autokorelasi

Autokorelasi memiliki arti bahwa nilai residual yang dihasilkan antara dua observasi yang berbeda memiliki korelasi. Dengan adanya korelasi antara nilai residual yang dihasilkan, maka model dapat dikatakan tidak valid karena masih terdapat hubungan antara nilai residual yang dihasilkan.

Sehingga dengan demikian, suatu model regresi yang baik harus bebas dari adanya autokorelasi pada nilai residualnya. Pengujian ini biasa disebut juga sebagai pengujian kebebasan nilai residual atau *independent errors*.

3.8.3. Uji Linearitas

Pengujian linearitas dilakukan untuk menilai ketepatan penggunaan model regresi linear terhadap data yang ada. Dengan digunakannya regresi linear, maka diasumsikan bahwa hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat merupakan hubungan linear, dan bukan merupakan hubungan yang non-linear (kuadratik atau kubik).

3.8.4. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas menurut Field (2005) terjadi ketika adanya hubungan yang kuat antara variabel-variabel bebas yang digunakan. Multikolinearitas akan mengakibatkan varian koefisien regresi menjadi besar, yang pada akhirnya akan menyebabkan lebarnya interval kepercayaan dan *standard error* yang lebih tinggi, sehingga taksiran nilai *b* dapat menjadi tidak signifikan.

Meskipun demikian, koefisien determinasi (R^2) yang dihasilkan akan tetap tinggi dan uji-F akan menjadi signifikan. Hal ini tentunya akan berdampak pada tidak akuratnya uji hipotesis yang dihasilkan. Untuk itu, pengujian terhadap kemungkinan adanya multikolinearitas dan heteroskedastisitas harus dilakukan terlebih dahulu terhadap variabel-variabel yang akan digunakan.

Nachrowi dan Usman (2006) menyebutkan bahwa ada beberapa elemen yang perlu diperhatikan untuk mendeteksi multikolinearitas antara variabel-variabel regresi, yaitu *eigenvalues*, *conditional index*, VIF dan *tolerance*. Nilai *eigenvalues* yang mendekati nol mengindikasikan adanya multikolinearitas antara variabel yang disertakan dalam regresi. *Conditional index* (CI) merupakan hasil pengakaran dari perbandingan antara nilai maksimal *eigenvalues* dan nilai minimalnya. Nilai CI di antara 10 sampai 30 mengindikasikan adanya multikolinearitas moderat, sedangkan nilai CI di atas 30 mengindikasikan multikolinearitas yang tinggi.

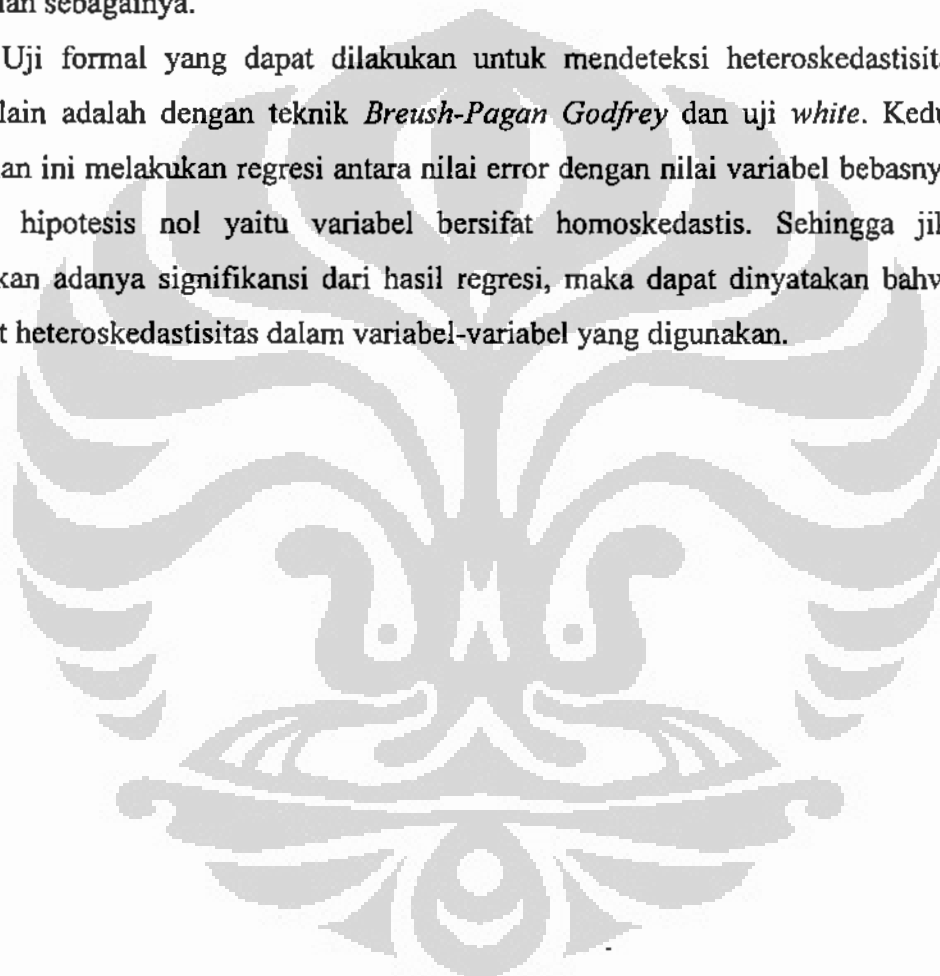
Selain itu, nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) dan *tolerance* yang dihasilkan oleh program statistik juga dapat digunakan sebagai indikator multikolinearitas. Nilai VIF yang lebih besar dari satu serta nilai *tolerance* yang mendekati nol mengindikasikan adanya multikolinearitas antara variabel.

3.8.5. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas menurut Nachrowi dan Usman (2006) adalah kondisi dimana varian dari residual memiliki nilai yang tidak konstan atau berubah-ubah. Seperti halnya multikolinearitas, heteroskedastisitas juga akan menyebabkan nilai *b* yang tidak signifikan, sementara nilai R^2 tetap tinggi, yang dapat menyebabkan ketidakakuratan model dalam menguji hipotesis.

Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas, Nachrowi dan Usman (2006) menyebutkan dua teknik yang dapat digunakan yaitu teknik grafik dan uji formal. Teknik grafik merupakan teknik yang paling sederhana, yang dilakukan dengan menggunakan bantuan program statistik (dalam hal ini SPSS). Pengujian grafik dilakukan dengan melakukan *scattering* antara nilai ZPRED (nilai prediksi) dan RESID (nilai residual). Variabel yang mengandung heteroskedastisitas akan menghasilkan grafik yang memiliki pola tertentu, seperti melebar ke kanan, naik turun, dan sebagainya.

Uji formal yang dapat dilakukan untuk mendeteksi heteroskedastisitas antara lain adalah dengan teknik *Breush-Pagan Godfrey* dan uji *white*. Kedua pengujian ini melakukan regresi antara nilai error dengan nilai variabel bebasnya, dengan hipotesis nol yaitu variabel bersifat homoskedastis. Sehingga jika ditemukan adanya signifikansi dari hasil regresi, maka dapat dinyatakan bahwa terdapat heteroskedastisitas dalam variabel-variabel yang digunakan.



BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pengujian terhadap hubungan antara IOS dengan kinerja perusahaan akan diawali dengan analisis terhadap masing-masing proksi IOS yang akan digunakan, dengan tujuan untuk menyakinkan validitas dari proksi-proksi tersebut. Analisis ini terdiri dari pengujian multikolinearitas proksi IOS serta analisis pendahuluan ketepatan proksi IOS. Setelah dapat diyakinkan proksi yang digunakan valid, maka kemudian dilakukan analisis faktor untuk mendapatkan skor faktor IOS.

Langkah selanjutnya yaitu membentuk variabel interaksi antara faktor skor IOS dengan masing-masing variabel *corporate governance*, yang nantinya akan digunakan dalam regresi untuk menguji hipotesis hubungan masing-masing variabel tersebut terhadap IOS dan kinerja perusahaan. Sebelum dilakukan regresi sesuai model penelitian pada bab sebelumnya, akan dipaparkan statistik deskriptif serta uji normalitas dari masing-masing variabel, sebagai prasyarat dilakukannya regresi berganda (*multiple regression*).

4.1. Pengujian Multikolinearitas Proksi IOS

Seperti telah disebutkan dalam subbab 3.5.1. mengenai variabel IOS, sebelum melakukan analisis faktor terhadap proksi-proksi IOS perlu dilakukan pengujian multikolinearitas antara proksi-proksi tersebut. Pengujian dilakukan untuk mendeteksi kemungkinan adanya korelasi yang ekstrim antara proksi-proksi yang akan digunakan dalam analisis faktor.

Pengujian dilakukan dengan menggunakan matriks korelasi dengan menggunakan program SPSS. Field (2005) menyebutkan bahwa nilai korelasi antara variabel yang digunakan dalam analisis faktor harus memiliki nilai di bawah 0.9. Nilai *determinant* yang dihasilkan juga disyaratkan harus lebih besar dari 0.00001 agar multikolinearitas tidak menjadi masalah bagi analisis faktor yang dihasilkan.

Hasil output matriks korelasi yang dihasilkan SPSS untuk ketiga variabel IOS yang telah disebutkan sebelumnya dapat dilihat pada Tabel 4.1. Dari tabel tersebut, koefisien determinan memiliki nilai 0.068, jauh di atas nilai 0.00001

yang disyaratkan sehingga multikolinearitas seharusnya tidak menjadi masalah bagi analisis faktor yang akan dilakukan.

Tabel 4.1. Korelasi Matriks MBVE, MBVA dan PPEMV

Correlation Matrix^a

		MBVE	MBVA	PPEMV
Correlation	MBVE	1.000	.947	-.573
	MBVA	.947	1.000	-.570
	PPEMV	-.573	-.570	1.000

a. Determinant = .068

Namun demikian, pada bagian matriks korelasi terdapat korelasi yang signifikan antara MBVE dengan MBVA, yaitu sebesar 0.947. Nilai ini lebih tinggi dari yang disyaratkan sebesar 0.9. Besarnya korelasi antara kedua proksi tersebut disebabkan karena kedua proksi tersebut menggunakan parameter yang mirip dalam perhitungannya. Seperti yang telah dijabarkan dalam subbab 2.1.1. tentang proksi yang berbasis harga, kedua proksi tersebut menggunakan nilai pasar ekuitas pada sisi pembilang dan elemen neraca pada sisi penyebut (MBVE menggunakan nilai ekuitas, sementara MBVA menggunakan nilai total asset).

Dengan kondisi tersebut, maka diputuskan untuk mengganti salah satu proksi. Proksi yang dikeluarkan adalah proksi nilai pasar dengan nilai buku ekuitas (MBVE) karena elemen-elemen yang terkandung dalam proksi ini dimiliki oleh proksi MBVA. Setelah dilakukan pengujian lebih lanjut diputuskan untuk menggunakan proksi pengeluaran kapital terhadap nilai buku aset, yang kemudian diberi notasi CAPBVA.

Hasil pengujian terhadap korelasi matriks untuk ketiga proksi yang baru menunjukkan tidak terdapat lagi korelasi yang ekstrim antara variabel-variabel yang digunakan dalam analisis faktor, sehingga variabel-variabel ini diyakini akan lebih baik untuk digunakan dalam analisis faktor. Hasil output SPSS untuk korelasi matriks dengan variabel-variabel tersebut dapat dilihat pada tabel 4.2.

Tabel 4.2. Matriks Korelasi MBVA, PPEMV, dan CAPBVA

Correlation Matrix^a

		MBVA	PPEMV	CAPBVA
Correlation	MBVA	1.000	-.570	.216
	PPEMV	-.570	1.000	-.152
	CAPBVA	.216	-.152	1.000

a. Determinant = .643

4.2. Analisis Pendahuluan Ketepatan Variabel

Kriteria selanjutnya yang harus diuji dalam melakukan analisis pendahuluan sebelum menjalankan analisis faktor yaitu pengujian Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) dan Bartlett, serta pengujian terhadap *anti-image matrices*.

Nilai KMO harus melebihi 0.5 agar data dapat dikatakan cukup untuk dipakai dalam analisis faktor. Nilai signifikansi pada pengujian Bartlett harus signifikan, yaitu menghasilkan nilai di bawah 0.05. Sedangkan korelasi diagonal pada output *anti-image correlation* disyaratkan harus memiliki nilai yang lebih besar dari 0.5. Hasil output program SPSS untuk pengujian KMO dan Bartlett serta pengujian terhadap *anti-image matrices* dapat dilihat pada Tabel 4.3 dan 4.4.

Tabel 4.3. KMO and Bartlett's Test

KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.540
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	32.775
	Df	3
	Sig.	.000

Tabel 4.4. *Anti-image Matrices*

Anti-image Matrices

		MBVA	PPEMV	CAPBVA
Anti-image Correlation	MBVA	.526 ^a	.557	-.160
	PPEMV	.557	.528 ^a	.035
	CAPBVA	-.160	.035	.722 ^a

a. Measures of Sampling Adequacy(MSA)

Dari hasil output tersebut dapat dilihat bahwa semua indikator yang disyaratkan dalam analisis pendahuluan sebelum melakukan analisis faktor telah terpenuhi. Hasil pengujian KMO menunjukkan nilai 0.54, yang menurut Kaiser (1974), dalam Field (2005), merupakan nilai yang cukup untuk dapat melakukan analisis faktor. Signifikansi dalam pengujian Bartlett memiliki nilai 0.000, di bawah toleransi sebesar 0.05. Sedangkan matriks diagonal untuk MBVA, PPEMV dan CAPBVA memiliki nilai masing-masing sebesar 0.526, 0.528 dan 0.722, yang seluruhnya lebih besar dari 0.5. Sehingga dengan demikian dapat disimpulkan bahwa proksi-proksi yang dipilih valid untuk digunakan.

4.3. Analisis Faktor Proksi IOS

Metode yang digunakan dalam analisis faktor ini yaitu metode *principal components* dengan menggunakan piranti lunak SPSS untuk membantu analisis faktor. Tabel 4.5 menunjukkan nilai *communalities* dari masing-masing variabel.

Communalities menunjukkan seberapa besar proporsi varian yang umum terhadap hasil analisis faktor untuk masing-masing variabel. Karena menggunakan metode *principal component analysis*, maka *initial communalities* akan bernilai satu sebab diasumsikan sebelum analisis faktor dijalankan masing-masing variabel mewakili satu faktor, sehingga varian dari variabel tersebut menjelaskan faktor sebesar 100%. Setelah dilakukan analisis faktor, varian yang dapat dijelaskan oleh faktor hasil analisis akan berkurang menjadi sebesar nilai yang terdapat dalam kolom *extraction* pada tabel *communalities*.

Tabel 4.5. *Communalities* dari Analisis Faktor

Communalities		
	Initial	Extraction
MBVA	1.000	.747
PPEMV	1.000	.705
CAPBVA	1.000	.219

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa variabel MBVA dan PPEMV memiliki persentase varian yang tinggi yaitu masing-masing sebesar 0.747 dan

0.705, sehingga dapat disimpulkan 74.7% varian dari MBVA dapat dijelaskan oleh faktor hasil *extraction*, sedangkan varian PPEMV hanya dapat dijelaskan sebanyak 70.5% oleh faktor. Variabel CAPBVA secara ekstrim hanya memiliki nilai *extraction* sebesar 0.219, sehingga dapat diinterpretasikan bahwa hanya 21.9% varian dari variabel CAPBVA yang dapat dijelaskan oleh faktor hasil *extraction*.

Rendahnya nilai *communalities* yang diperoleh untuk variabel CAPBVA disebabkan karena variabel ini menggunakan parameter yang sangat berbeda dari kedua variabel lainnya. Seperti yang telah dibahas pada bab 2, variabel MBVA dan PPEMV merupakan proksi yang berbasis pada harga, sedangkan variabel CAPBVA merupakan proksi yang berbasis pada investasi. Karena dua variabel sebelumnya lebih dominan, maka faktor yang didapat dari analisis faktor lebih dapat menjelaskan varian kedua variabel tersebut dengan lebih baik. Seandainya variabel MBVE tetap digunakan dalam analisis faktor ini, bisa dipastikan nilai *communalities* yang akan dihasilkan lebih tinggi dari penggunaan variabel CAPBVA.

Tabel 4.6 menunjukkan jumlah faktor yang didapat sebagai hasil analisis faktor. Seperti yang disebutkan dalam subbab 3.5., kriteria yang digunakan adalah kriteria Kaiser, dimana hanya faktor dengan nilai *eigenvalues* lebih dari satu yang dijadikan faktor IOS. Dari tabel tersebut terlihat hanya satu faktor yang dihasilkan oleh analisis faktor, dengan nilai *eigenvalues* sebesar 1.671. Hal ini sesuai dengan harapan karena jumlah variabel yang sangat sedikit (tiga variabel) seharusnya dapat menghasilkan jumlah faktor umum yang minimal.

Tabel 4.6. *Eigenvalues* dari Analisis Faktor

Total Variance Explained

Compo nent	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	1.671	55.702	55.702	1.671	55.702	55.702
2	.903	30.096	85.798			
3	.426	14.202	100.000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Output lainnya yang perlu dianalisis adalah *component matrix*. Hasil output SPSS untuk *component matrix* dapat dilihat pada tabel 4.7. *Component matrix* menunjukkan korelasi antara faktor hasil *extract* dengan masing-masing variabel proksi yang membentuknya. Dari tabel tersebut dapat disimpulkan bahwa proksi PPEMV memiliki korelasi negatif dengan faktor IOS. Hal ini sesuai dengan logika matematis karena nilai PPEMV menempatkan nilai pasar sebagai penyebut, sementara pada variabel MBVA parameter tersebut terletak pada sisi pembilang. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Hutchinson dan Gul (2004) juga menyimpulkan hal yang sama.

Pengujian terakhir yang perlu dilakukan untuk memastikan validitas faktor IOS yang akan digunakan adalah pengujian signifikansi korelasi faktor terhadap variabel. Pengujian dilakukan dengan menggunakan metode *pearson correlations* dengan tingkat kepercayaan 99%. Hasil pengujian pada tabel 4.8 menunjukkan korelasi yang signifikan antara faktor dengan variabel-variabel proksi lainnya.

Tabel 4.7. *Component Matix* dari Analisis Faktor

Component Matrix ^a	
	Component
	1
MBVA	.864
PPEMV	-.840
CAPBVA	.468

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 1 components extracted.

Faktor umum hasil analisis faktor untuk masing-masing data tersebut dapat dilihat pada lampiran 1. Faktor inilah yang akan digunakan dalam analisis selanjutnya yang menghubungkan IOS dengan variabel terikat dan bebas lainnya.

Tabel 4.8. *Pearson Correlations* antara Faktor IOS dengan Proksi

Correlations

		IOSFACTOR	MBVA	PPEMV	CAPBVA
IOSFACTOR	Pearson Correlation	1	.864**	-.840**	.468**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000
	N	77	77	77	77
MBVA	Pearson Correlation	.864**	1	-.570**	.216
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.059
	N	77	77	77	77
PPEMV	Pearson Correlation	-.840**	-.570**	1	-.152
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.188
	N	77	77	77	77
CAPBVA	Pearson Correlation	.468**	.216	-.152	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.059	.188	
	N	77	77	77	77

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

4.4. Variabel Interaksi

Interaksi digunakan untuk melihat efek dari suatu variabel bebas terhadap variabel terikat, dimana variabel bebas tersebut dipengaruhi oleh variabel bebas lainnya. Hal ini dilakukan karena efek dari kedua variabel bebas yang mempengaruhi variabel terikat tersebut tidak secara sederhana merupakan penjumlahan keduanya.

Variabel-variabel *corporate governance* dengan IOS memiliki interaksi karena variabel-variabel *corporate governance* selain mempengaruhi kinerja perusahaan (variabel terikat) secara langsung, berdasarkan hipotesis variabel tersebut juga mempengaruhi hubungan antara IOS dengan kinerja perusahaan. Variabel interaksi yang akan dibentuk sesuai model penelitian adalah variabel interaksi antara IOS dengan proporsi komisaris independen (IOS*PROPKOM), IOS dengan kepemilikan keluarga (IOS*FAMSHARE), dan IOS dengan konsentrasi kepemilikan (IOS*SHARECON).

Langkah pertama yang perlu dilakukan untuk membentuk variabel interaksi yaitu melakukan *centering* pada masing-masing variabel yang berinteraksi. Hal ini menurut Aiken dan West (1991) serta Judd dan McClelland (1989)

dilakukan untuk meningkatkan interpretabilitas dari interaksi. Selain itu, *centering* juga dilakukan untuk mengatasi adanya masalah multikolinearitas antara variabel-variabel. *Centering* secara sederhana dilakukan dengan mengurangi nilai masing-masing data dengan nilai rata-ratanya.

Setelah itu, variabel interaksi antara kedua variabel tersebut diperoleh dengan mengalikan hasil *centering* masing-masing variabel. Hasil interaksi antara IOS dengan masing-masing variabel *corporate governance* dapat dilihat pada lampiran 2.

4.5. Statistik Deskriptif

Sebelum masuk ke dalam analisis dan pengujian hipotesis, terlebih dahulu akan dilihat statistik deskriptif untuk setiap variabel yang terlibat dalam analisis. Tabel 4.9. merupakan output statistik deskriptif yang dihasilkan SPSS untuk semua variabel. Histogram dan kurva normal untuk masing-masing variabel dapat dilihat pada lampiran 3.

Tabel 4.9. Statistik Deskriptif

		Statistics							
		ROE	IOSFACTOR	PROPKOM	FAMSHARE	SHARECON	LNASSET	LEVERAGE	ROE2007
N	Valid	70	70	70	70	70	70	70	70
	Missing	7	7	7	7	7	7	7	7
Mean		0.090	0.000	0.388	0.499	0.539	3.101	1.213	0.088
Median		0.065	-0.015	0.333	0.555	0.558	3.049	1.055	0.075
Std. Deviation		0.104	0.985	0.092	0.323	0.284	0.637	0.927	0.100
Skewness		0.334	-0.148	0.694	-0.434	-0.554	0.405	1.241	-0.080
Kurtosis		-0.479	-0.298	-0.170	-1.159	-0.603	0.218	1.433	0.469
Minimum		-0.102	-2.830	0.200	0.000	0.000	1.792	0.099	-0.181
Maximum		0.350	1.940	0.600	0.952	0.952	4.907	4.283	0.355
Percentiles 25		0.017	-0.780	0.333	0.126	0.346	2.680	0.443	0.026
	50	0.065	-0.015	0.333	0.555	0.558	3.049	1.055	0.075
	75	0.170	0.693	0.500	0.789	0.780	3.536	1.588	0.160

Dari tabel tersebut terlihat bahwa untuk perhitungan regresi terdapat tujuh *missing value*. Hal ini disebabkan karena ketidaklengkapan data dari laporan keuangan perusahaan dan dikeluarkannya *outliers* dari data. Untuk keperluan analisis akan digunakan fungsi "*exclude cases listwise*" yang disediakan oleh piranti lunak SPSS. Dengan fungsi tersebut, maka jika ada salah satu variabel

yang hilang maka seluruh data untuk perusahaan tersebut dikeluarkan dari perhitungan.

Rata-rata ROE tahun 2008 yang dicapai oleh perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel adalah 0.090 atau 9.0%, sementara rata-rata ROE tahun 2007 adalah sebesar 0.088 atau 8.8%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam sampel menghasilkan laba yang cukup baik karena rata-rata nilai ROE yang dihasilkan di bawah 10%.

Nilai ROE tertinggi untuk tahun 2008 yang didapat dari sampel yaitu sebesar 0.350 atau 35.0%, dan untuk tahun 2007 adalah sebesar 0.355 atau 35.5%. Sementara nilai ROE terendah untuk tahun 2008 adalah sebesar -0.102 atau -10.2%, sementara untuk tahun 2007 adalah sebesar -0.181 atau -18.1%. Hal ini menunjukkan interval yang cukup lebar pada distribusi ROE dari sampel yang didapat.

Rata-rata proporsi komisaris independen dari sampel yang didapat adalah sebesar 38.8%. Dengan jumlah minimal komisaris independen yang disyaratkan sebanyak dua orang, maka rata-rata total jumlah anggota dewan komisaris dalam perusahaan secara matematis adalah sebanyak lima orang. Jumlah dewan komisaris tersebut cukup besar dengan mempertimbangkan rata-rata ukuran perusahaan yang diobservasi. Hal ini diharapkan akan berdampak positif pada kinerja perusahaan karena jumlah dewan komisaris yang lebih tinggi diyakini akan menciptakan kontrol yang lebih baik terhadap manajemen. Namun demikian, proporsi komisaris independen tersebut belum merupakan mayoritas dalam dewan komisaris, sehingga kemampuan pengawasan terhadap manajemen mungkin belum maksimal.

Perusahaan-perusahaan yang termasuk ke dalam sampel memiliki rata-rata kepemilikan keluarga sebesar 49.9%. Jumlah ini sangat signifikan dan sesuai dengan karakteristik perusahaan-perusahaan di Asia yang pada umumnya didominasi oleh perusahaan keluarga. Nilai maksimum sebesar 95.2% menunjukkan adanya perusahaan yang termasuk dalam sampel yang memiliki dominasi kepemilikan keluarga yang sangat besar, sementara nilai minimal sebesar 0% menunjukkan bahwa terdapat pula perusahaan yang bukan merupakan perusahaan keluarga dalam sampel yang diambil.

Rata-rata leverage untuk perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam sampel adalah sebesar 1.213. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan yang termasuk ke dalam sampel mengkombinasikan struktur pembiayaannya dengan hutang. Nilai minimum sebesar 0.099 menunjukkan bahwa terdapat perusahaan yang hampir sepenuhnya dibiayai oleh ekuitas, sementara nilai maksimal sebesar 4.283 menunjukkan bahwa terdapat pula perusahaan yang struktur pembiayaannya didominasi oleh hutang.

Nilai *skewness* menunjukkan kecondongan kurva variabel terhadap kurva normal. Nilai negatif menunjukkan bahwa kurva cenderung condong ke arah kanan, sedangkan nilai positif menunjukkan kurva condong ke arah kiri. Sedangkan nilai kurtosis menunjukkan kecuraman/ketinggian kurva normal variabel tersebut. Nilai positif menunjukkan ketinggian yang lebih curam dibanding kurva normal, sedangkan nilai negatif menunjukkan ketinggian yang lebih landai dibandingkan kurva normal.

Dari tabel tersebut, tidak terdapat variabel yang memiliki nilai *skewness* dan *kurtosis* yang ekstrim karena semua memiliki nilai di bawah dua. Nilai paling ekstrim dimiliki oleh variabel LEVERAGE, dengan nilai *skewness* sebesar 1.241 dan nilai *kurtosis* sebesar 1.433. Hal ini menunjukkan bahwa distribusi variabel ini cenderung lebih curam dan condong ke arah kiri dibandingkan dengan variabel-variabel lainnya.

4.6. Uji Asumsi Klasik

Model regresi berganda yang baik harus memenuhi beberapa persyaratan atau asumsi yang biasa disebut sebagai asumsi klasik. Ada lima uji asumsi klasik yang biasa dilakukan yaitu uji normalitas, uji autokorelasi, uji linearitas, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas.

4.6.1. Uji Normalitas

Regresi berganda mensyaratkan bahwa variabel residual memenuhi distribusi normal, karena apabila tidak memenuhi distribusi normal maka model regresi dianggap tidak valid dan pengujian hipotesis harus dilakukan dengan menggunakan *non-parametric test*.

Dengan demikian maka sebelumnya harus dilakukan pengujian normalitas terhadap variabel residual regresi tersebut. Metode pengujian normalitas yang paling umum digunakan adalah metode Kolmogorov-Smirnov dan Shapiro-Wilk. Nilai yang perlu diperhatikan dari kedua metode tersebut yaitu nilai signifikansi hasil pengujian. Jika nilai signifikansi di bawah 0.05, maka hipotesis nol yang menyatakan bahwa distribusi untuk variabel tersebut adalah normal ditolak. Sehingga untuk meyakinkan bahwa semua variabel terdistribusi secara normal, maka nilai signifikansi harus lebih besar dari 0.05.

Untuk melakukan pengujian normalitas, nilai residual dari regresi disimpan sebagai variabel terpisah dan dilakukan uji Kolmogorov-Smirnov serta Shapiro-Wilk. Hasil statistik dan signifikansi untuk kedua metode tersebut dapat dilihat pada tabel 4.10.

Tabel 4.10. Hasil Pengujian Normalitas

	Tests of Normality					
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	.076	70	.200*	.969	70	.079

a. Lilliefors Significance Correction

*. This is a lower bound of the true significance.

Dengan menggunakan metode Kolmogorov-Smirnov, variabel residual memiliki signifikansi sebesar 0.200, jauh lebih besar dari nilai kritis sebesar 0.05. Uji Shapiro Wilk juga menunjukkan signifikansi di atas 0.05, yaitu sebesar 0.079. Sehingga dengan demikian maka diyakini variabel ini telah terdistribusi secara normal, dan model regresi valid untuk digunakan.

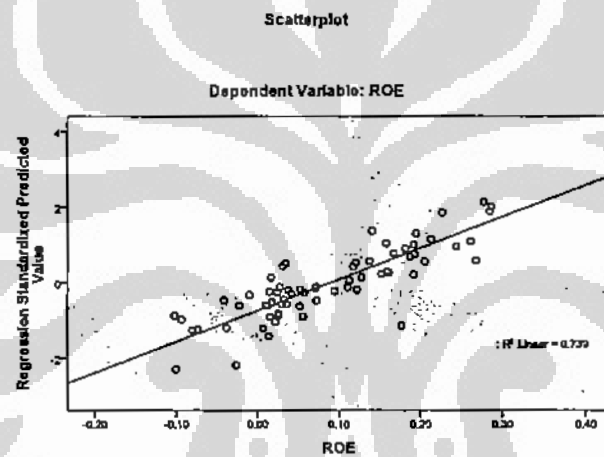
4.6.2. Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dilakukan untuk meyakinkan bahwa nilai residual tidak memiliki korelasi atau independen antara dua observasi manapun yang berbeda. Pengujian dilakukan dengan menggunakan metode Durbin-Watson (DW test). Nilai Durbin-Watson yang mendekati dua menunjukkan bahwa residual tidak memiliki korelasi. Nilai Durbin-Watson yang dihasilkan dengan menggunakan SPSS adalah sebesar 1.969. Nilai tersebut sangat dekat dengan nilai

dua yang disyaratkan, sehingga dengan demikian diyakini tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi.

4.6.3. Uji Linearitas

Uji linearitas dilakukan untuk meyakinkan bahwa data yang diperoleh memenuhi model linear, bukan merupakan model kuadrat atau kubik. Pengujian dilakukan dengan menggunakan metode grafik dan fasilitas pengujian linearitas yang terdapat pada pengujian rata-rata pada program SPSS. Pengujian metode grafik dilakukan dengan melakukan *scattering* antara *predicted value* dengan *observed value*. Hasil *scattering* dapat dilihat pada Gambar 1.



Gambar 4.1. Uji Linearitas

Dengan menggunakan metode grafik, *pattern* yang dihasilkan untuk suatu model linear adalah merupakan garis lurus, sedangkan model kuadrat dan kubik akan menghasilkan garis yang tidak lurus. Dari gambar tersebut dapat dilihat bahwa hubungan yang didapat adalah merupakan hubungan linear, karena garis yang dapat dihasilkan dari hasil *scattering* merupakan garis lurus.

Pengujian linearitas dengan SPSS dilakukan dengan melihat tabel ANOVA yang dihasilkan oleh SPSS. Tabel 4.11 merupakan tabel yang dihasilkan dengan pengujian tersebut. Nilai yang perlu diperhatikan yaitu nilai signifikansi dari item *deviation from linearity*. Nilai signifikansi di atas 0.05 menunjukkan bahwa hubungan antara variabel terikat dan bebas adalah merupakan hubungan

linear. Nilai yang didapat adalah sebesar 0.138, sehingga dapat disimpulkan bahwa hubungan antara variabel terikat dengan variabel bebas adalah linear.

Tabel 4.11. Tabel ANOVA Pengujian Linearitas

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups (Combined)	.728	64	.011	3.121	.101
Linearity	.120	1	.120	32.996	.002
Deviation from Linearity	.607	63	.010	2.647	.138
Within Groups	.018	5	.004		
Total	.746	69			

4.6.4. Uji Multikolinearitas

Seperti telah dijelaskan dalam bab sebelumnya, pengujian multikolinearitas perlu dilakukan untuk mendeteksi adanya kemungkinan terjadinya hubungan yang kuat antara variabel-variabel bebas yang digunakan. Sebagai analisis pendahuluan dapat dilihat tabel hasil *pearson correlation* untuk variabel-variabel yang terlibat dalam tabel. 4.12.

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa variabel-variabel independen tidak ada yang memiliki korelasi yang signifikan. Hal ini merupakan indikasi awal bahwa tidak terdapat multikolinearitas dalam variabel-variabel bebas regresi.

Tabel 4.12. *Pearson Correlation*

	ROE	IOSFACTOR	PROPKOM	FAMSHARE	SHARECON	LNASSET	LEVERAGE	ROE2007
ROE	1.000	.401	0.098	-0.071	0.143	0.114	-.260	.791
IOSFACTOR	.401	1.000	0.045	0.005	0.167	0.178	0.048	.323
PROPKOM	0.098	0.045	1.000	0.030	0.030	0.130	-0.072	-0.024
FAMSHARE	-0.071	-0.005	0.030	1.000	-0.033	-.274	.297	-0.037
SHARECON	0.143	0.167	0.030	-0.033	1.000	0.041	-0.099	0.074
LNASSET	0.114	0.178	0.130	-.274	0.041	1.000	.312	0.153
LEVERAGE	-.260	0.048	-0.072	.297	-0.099	.312	1.000	-0.097
ROE2007	.791	.323	-0.024	-0.037	0.074	0.153	-0.097	1.000
IOS*PROPKOM	-0.049	-0.169	-0.231	-0.007	-0.076	-0.118	0.065	-0.205
IOS*FAMSHARE	0.052	0.080	-0.007	0.071	0.063	-0.102	-0.124	0.071
IOS*SHARECON	-0.178	-.249	-0.063	0.046	-.257	-0.128	-0.159	-0.160

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

a. Listwise N=70

Nilai rata-rata VIF (*Variance Inflation Factor*) yang lebih dari satu menurut Bowerman dan O'Connell (1990) dalam Field (2005) merupakan

indikasi adanya multikolinearitas. Nilai VIF untuk masing-masing variabel dapat dilihat pada hasil *summary* regresi pada Tabel 4.13. Seluruh variabel memiliki nilai VIF lebih besar dari satu, dengan nilai tertinggi sebesar 1.546 pada variabel LEVERAGE. Meskipun memiliki nilai lebih besar dari satu, namun dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas dalam variabel-variabel yang terlibat karena nilai VIF untuk setiap variabel tidak memiliki nilai yang ekstrim lebih besar daripada satu.

Tabel 4.13. Uji Multikolinearitas

Regression Summary	
	VIF
(Constant)	
IOSFACTOR	1.221
PROPKOM	1.110
FAMSHARE	1.377
SHARECON	1.118
IOS*PROPKOM	1.161
IOS*FAMSHARE	1.051
IOS*SHARECON	1.232
LNASSET	1.485
LEVERAGE	1.546
ROE2007	1.212

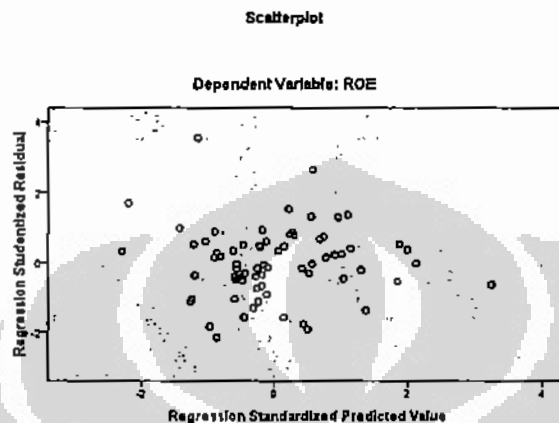
4.6.5. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian selanjutnya yang perlu dilakukan sebelum regresi dilakukan yaitu pengujian heteroskedastisitas. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan untuk mendeteksi adanya inkonsistensi dari varian residual.

Pengujian terhadap kemungkinan terjadinya heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan metode grafik. Metode ini meskipun sederhana namun diyakini dapat memberikan gambaran adanya heteroskedastisitas dalam model regresi yang dihasilkan. Analisis grafik dilakukan dengan melakukan *scattering* antara nilai prediksi dan nilai residual. Hasil *scattering* tersebut dapat dilihat pada Gambar 4.2.

Heteroskedastisitas berdasarkan teori terjadi apabila hasil *scattering* menunjukkan adanya pola tertentu. Pola yang biasa dikenali sebagai indikasi adanya heteroskedastisitas antara lain adanya kecenderungan melebar dan naik

turun pada hasil *scattering* tersebut. Dari gambar tersebut dapat dilihat bahwa hasil *scattering* tidak memiliki pola tertentu, sehingga dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas dan residual atau *error* yang dihasilkan memiliki varian yang sama (homoskedastis).



Gambar 4.2. Uji Heteroskedastisitas

4.7. Analisis Regresi

Penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan untuk melihat hubungan antara IOS dengan kinerja perusahaan menemukan adanya asosiasi negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan. Hal ini antara lain disimpulkan oleh Baber (1996), Gul (1999) serta Hutchinson dan Gul (2004). Penelitian mereka menemukan adanya konsistensi asosiasi negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan.

Hutchinson dan Gul (2004) mengemukakan salah satu penjelasan atas hubungan negatif ini yaitu karena peluang pertumbuhan berhubungan dengan kebebasan manajemen untuk memilih keputusan investasi. Peluang pertumbuhan yang tinggi menciptakan banyak alternatif pilihan investasi bagi perusahaan di masa yang akan datang. Karena tidak semua peluang investasi yang tersedia memiliki potensi untuk meningkatkan kinerja perusahaan, maka keputusan pemilihan peluang investasi oleh manajemen merupakan suatu hal yang terpenting dalam merealisasikan peluang pertumbuhan yang ada tersebut.

Hal ini membuat manajemen memiliki kesempatan untuk melakukan tindakan yang bersifat oportunistik, dengan memanfaatkan peluang-peluang

investasi yang ada bagi perusahaan. Sehingga kecenderungan yang terjadi menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih tinggi akan memiliki kinerja yang lebih rendah.

Untuk menguji apakah kondisi yang sama terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, maka akan dilakukan pengujian terhadap hipotesis yang menyebutkan hubungan antara IOS dengan kinerja perusahaan, dengan menggunakan metode regresi berganda. Regresi dilakukan dengan menggunakan variabel bebas IOSFACTOR yang merupakan hasil analisis faktor dari proksi-proksi IOS, serta variabel PROPKOM, FAMSHARE, dan SHARECON untuk melihat hubungan penerapan *corporate governance* dengan IOS dan kinerja perusahaan. Interaksi antara IOS dengan variabel-variabel *corporate governance* juga disertakan dalam regresi karena hubungan IOS dengan variabel-variabel tersebut bukan merupakan hubungan penjumlahan semata. Selain itu digunakan juga variabel kontrol LNASSET, LEVERAGE, serta ROE2007. Ringkasan hasil regresi terdapat pada Tabel 4.14.

Tabel 4.14. Hasil Regresi

Regression Summary					
	Predicted sign	Coefficient B	t	Significance	VIF
(Constant)		-0.040	-0.776	0.441	
IOSFACTOR	-	0.019	2.437	0.018	1.221
PROPKOM	+	0.140	1.757	0.084	1.110
FAMSHARE	+	0.016	0.639	0.525	1.377
SHARECON	+	0.011	0.412	0.682	1.118
IOS*PROPKOM	+	0.243	2.838	0.006	1.161
IOS*FAMSHARE	+/-	-0.015	-0.587	0.560	1.051
IOS*SHARECON	+/-	-0.024	-0.972	0.335	1.232
LNASSET	+	0.009	0.662	0.511	1.485
LEVERAGE	+/-	-0.028	-2.979	0.004	1.546
ROE2007	+	0.766	10.056	0.000	1.212
R^2		0.739			
Adjusted R^2		0.694			
F		16.666		0.000	
N=70					

Hasil regresi yang harus diperhatikan sebelumnya yaitu nilai *adjusted R²*, yang menunjukkan seberapa baik model yang dihasilkan menggeneralisasi data yang ada. *Adjusted R²* yang diperoleh dari hasil regresi adalah sebesar 0.694, dan

merupakan nilai yang cukup signifikan untuk dapat menjelaskan variabilitas yang terjadi. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi perubahan F yang memiliki nilai lebih kecil daripada nol (0.000).

Hal berikutnya yang perlu diperhatikan dalam tabel tersebut yaitu nilai F dan signifikansi F. Nilai F yang dihasilkan yaitu sebesar 16.666, jauh lebih besar dari 1 dan signifikan karena memiliki nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 atau sebesar 0.000. Dengan demikian maka dapat disimpulkan bahwa model yang dihasilkan dapat memprediksi variabel terikat, sehingga model regresi dapat digunakan untuk pengujian hipotesis.

Setelah model dapat dipastikan dapat digunakan, maka langkah selanjutnya adalah melihat parameter-parameter regresi yang dihasilkan dan pengujian hipotesis. Dari tabel tersebut terlihat bahwa IOS memiliki asosiasi yang signifikan dan positif dengan kinerja perusahaan ($B=0.019$, $p=0.018$). Hal ini bertentangan dengan hipotesis pertama yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan. Hasil regresi untuk variabel-variabel *corporate governance* yaitu proporsi komisaris independen, kepemilikan keluarga, serta konsentrasi kepemilikan pemegang saham menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

Sementara itu, interaksi antara IOS dengan proporsi komisaris independen memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap IOS dan kinerja perusahaan ($B=0.243$, $p=0.006$). Hal ini mendukung hipotesis kedua yang menyatakan bahwa proporsi komisaris independen akan berpengaruh positif terhadap hubungan antara IOS dengan kinerja perusahaan. Sedangkan interaksi antara IOS dengan kepemilikan keluarga serta konsentrasi pemegang saham terbukti tidak secara signifikan mempengaruhi hubungan IOS dengan kinerja perusahaan, sehingga hipotesis ketiga dan keempat ditolak.

Dengan demikian, maka dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan data dari sampel yang telah ditentukan, kesimpulan yang didapat dari penelitian-penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa terdapat asosiasi negatif antara IOS dengan kinerja perusahaan tidak berlaku pada industri manufaktur di Indonesia.

Ada dua analisis yang dapat menjelaskan terjadinya hal tersebut pada industri manufaktur di Indonesia. Analisis pertama yaitu menerima hasil asosiasi positif tersebut sebagai suatu fenomena unik yang terjadi di Indonesia yang berbeda dengan fenomena yang terjadi di negara-negara lain di mana penelitian-penelitian serupa dilakukan. Apabila rasional analisis ini yang diyakini, maka kesimpulan yang didapat yaitu peluang pertumbuhan yang tinggi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak membuka kesempatan bagi manajemen untuk melakukan tindakan oportunistik dalam pengambilan keputusan investasinya. Sehingga keputusan investasi akan selalu didasarkan pada usaha untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang pada akhirnya menghasilkan kinerja perusahaan yang lebih baik.

Namun analisis tersebut secara teoretis sulit untuk diterima, mengingat kondisi penerapan tata kelola perusahaan yang baik di Indonesia masih jauh tertinggal dari negara lain. Dengan kondisi demikian, peluang pertumbuhan yang semakin tinggi akan memiliki kecenderungan yang lebih kuat untuk menurunkan kinerja perusahaan. Selain itu, proksi yang digunakan sebagian besar merupakan proksi yang berbasis pada harga, sehingga harus mempertimbangkan teori *efficient market hypothesis* (EMH).

Teori EMH harus dipertimbangkan terkait dengan analisis kedua yang berhubungan dengan definisi peluang pertumbuhan serta proksi-proksi yang digunakan dalam menganalisis peluang pertumbuhan. Sebagaimana dijelaskan pada bab pendahuluan, konsep peluang pertumbuhan didasarkan pada hasil penelitian Myers (1977) yang mengemukakan bahwa nilai perusahaan terbagi dalam dua komponen, yaitu nilai dari *assets-in-place* dan nilai kini dari peluang pertumbuhan. Sehingga dengan konsep ini, *market value* perusahaan mengandung peluang pertumbuhan di masa yang akan datang.

Peluang pertumbuhan di masa yang akan datang tersebut tercermin dari *premium* pada nilai pasar perusahaan tersebut terhadap nilai bukunya. Hal ini yang menyebabkan banyak digunakannya proksi-proksi pertumbuhan yang berbasis pada harga untuk mengukur peluang pertumbuhan perusahaan, karena diyakini harga pasar merupakan jumlah dari nilai buku dan peluang pertumbuhan perusahaan.

Namun demikian ada satu hal yang perlu dicermati dalam pemilihan proksi yang berbasis harga tersebut, yaitu sejauh mana harga pasar mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan. Hal ini yang kemudian dikaitkan dengan teori EMH dan profil investor/penanam modal yang merupakan individu-individu pembentuk harga di pasar.

Berdasarkan teori EMH, pasar yang termasuk dalam kategori *weak form* hanya mencerminkan informasi di masa yang lalu. Sehingga dalam pasar dengan kategori ini, harga tidak dapat mencerminkan semua informasi saat ini yang relevan dengan perusahaan, termasuk informasi mengenai peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan. Dengan demikian, pengukuran peluang pertumbuhan dengan menggunakan proksi yang berbasis pada harga akan menjadi kurang relevan untuk digunakan.

Selain itu apabila dikaitkan dengan karakteristik investor, secara umum ada dua tipe investor yaitu investor jangka panjang dan investor jangka pendek. Investor jangka panjang adalah mereka yang menanamkan modalnya untuk jangka waktu yang lama. Investor tipe ini lebih menyukai dividen karena mereka tidak berencana untuk menjual investasinya dalam waktu dekat. Sementara investor jangka pendek melakukan investasi untuk mendapatkan keuntungan dalam waktu dekat, sehingga mereka lebih menyukai *capital gain* atau selisih harga antara harga beli dan harga jual.

Ketika profil investor jangka panjang mendominasi bursa, maka proksi peluang pertumbuhan yang berbasis pada harga tepat untuk digunakan, karena *premium* pada harga pasar akan diberikan pada perusahaan-perusahaan yang secara jangka panjang dinilai akan mengalami pertumbuhan. Sebaliknya, apabila investor jangka pendek yang mendominasi bursa, maka *premium* pada harga pasar akan diberikan pada perusahaan-perusahaan yang dalam jangka waktu dekat dapat memberikan keuntungan. Pada kondisi ini, proksi berbasis harga juga kurang tepat untuk digunakan karena tidak mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

Apabila melihat kondisi bursa di Indonesia, berdasarkan kategorisasi pasar berbagai penelitian telah menyimpulkan bahwa pasar Indonesia masih termasuk ke dalam kategori *weak form*. Selain itu, survei *International Association of*

Registered Financial Consultant (IARFC) pada tahun 2005 menemukan dari empat kategori segmentasi investor di Indonesia, yaitu tradisional, rasional, irasional, dan *sophisticated*, 80% investor Indonesia masih merupakan investor irasional. Investor pada kategori ini melakukan investasi untuk jangka waktu sependek mungkin, bahkan cenderung spekulatif karena tidak memperhatikan analisis fundamental perusahaan.

Dengan demikian, pembentukan harga pasar yang terjadi pada bursa di Indonesia kemungkinan besar tidak mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan. Kondisi sebaliknya justru kemungkinan berlaku, dimana perusahaan-perusahaan yang memiliki kinerja perusahaan yang baik pada saat ini yang diburu oleh para investor sehingga tercipta *premium* yang lebih tinggi. Hal ini pula yang menjadi rasionalisasi terjadinya korelasi positif antara kinerja perusahaan dengan proksi IOS.

Analisis terakhir secara teoretis lebih dapat diterima untuk menjelaskan fenomena yang dihasilkan oleh penelitian ini, yaitu adanya korelasi positif antara IOS dengan ROE. Perhitungan variabel faktor IOS yang dilakukan menggunakan dua buah proksi yang berbasis pada harga (MBAV dan PPEMV), sehingga diyakini merupakan penyebab terjadinya inkonsistensi dengan hasil yang didapat pada penelitian-penelitian sebelumnya.

Kesimpulan selanjutnya yang dapat diambil dari hasil regresi tersebut yaitu interaksi antara proporsi komisaris independen dengan IOS memperlihatkan hasil yang signifikan, sementara kedua variabel lainnya memiliki hasil yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar proporsi komisaris independen dalam perusahaan maka akan meningkatkan hubungan positif antara IOS dengan kinerja perusahaan.

Dalam hubungannya dengan struktur kepemilikan dan pemegang saham, kepemilikan keluarga dan konsentrasi pemegang saham menghasilkan nilai yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan keluarga dan konsentrasi pemegang saham tidak mempengaruhi hubungan IOS dengan kinerja perusahaan secara signifikan.

Penjelasan untuk hal ini antara lain karena tidak dipisahkannya definisi kepemilikan keluarga dan konsentrasi pemegang saham ke dalam elemen-elemen

yang lebih spesifik. Penelitian Villalonga dan Amit (2004) membagi elemen perusahaan keluarga menjadi tiga, yaitu kepemilikan, kontrol dan manajemen. Penelitian ini hanya terbatas pada kepemilikan keluarga saja, dengan mempertimbangkan porsi kepemilikan pemegang saham keluarga pada perusahaan. Sedangkan hal yang substansial dapat mempengaruhi kinerja perusahaan secara teoretis adalah ketika kepemilikan keluarga dapat mengatasi permasalahan keagenan yang terjadi antara pemegang saham dengan manajemen.

Selain itu, metode yang digunakan untuk mengidentifikasi kepemilikan keluarga dalam penelitian ini juga masih menggunakan metode yang sederhana, yaitu berdasarkan informasi umum yang tersedia. Sehingga kemungkinan dapat kurang tepat dalam mengidentifikasi sebuah perusahaan keluarga, terutama untuk perusahaan-perusahaan keluarga yang memiliki kepemilikan bertingkat melalui perusahaan lainnya.

Demikian pula halnya dengan konsentrasi pemegang saham. Penelitian ini hanya melihat tingkat konsentrasi pemegang saham sebatas pada besarnya proporsi saham yang terkonsentrasi, sementara hal yang substansial dalam konsentrasi pemegang saham yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan yaitu adanya kontrol terhadap manajemen oleh pemegang saham yang terkonsentrasi. Sehingga adanya konsentrasi pemegang saham yang lebih tinggi tidak secara signifikan mempengaruhi hubungan kinerja perusahaan dengan IOS.

BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk melihat hubungan antara set peluang investasi (IOS) dan kinerja perusahaan serta hubungannya dengan tata kelola perusahaan. Jumlah sampel penelitian adalah 70 perusahaan dari industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.

Perhitungan set peluang investasi menggunakan tiga proksi pertumbuhan, yaitu MBVA, PPEMV dan CAPBVA. Analisis faktor kemudian dilakukan untuk ketiga proksi ini, sehingga menghasilkan satu faktor IOS. Hasil regresi menemukan adanya hubungan yang positif dan signifikan antara faktor IOS tersebut dengan kinerja perusahaan. Hal ini berbeda hipotesis yang dibentuk yang menduga adanya hubungan yang negatif antara keduanya. Analisis hubungan positif yang dihasilkan tersebut dikaitkan dengan profil investor pada bursa. Profil investor jangka pendek akan cenderung memberikan *premium* bagi saham yang akan memberikan keuntungan dalam jangka panjang, sedangkan profil investor jangka panjang akan memberikan *premium* bagi peluang pertumbuhan perusahaan. Sehingga, apabila profil investor yang dominan adalah investor jangka pendek, maka proksi yang berbasis harga kurang relevan untuk digunakan dalam mengukur peluang pertumbuhan perusahaan.

Selain itu berdasarkan hasil penelitian ini proporsi jumlah komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap hubungan IOS dan kinerja perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi proporsi komisaris independen dalam dewan komisaris akan meningkatkan kinerja perusahaan.

Sementara kepemilikan keluarga dan konsentrasi kepemilikan pemegang saham tidak mempengaruhi hubungan antara IOS dengan kinerja perusahaan secara signifikan. Tidak signifikannya kepemilikan keluarga pemegang saham disebabkan karena tidak dipisahkannya kepemilikan keluarga menjadi elemen-elemen yang lebih spesifik. Kedua variabel ini diukur hanya berdasarkan proporsi saja, tanpa mempertimbangkan kontrol yang dimiliki. Besarnya kepemilikan

keluarga serta konsentrasi kepemilikan dalam suatu perusahaan tidak dapat mempengaruhi kinerja perusahaan secara signifikan apabila pemegang saham keluarga serta pemegang saham yang terkonsentrasi tidak memiliki kontrol terhadap manajemen. Tanpa adanya kontrol, permasalahan keagenan antara pemegang saham dengan manajemen akan tetap terjadi dan proporsi kepemilikan keluarga serta konsentrasi kepemilikan yang besar tidak akan mempengaruhi kinerja perusahaan secara signifikan.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan antara lain:

1. Populasi yang diambil seluruhnya berasal dari industri manufaktur, sehingga kesimpulan yang didapat tidak bisa digeneralisasi pada industri-industri lain yang kemungkinan memiliki karakteristik yang berbeda.
2. Jumlah sampel penelitian relatif sedikit, yaitu hanya berjumlah 70 perusahaan. Dengan menggunakan *cross sectional study*, jumlah data yang didapatkan dirasa masih kurang untuk menarik kesimpulan yang dapat digeneralisasi.
3. Proksi pertumbuhan yang digunakan hanya tiga proksi. Meskipun penelitian sebelumnya menemukan bahwa jumlah proksi tidak berpengaruh terhadap hasil, namun tiga buah proksi yang digunakan dirasa masih belum cukup, terlebih dengan adanya proksi yang berbasis pada harga.
4. Variabel proporsi kepemilikan keluarga dan konsentrasi pemegang saham tidak dibagi menjadi elemen-elemen yang lebih spesifik seperti yang dilakukan oleh Villalonga dan Amit (2004).
5. Identifikasi kepemilikan keluarga masih menggunakan metode yang sederhana sehingga kemungkinan dapat kurang tepat dalam mengidentifikasi suatu perusahaan keluarga, terutama yang memiliki kepemilikan bertingkat.
6. Variabel *corporate governance* yang digunakan hanya tiga variabel saja, sementara untuk mengukur penerapan *corporate governance* di perusahaan harusnya dilakukan secara komprehensif.

5.3. Saran

5.3.1. Penelitian Selanjutnya

Penelitian-penelitian selanjutnya yang akan melakukan analisis mengenai IOS, kinerja perusahaan, dan *corporate governance* hendaknya dapat memperhatikan hal-hal berikut:

- a. Penelitian berikutnya sebaiknya melakukan penelitian bukan hanya menggunakan sampel perusahaan manufaktur, tapi juga memasukkan sampel perusahaan dari industri lain.
- b. Menambah jumlah sampel penelitian, baik dengan memperpanjang tahun penelitian maupun memasukkan industri lain.
- c. Untuk keperluan analisis faktor, jumlah sampel serta variabel yang digunakan sebaiknya besar agar hasil faktor menjadi relevan. Field (2005) menyatakan bahwa sebaiknya jumlah sampel tidak kurang dari 300. Selain itu, untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia penggunaan proksi yang berbasis harga diyakini kurang relevan digunakan untuk mengukur peluang pertumbuhan perusahaan karena karakteristik pasar Indonesia yang kemungkinan masih berada pada tingkatan *weak form* serta profil investor sebagian besar masih merupakan investor jangka pendek. Sebaiknya menggunakan proksi yang lebih riil dalam mengukur peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan, seperti proksi dengan pendekatan investasi.
- d. Variabel kepemilikan keluarga hendaknya juga memisahkan elemen kepemilikan keluarga seperti yang dilakukan oleh Amit dan Villalonga (2004), yaitu kepemilikan, kontrol, dan manajemen.
- e. Identifikasi kepemilikan keluarga hendaknya tidak hanya berdasarkan informasi umum yang tersedia, namun dapat pula menggunakan alat bantu seperti kuisioner atau *direct inquiry* secara langsung kepada pihak perusahaan.
- f. Mengukur penerapan *corporate governance* dengan lebih komprehensif, misalkan dengan menggunakan indeks *corporate governance*, baik berdasarkan data primer dan data sekunder.

5.3.2. Pihak-Pihak Terkait

Proporsi komisaris independen yang lebih besar dalam dewan komisaris independen dalam penelitian ini terbukti mempengaruhi hubungan antara IOS dengan kinerja perusahaan secara positif, sehingga dengan demikian pemegang saham dapat mengusulkan untuk menambah jumlah komisaris independen agar dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Atau regulator juga dapat menerapkan peraturan yang mengharuskan proporsi komisaris independen yang lebih tinggi dari aturan saat ini (aturan saat ini baru mengharuskan proporsi komisaris independen minimal 30%).

Investor dalam mengevaluasi peluang pertumbuhan perusahaan hendaknya lebih berhati-hati dalam mendefinisikan proksi pertumbuhan yang akan digunakan. Proksi yang berbasis pada harga apabila digunakan dalam pasar Indonesia terbukti kurang relevan dalam mengukur peluang pertumbuhan perusahaan, karena harga kemungkinan tidak mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang secara jangka panjang, tetapi kinerja perusahaan dalam jangka pendek saja.

Kepemilikan keluarga yang cukup signifikan dalam perusahaan-perusahaan di Indonesia sebaiknya dicermati oleh regulator sebagai isu yang harus diwaspadai. Meskipun hasil penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan keluarga tidak mempengaruhi kinerja perusahaan secara signifikan, namun dalam banyak kasus kepemilikan keluarga dapat memberikan dampak buruk, terutama bagi pemegang saham minoritas. Dengan demikian, regulator harus dapat memberikan jaminan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas, terutama dalam perusahaan yang memiliki kepemilikan keluarga yang signifikan.

DAFTAR REFERENSI

- Abbott, Lawrence J. (1998). Executive compensation following a decline in the investment opportunity set. *Dessertation University of Oregon*.
- Abbott, Lawrence J. (2001). Financing, dividend and compensation policies subsequent to a shift in the investment opportunity set. *Managerial Finance*, 27, 31.
- Adam, Tim. & Goyal Vidhan K. (2006). The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence. *Working Paper M.I.T - Sloan School of Management*.
- Agrawal, A. & Knoeber, Charles R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377.
- Aiken, Leona S. & West, Stephen G. (1991). *Multiple regression: testing and interpreting interactions*.
- Anderson, Ronald C. & Reeb, David M. (2001). Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58, 1301-1328.
- Andres, Christian. (2007). Family Ownership as the Optimal Organizational Structure? *Working Paper EFA 2006 Zurich Meetings, Forthcoming*.
- Baber, William R., Janakiraman, Surya N. & Sok-Hyon Kang. (1996). Investment opportunities and the structure of executive compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 21, 297-318.
- Baker, G.P. (1993). Growth, corporate policies, and the investment opportunity set. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 161-165.
- Barnes, L.B. & Hershon, S.A. (1976). Transferring power in the family business. *Harvard Business Review*, 54(4), 105-115.
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace, & World.
- Brown, Lawrence D. & Caylor, Marcus L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. *Working Paper Georgia State University*.
- Cahan, Steven F., Godfrey, Jayne M., Hamilton, Jane. & Jeter, Debra C. (2005). The Investment Opportunity Set and Industry Specialization by Auditors. *Working Paper Auckland University*.

- Carr, L.L. (1997). Strategic determinants of executive compensation in small publicly traded firms. *Journal of Small Business Management*, 35 (3), 1 – 12.
- Chahine, S. (2007). Block-holder ownership, family control and post-listing performance of French IPOs. *Managerial Finance*, 33, 388-400.
- Christie & Andrew. (1989). Equity risk, the opportunity set, production cost and debt. *Working Paper University of Rochester*.
- Claessens, S., Fan, Joseph P.H. & Lang, Larry H.P. The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia. *Emerging Markets Review*, 7, 1-26.
- Demsetz, H. & Lehn K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 327–349.
- Field, A. (2005). *Discovering statistics using SPSS*. London: Sage Publications Ltd.
- Gaver, J. & Gaver, K. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125–160.
- Gaver, J. & Gaver, K. (1995). Compensation policy and the investment opportunity set. *Financial Management*, 24(1), 19-32.
- Goyal, Vidhan.K., Lehn, K. & Racic, S. (2001). Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of the U.S. Defense Industry. *Journal of Financial Economics*, 64, 35-59.
- Gul, F.A. (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance*, 5, 141– 168.
- Hartono. (1999). An agency cost explanation for dividend payment. *Working Paper Universitas Gadjah Mada*.
- Hossain, M., Cahan, S. F., Adams, M. B. (2000). The Investment Opportunity Set and the Voluntary Use of Outside Directors: New Zealand Evidence
- Hunt, H.G. (1985). Potential determinants of corporate inventory accounting decisions. *Journal of Accounting Research*, 23, 448–467.

- Hutchinson, M. & Gul, F. A. (2004). Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 10, 595–614.
- Hyun-Han Shin & Stulz, René M. (2000). Firm value, risk, and growth opportunities. *NBER Working Paper No. W7808*.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economics Review*, 76, 323–339.
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Judd, C. M., & McClelland, G. H. (1989). *Data analysis: A model comparison approach*. New York: Harcourt Brace Jovanovich.
- Kallapur, S. & Trombley, M.A. (1999). The association between investment opportunity set proxies and realised growth. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26, 505–519.
- Kallapur, S. & Trombley, M.A. (2001). The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement. *Managerial Finance*, 27, 3-18.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer A. (1999). *Corporate Ownership around the World*. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lindenberg, Eric B. & Stephen A. Ross. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, 54, 1-32.
- McKnight, Phillip J. & Weir, Charlie. (2008). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 139-158.
- Morck, Randall K., Strangeland, D. & Bernard Yeung. (2000). *Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease*. Chicago: University of Chicago Press.
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 141–175.
- Nachrowi, D.N. & Usman, H. (2006). *Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: LP-FEUI.
- OECD. (2004). *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publication Service.

- Saputro, Julianto A. (2003). Analisis hubungan antara gabungan proksi investment opportunity set dan real growth dengan menggunakan pendekatan confirmatory factor analysis. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 6, 69-92.
- Shea, H. (2006). Family Firms: Controversies over Corporate Governance, Performance, and Management. *Working Paper University of Newcastle*.
- Shleifer, Andrei. & Vishny, Robert. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Skinner, Douglas J. (1993). The investment opportunity set and accounting procedure choice. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 407-445.
- Smith, Clifford W. & Watts, Ross L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.
- Utama, Siddharta & Afriani, Cynthia. (2005). Praktek corporate governance dan penciptaan nilai perusahaan: studi empiris di BEJ. *Usahawan*, 8 th XXXIV, 3-14.
- Varrecchia, R.E. (1986). Managerial discretion in the choice among financial reporting alternatives. *Journal of Accounting and Economics*, 9, 175– 196.
- Villalonga B. & Amit R. (2004). How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.

Lampiran 1 Faktor IOS hasil analisis faktor

No	Code	MBVA	PPEMV	CAPBVA	IOSFACTOR
1	ADES	1.44	1.52	0.04	0.600
2	ADMG	0.81	2.61	0.02	-1.040
3	AISA	1.31	0.74	0.04	0.840
4	AKKU	0.65	3.1	0	-1.680
5	ALMI	0.92	2.34	0.11	-0.140
6	AMFG	0.51	3.32	0.06	-1.610
7	APLI	0.78	3.36	0.04	-1.360
8	ARNA	1.1	1.24	0.03	0.190
9	ARTI	1.13	0.76	0.2	1.620
10	ASII	1.12	0.58	0.08	0.910
11	AUTO	1.01	0.47	0.05	0.610
12	BATI	1.15	0.77	0.04	0.590
13	BRAM	0.89	2.15	0.04	-0.550
14	BRPT	0.85	2.11	0.01	-0.780
15	BTON	1.07	0.5	0	0.350
16	BUDI	0.92	1.89	0.13	0.230
17	CEKA	0.94	0.5	0.08	0.690
18	CITA	1.54	0.62	0.08	1.500
19	CPIN	1.02	1.04	0.07	0.450
20	DLTA	0.71	0.96	0.02	-0.290
21	FASW	1.66	0.71	0.01	1.170
22	FPNI	0.72	2.5	0.01	-1.180
23	GDYR	0.91	1.5	0.17	0.700
24	GGRM	0.7	1.22	0.02	-0.450
25	GJTL	0.89	1.14	0.06	0.140
26	HMSP	0.54	1.29	0.07	-0.390
27	IGAR	0.57	2.59	0.02	-1.390
28	IKBI	0.44	1.53	0.01	-1.070
29	INAF	0.85	1.17	0.02	-0.200
30	INCI	0.18	3.95	0	-2.830
31	INDF	0.99	0.83	0.06	0.450
32	INDR	0.65	4.01	0.08	-1.640
33	INRU	0.66	2.78	0.05	-1.160
34	INTP	1.75	0.74	0.02	1.350
35	JPRS	0.64	0.56	0.01	-0.250
36	KAEF	0.64	1.41	0.02	-0.640
37	KBLI	0.91	1.28	0.02	-0.180
38	KBLM	0.81	2.14	0.04	-0.660

Lampiran 1 Faktor IOS hasil analisis faktor (lanjutan)

39	KBRI	1.74	0.68	0	1.240
40	KDSI	0.55	1.27	0.03	-0.630
41	KIAS	1.02	1.25	0	-0.130
42	KLBF	1.08	0.56	0.05	0.660
43	LION	0.84	0.32	0.02	0.240
44	LMSH	0.95	0.65	0.01	0.160
45	MASA	0.82	1.53	0.06	-0.180
46	MRAT	0.33	1.69	0.03	-1.180
47	MYOR	0.87	1.05	0.13	0.620
48	NIPS	0.71	1.21	0.02	-0.430
49	PBRX	0.95	1.81	0.1	0.120
50	PRAS	0.92	2.9	0.06	-0.780
51	PTSN	1.07	1.21	0.07	0.430
52	PYFA	0.57	2.6	0.02	-1.390
53	RMBA	1.4	0.3	0.11	1.670
54	SCCO	0.95	1.4	0.04	-0.050
55	SCPI	0.98	2.61	0.03	-0.730
56	SIAP	0.69	1.65	0.01	-0.760
57	SIPD	0.59	1.79	0.02	-0.920
58	SKLT	0.81	1.01	0.05	0.020
59	SMAR	1.03	0.56	0.09	0.850
60	SMCB	1.3	1.11	0.02	0.490
61	SMGR	0.78	1.47	0.05	-0.270
62	SMSM	1.42	0.92	0.11	1.360
63	SOBI	1.24	1.09	0.08	0.810
64	SPMA	0.66	1.79	0.01	-0.880
65	SRSN	2.03	0.4	0.02	1.940
66	SULI	0.96	2.23	0.06	-0.350
67	TBLA	0.97	0.01	0.07	0.930
68	TCID	1.32	0.61	0.14	1.580
69	TIRT	0.86	3.18	0.06	-1.020
70	TPIA	0.92	0.61	0.01	0.140
71	TRST	0.73	2.72	0.04	-1.090
72	TSPC	0.85	0.55	0.03	0.200
73	ULTJ	1.68	0.49	0.06	1.650
74	UNIT	0.6	1.85	0.02	-0.940
75	UNVR	1.9	0.06	0.08	2.340
76	VOKS	0.94	1.56	0.08	0.110
77	YPAS	1.1	0.84	0.16	1.270

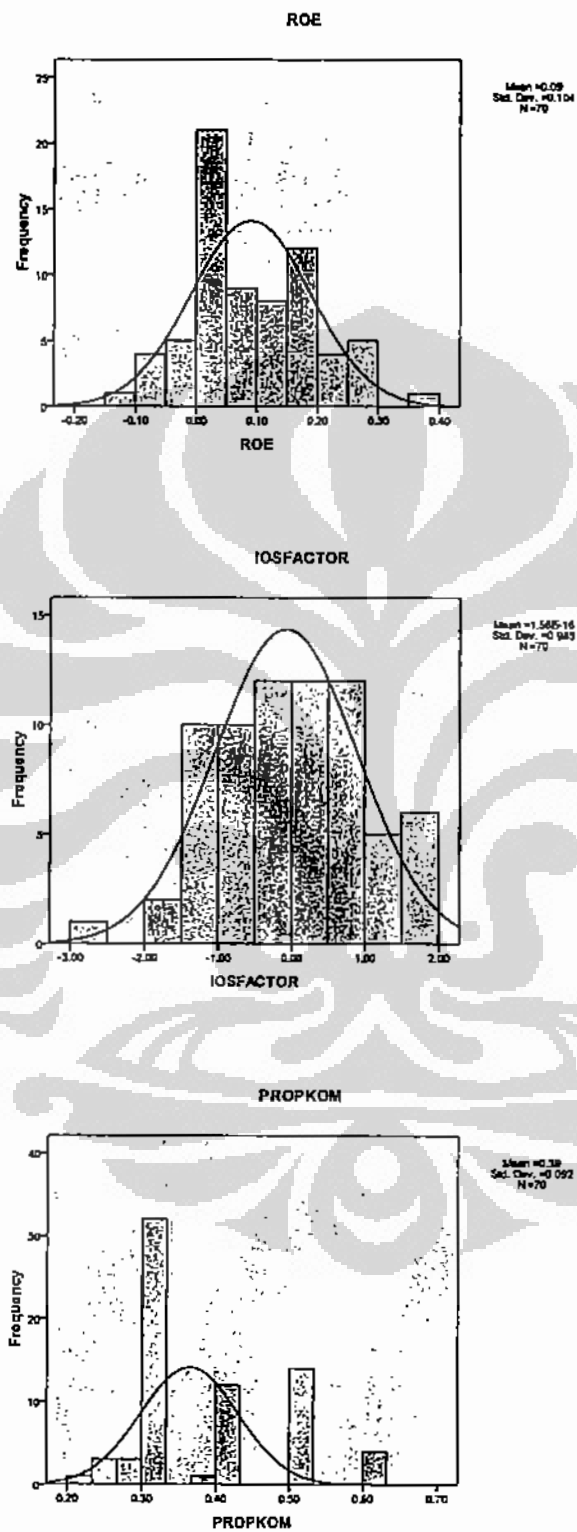
Lampiran 2 Interaksi IOS dan *Corporate Governance*

No	Code	IOS*PROPKOM	IOS*FAMSHARE	IOS*SHARECON
1	ADES	-0.040	-0.300	0.220
2	ADMG	0.150	-0.160	0.020
3	AISA	-0.050	0.200	-0.470
4	AKKU	0.240	-0.400	-0.150
5	ALMI	0.000	-0.050	0.030
6	AMFG	-0.060	0.140	-0.460
7	APLI	0.080	-0.280	0.030
8	ARNA	0.020	0.070	-0.060
9	ARTI	0.180	0.500	0.390
10	ASII	0.100	-0.450	-0.050
11	AUTO	-0.040	-0.300	0.190
12	BATI	0.060	-0.290	-0.020
13	BRAM	0.060	0.100	-0.160
14	BRPT	0.050	0.320	0.030
15	BTON	0.040	0.140	-0.010
16	BUDI	0.000	0.010	-0.010
17	CEKA	-0.040	0.300	0.220
18	CITA	0.160	-0.120	0.250
19	CPIN	-0.030	0.030	0.000
20	DLTA	0.000	0.140	-0.080
21	FASW	-0.070	0.040	-0.040
22	FPNI	-0.130	-0.070	0.660
23	GDYR	-0.040	-0.300	0.200
24	GGRM	-0.090	-0.110	-0.050
25	GJTL	0.010	0.000	-0.040
26	HMSP	0.020	0.190	-0.160
27	IGAR	0.080	0.680	-0.100
28	IKBI	-0.010	0.530	-0.340
29	INAF	0.030	0.100	-0.050
30	INCI	0.170	0.120	1.580
31	INDF	-0.040	0.000	-0.030
32	INDR	0.320	-0.030	0.300
33	INRU	-0.240	-0.480	-0.400
34	INTP	-0.140	-0.490	0.130
35	JPRS	0.020	-0.090	0.140
36	KAEF	-0.130	0.310	-0.220
37	KBLI	0.000	-0.010	0.040
38	KBLM	-0.070	-0.190	0.370

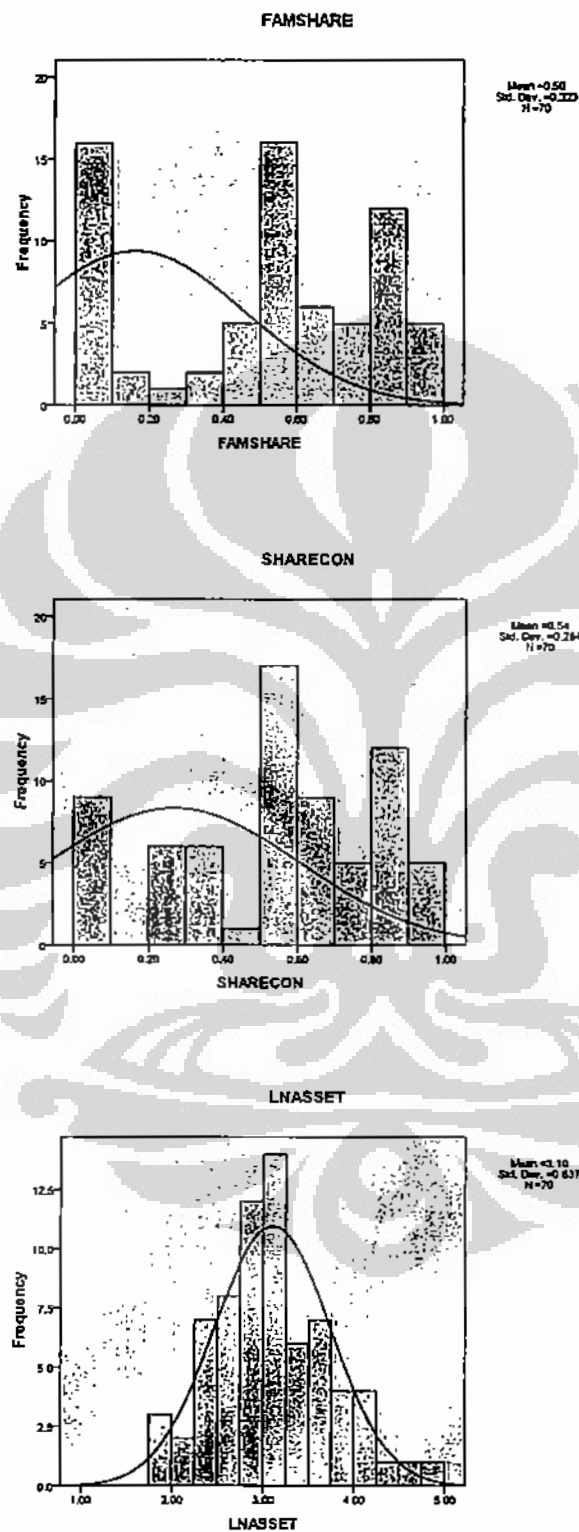
Lampiran 2 Interaksi IOS dan *Corporate Governance* (lanjutan)

39	KBRI	0.130	0.220	0.130
40	KDSI	0.090	0.000	-0.120
41	KIAS	-0.010	-0.060	-0.050
42	KLBF	-0.040	-0.320	-0.370
43	LION	-0.010	0.020	0.000
44	LMSH	-0.010	0.010	-0.050
45	MASA	-0.040	-0.010	0.000
46	MRAT	0.070	-0.370	-0.180
47	MYOR	-0.040	-0.300	-0.140
48	NIPS	0.030	-0.030	0.080
49	PBRX	-0.010	-0.010	-0.040
50	PRAS	0.050	-0.300	-0.190
51	PTSN	-0.030	0.180	0.140
52	PYFA	0.080	-0.390	0.030
53	RMBA	-0.100	0.280	-0.240
54	SCCO	-0.010	0.000	-0.010
55	SCPI	0.040	0.360	-0.240
56	SIAP	0.050	-0.250	-0.030
57	SIPD	-0.010	0.450	0.510
58	SKLT	0.000	0.010	0.000
59	SMAR	-0.020	0.390	0.330
60	SMCB	0.020	-0.240	0.110
61	SMGR	-0.030	0.130	-0.060
62	SMSM	-0.080	0.280	0.190
63	SOBI	-0.050	0.290	0.110
64	SPMA	-0.010	-0.320	0.230
65	SRSN	-0.110	0.340	-0.400
66	SULI	0.000	-0.010	0.020
67	TBLA	-0.060	0.080	0.010
68	TCID	0.010	-0.600	0.080
69	TIRT	0.060	-0.300	-0.060
70	TPIA	-0.010	0.050	0.030
71	TRST	0.060	-0.040	0.610
72	TSPC	0.060	0.090	0.080
73	ULTJ	0.180	0.100	-0.570
74	UNIT	-0.100	0.130	0.530
75	UNVR	0.950	-1.150	0.680
76	VOKS	-0.010	-0.020	-0.030
77	YPAS	-0.080	0.510	0.430

Lampiran 3 Histogram dan Kurva Normal Variabel



Lampiran 3 Histogram dan Kurva Normal Variabel (lanjutan)



Lampiran 3 Histogram dan Kurva Normal Variabel (lanjutan)

