



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH EFEKTIVITAS DEWAN KOMISARIS DAN
HUBUNGAN NON-LINIER STRUKTUR KEPEMILIKAN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DI INDONESIA**

TESIS

**MUCHAMAD AGUNG YANUAR
0906654405**

**FAKULTAS EKONOMI
MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
2011**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH EFEKTIVITAS DEWAN KOMISARIS DAN
HUBUNGAN NON-LINIER STRUKTUR KEPEMILIKAN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DI INDONESIA**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen.**

**MUCHAMAD AGUNG YANUAR
0906654405**

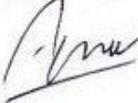
**FAKULTAS EKONOMI
MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN KEUANGAN
JAKARTA
2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Muchamad Agung Yanuar

NPM : 0906654405

Tanda Tangan : 

Tanggal : 17 Juli 2011

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : Muchamad Agung Yanuar

NPM : 0906654405

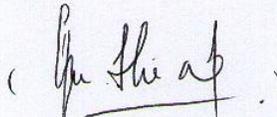
Program Studi : Magister Manajemen Keuangan

Judul Tesis : Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris dan Hubungan Non-Linier Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan di Indonesia

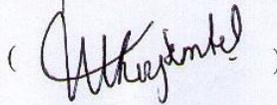
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

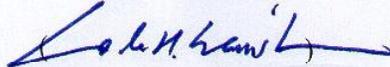
Pembimbing : Dr. Cynthia Afriani S.E., M.E.

()

Penguji : Prof. Dr. Roy H. Sembel

()

Penguji : Dr. Gede Harja Washistha

()

Ditetapkan di : Salemba, Universitas Indonesia, MMUI, Jakarta.

Tanggal : 11 Juli 2011

KATA PENGANTAR

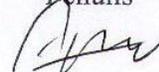
Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat danrahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukandalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen konesntrasi Manajemen Keuangan pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadaribahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahsampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikantesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

- 1) Bapak Rhenald Kasali, PhD, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
- 2) DR. Cynthia Afriani, selaku pembimbing tesis, atas segala bimbingan, arahan, serta masukan kepada penulis dalam menyelesaikan tesis ini. Tidak lupa penulis berterima kasih terhadap beliau atas proposal riset yang diijinkan untuk dijadikan tesis ini.
- 3) Lembaga IICD (*The Indonesian Institute for Corporate Directorship*) yang memberikan kuesioner yang dijadikan alat bantu untuk mengukur efektivitas dewan komisaris pada penelitian ini.
- 4) Dosen MMUI yang telah menjadi fasilitator yang baik dalam proses belajar penulis di MMUI.
- 5) Orang tua yang telah memberikan dorongan moral dan materiil selama penulis menjalani pendidikan.
- 6) Teman-teman B092 dan KP092 yang telah sama-sama berdiskusi dalam pengerjaan tugas kuliah dan bersenda gurau dalam kehidupan penulis di MMUI.

Semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu dan dunia usaha.

Jakarta, 17 Juli 2011

Penulis



Muchamad Agung Yanuar

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

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

Nama : Muchamad Agung Yanuar

NPM : 0906654405

Program Studi : Magister Manajemen

Departemen : Manajemen

Fakultas : Ekonomi

Jenis karya : Tesis

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

Pengaruh Hubungan Efektivitas Dewan Komisaris dan Hubungan Non-Linier Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan di Indonesia

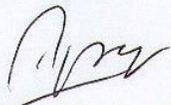
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non eksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 17 Juli 2011

Yang menyatakan



(Muchamad Agung Yanuar)

ABSTRAK

Nama : Muchamad Agung Yanuar
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris dan Hubungan Non-Linier Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan di Indonesia

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap hubungan efektivitas dewan komisaris dan nilai perusahaan pada perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. Total sampel sebanyak 180 perusahaan untuk masing-masing tahun, yakni 2008 dan 2009. Dengan menggunakan alat ukur berupa kuesioner dari IICD untuk mengukur efektivitas dewan komisaris, ditemukan bahwa efektivitas dewan komisaris mempengaruhi nilai perusahaan, akibat pengawasan yang telah dilakukan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Selain itu, ditemukan bahwa terjadi *alignment effect* pada perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan medium, yang diindikasikan oleh kepemilikan terkonsentrasi medium dan tinggi cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan konsentrasi rendah namun untuk konsentrasi tinggi ditemukan tidak berbeda signifikan terhadap konsentrasi medium. Hal lainnya, identitas pemilik, yakni asing, ditemukan menghasilkan nilai perusahaan yang lebih tinggi. Selanjutnya, tidak ada variabel kontrol yang ditemukan mempengaruhi nilai perusahaan.

Kata kunci: Tata Kelola Perusahaan, CG, Dewan Komisaris, Nilai perusahaan, Struktur Kepemilikan

ABSTRACT

Name : Muchamad Agung Yanuar
Study Program : Master of Management
Judul : The Effect of Board Commissioner Effectiveness and Non-Linear Relationship Ownership Structure on Firm Value in Indonesia

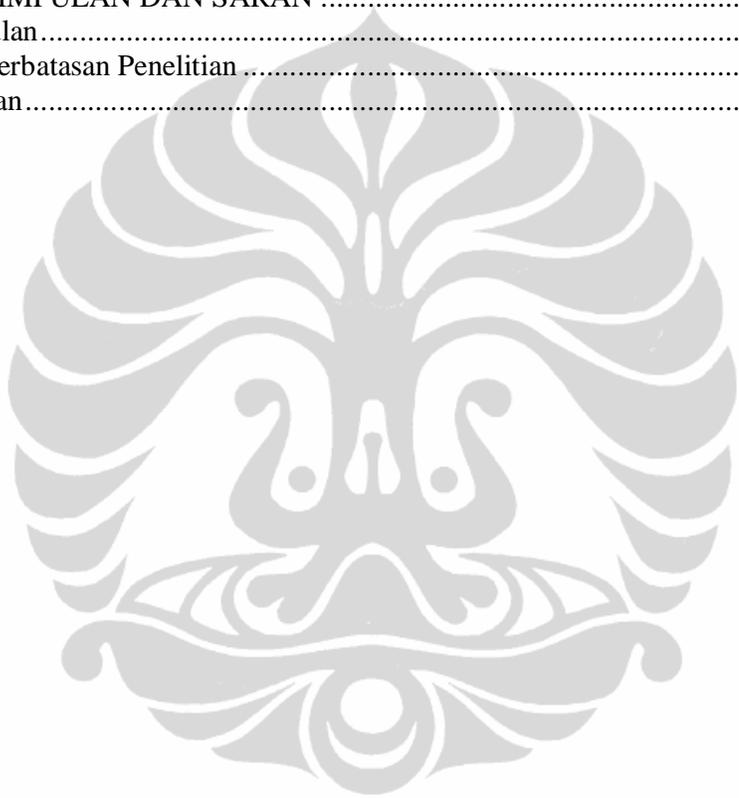
This study is designed to determine the effect of ownership structure in relationship of board of commissioner effectiveness and firm value to listing firm on Indonesia Stock Exchange. Total sample of this study consist of 180 companies in each year, which is 2008 and 2009. Using questionnaire of IICD as a measurement tool to asses the effectiveness of board of commissioner, this study found that effectiveness of board of commissioner affect positively on firm value, as a result of monitoring activity done by them on management in order to maximizing shareholder wealth. In addition, this study found the alignment effect in the company. It can be shown that medium- and high-concentrated ownership firm tend to have higher value compared to that of lower, but firm value tend not to differ statistically significant between medium- and high-concentrated ownership firm. Moreover, companies having foreign investor tend to have higher value than other type. Finally, there is no control variable found significantly influencing firm value.

Key words: Corporate Governance, CG, Board of Director, Firm Value, Ownership Structure

DAFTAR ISI

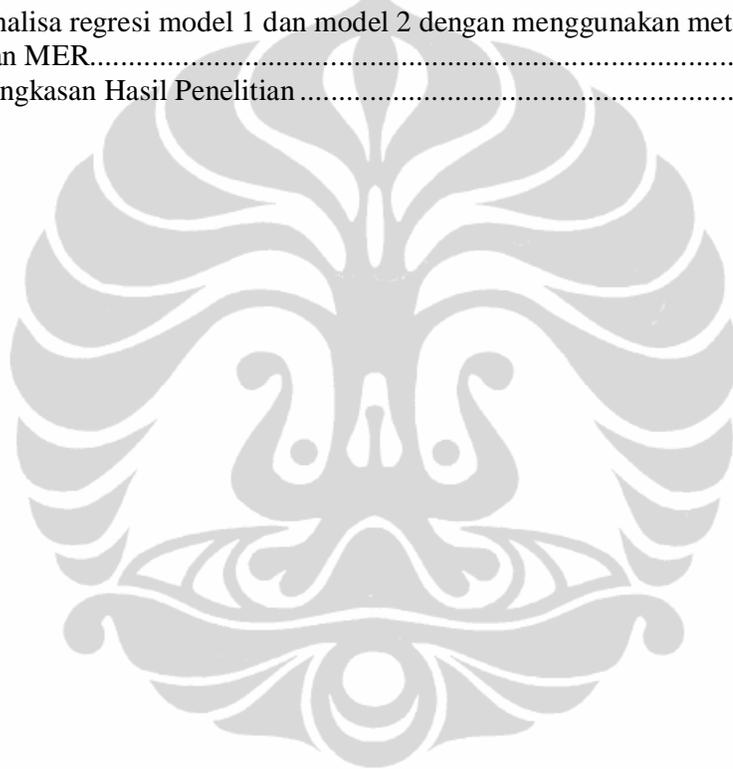
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	v
ABSTRAK	vi
ABSTRACT	vii
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR PERSAMAAN	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	6
1.3. Tujuan Penelitian	6
1.4. Manfaat Penelitian	7
1.5. Sistematika Penulisan	8
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	9
2.1. Nilai perusahaan	9
2.2. Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan	9
2.3. Pengaruh <i>expected growth</i> terhadap nilai perusahaan	10
2.4. Pengaruh <i>risk</i> terhadap nilai perusahaan	11
2.5. <i>Corporate Governance</i>	12
2.5.1. Pengertian <i>Corporate Governance</i>	12
2.5.2. Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap nilai perusahaan	13
2.6. Dewan Direksi dan Dewan Komisaris pada sistem <i>two-tier</i> dan <i>one-tier</i>	16
2.6.1. Dewan Direksi	16
2.6.2. Dewan Komisaris	16
2.7. Pengaruh struktur kepemilikan terhadap karakteristik dewan dan nilai perusahaan	19
2.7.1. Hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan	19
2.7.2. Hubungan karakteristik dewan terhadap nilai perusahaan	26
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN	29
3.1. Umum	29
3.2. Pengumpulan Sampel	30
3.3. Definisi Variabel dan Pengukurannya	30
3.3.1. <i>Price-to-Book Value</i> (PBV)	30
3.3.2. <i>Return on Equity</i> (ROE)	31
3.3.3. <i>Expected growth</i>	32
3.3.4. <i>Risk</i>	33
3.3.5. Variabel <i>Dummy</i> (Kepemilikan Perusahaan)	34
3.4. Model Empiris	35
3.5. Metode Analisis Data	36
3.5.1. Regresi Berganda dengan OLS (<i>Ordinary Least Square</i>)	36
3.5.2. Model Efek Random (MER)	40
3.5.3. Alur Analisis Data	41

BAB 4 PEMBAHASAN.....	43
4.1. Hasil Seleksi Sampel.....	43
4.2. Statistika Deskriptif.....	44
4.3. Analisis Korelasi.....	46
4.4. Analisis Heteroskedastisitas.....	52
4.5. Analisis multikolinearitas.....	53
4.6. Analisis Regresi.....	54
4.6.1. Regresi Model 1.....	54
4.6.2. Regresi Model 2.....	57
4.7. Kesimpulan Analisis Regresi.....	59
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN.....	62
5.1. Kesimpulan.....	62
5.2. Keterbatasan Penelitian.....	64
5.3. Saran.....	65



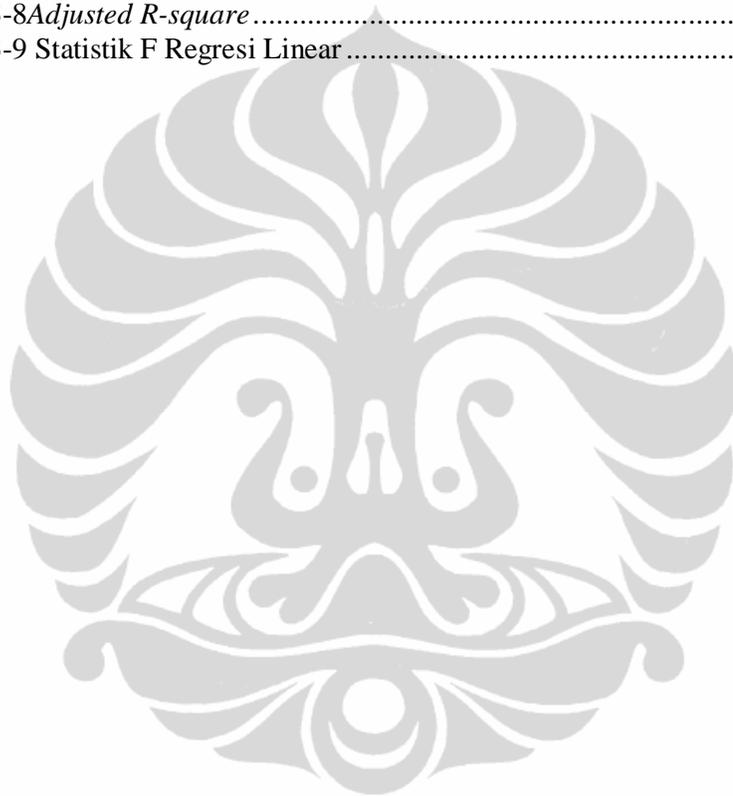
DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Rangkuman Hipotesis.....	28
Tabel 3.1 Tabel Pengkodean Konsentrasi Kepemilikan	36
Tabel 4.1 Tabel Pengumpulan Sampel Penelitian	44
Tabel 4.2 Statistika deskriptif sampel penelitian setelah dilakukan <i>winsorized</i> ...	44
Tabel 4.3 Korelasi pearson masing-masing variabel dalam penelitian.....	48
Tabel 4.4 Korelasi spearman masing-masing variabel dalam penelitian.....	50
Tabel 4.5 <i>White heteroscedasticity test</i> model 1	52
Tabel 4.6 <i>White heteroscedasticity test</i> model 2	52
Tabel 4.7 Tabel analisis multikolinearitas dari model 1 dan model 2	53
Tabel 4.8 Analisa regresi model 1 dan model 2 dengan menggunakan metode OLS dan MER.....	56
Tabel 4.9 Ringkasan Hasil Penelitian	61



DAFTAR PERSAMAAN

Persamaan 3-1 <i>Price-to-Book Value</i>	31
Persamaan 3-2 <i>Return on Equity (ROE)</i>	32
Persamaan 3-3 <i>Growth</i>	32
Persamaan 3-4 <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	33
Persamaan 3-5 Model Empiris 1	35
Persamaan 3-6 Model Empiris 2	35
Persamaan 3-7 Persamaan Umum Regresi Linear Berganda.....	38
Persamaan 3-8 <i>Adjusted R-square</i>	39
Persamaan 3-9 Statistik F Regresi Linear	39



DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1 Alur Penelitian.....	29
Gambar 3.2 Gambar Alur Analisis Data.....	42



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pasar modal merupakan tempat terjadinya penanaman modal (*capital*) dari suatu pihak (misal, investor) kepada pihak lainnya (misal, perusahaan). Penanaman modal ini dalam bentuk aset keuangan (contohnya, ekuitas dan utang) yang akan ditransformasikan oleh perusahaan menjadi asset riil. Demikian, pasar modal memegang peranan penting dalam memfasilitasi penyaluran sumber daya modal kepada pihak pengguna produktif dari modal tersebut. Namun, agar pasar dapat berpartisipasi secara efektif terhadap tujuan tadi, maka harus ada suatu level transparansi yang dapat diterima yang bisa membuat investor terinformasi dengan baik berkaitan dengan keputusan investasinya. Investor, dalam keputusan investasinya, akan melihat prospek terhadap suatu perusahaan tertentu. Jika tidak terjadi transparansi pada perusahaan terhadap prospek yang dimilikinya, publik akan keliru dan tertipu sehingga mekanisme yang diharapkan dari pasar modal tidak dapat berjalan dengan semestinya (Bodie *et al.*, 2009).

Nilai perusahaan merupakan cerminan dari kekayaan pemegang saham, yang digambarkan melalui *Price-to-Book Value* (PBV). PBV pula merupakan ceminan dari ekspektasi pasar terhadap performansi perusahaan di masa datang, karena jika perusahaan memiliki PBV yang tinggi artinya pasar mengapresiasi suatu perusahaan lebih bagus dibandingkan dengan perusahaan dengan PBV lebih rendah. Demikian, PBV sering dikaitkan dengan faktor *fundamental* perusahaan dalam menentukan nilai perusahaan, seperti *Discounted Cash Flow model* (DCF). Damodaran (2002) menyatakan bahwa DCF dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti, *expected growth*, *dividend payout ratio*, *Return on Equity* (ROE), dan *risk*. Oleh karena itu, penelitian ini akan memasukkan variabel *expected growth*, *Return on Equity* (ROE), dan *risk* sebagai variabel control.

Governance yang baik dalam perusahaan meningkatkan transparansi dan akuntabilitas perusahaan tersebut, sehingga *governance* yang baik dapat menjadi alat untuk melindungi investor. Negara dengan perekonomian yang

sudah maju seperti AS pun terkena dampak dari buruknya *governance* dari korporasi. Kasus seperti Enron, Worldcom, dan lain-lain yang menjadi pemicunya. Investor mengalami kerugian miliaran akibat kasus ini. *Sarbanes-Oxley Act* – membahas akuntansi perusahaan, tata kelola perusahaan, dan *internal control* – pun dibuat dan diimplementasikan dalam menanggapi buruknya *corporate governance*, terutama masalah transparansi dan akuntabilitas (Petra, 2005).

Prinsip-prinsip *corporate governance* yang dianut oleh OECD (*Organization for Economic and Co-operation Development*) sering dijadikan *benchmark* oleh negara lain. Prinsip yang dianut secara garis besar adalah (1) basis yang memungkinkan *corporate governance* dijalankan dengan efektif, (2) hak pemegang saham, (3) perlakuan yang sama kepada semua pemegang saham, (4) peran *stakeholder* dalam *corporate governance*, (5) *disclosure* dan *transparency*, dan (6) tanggung jawab dari *board of director* – dalam sistem *two-tier* dikenal sebagai Dewan Komisaris.

Berbagai penelitian sebelumnya mencoba mencari hubungan tata kelola perusahaan dengan nilai perusahaan, seperti Bhagat dan Black (1999); Brown dan Caylor (2006); Klapper dan Love (2004); Ibrahim dan Samad (2011). Mereka menemukan bahwa tata kelola perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Black (2001) menegaskan penemuan dari penelitian sebelumnya mengenai hubungan tadi dengan penelitiannya di Rusia. Black (2001) menyatakan bahwa investor mau membayar lebih untuk investasi yang terhadap suatu perusahaan sehingga pada studi ini ditemukan adanya hubungan positif dan signifikan antara tata kelola perusahaan dan nilai perusahaan.

Salah satu poin yang dilihat dalam menilai *governance* perusahaan adalah komposisi *board of director*. Ada beberapa penelitian yang mencoba mencari hubungan antara komposisi *board of director* ini dengan nilai perusahaan (Kirvogorsky, 2006; Lefort dan Urzua, 2008; Dalton, Ellstrand, dan Johnson, 1998; Yeh dan Woidtke, 2005). Lefort dan Urzua (2008) menyatakan adanya *independent board of director* mempengaruhi nilai perusahaan dengan menggunakan data perusahaan di Chile. Dalton *et al.* (1988) meneliti

mengenai CEO *duality* terhadap kinerja perusahaan di US, menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara CEO *duality* dengan kinerja perusahaan. Perlu diperhatikan bahwa Dalton *et al.* (1988) melakukan penelitian di negara yang menganut sistem *one-tier*. Taiwan memiliki struktur dewan *two-tier*. Yeh dan Woidtke (2005) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif bila struktur lebih banyak diisi oleh orang yang memiliki afiliasi dengan perusahaan. Dengan kata lain, *independent board* memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Krivogorsky (2006) menunjukkan bahwa komposisi dewan dan struktur kepemilikan berpengaruh pada profitabilitas perusahaan.

Selanjutnya, Brick dan Chidambaran (2010) mencoba mengaitkan fenomena diberlakukannya *Sarbanes-Oxley Act* pada tahun 2002 dengan aktivitas *monitoring board of director*. Mereka mengemukakan bahwa *board of director* mempengaruhi secara positif terhadap nilai perusahaan karena *board of director* membantu mengidentifikasi peluang investasi, yang akan menaikkan performansi di masa yang akan datang, daripada memfokuskan untuk meningkatkan performansi perusahaan dimasa sekarang. Brick dan Chidambaran (2010) mendasarkan argumen ini dari hubungan positif dari aktivitas *monitoring board of director* terhadap Tobin's Q, digunakan sebagai *proxy* nilai perusahaan, sedangkan dengan ROA (*Return on Asset*) tidak ditemukan hubungannya.

Dalam kaitannya dengan komposisi *board of director*, independensi *board of director* menjadi salah satu poin penilaian. Bahkan di Indonesia, pemerintah menetapkan regulasi adanya 30% komposisi *board of director* harus independen. Dahya dan McConnell (2005) menyatakan adanya lebih banyak *board of director* yang independen cenderung melakukan keputusan yang lebih baik. Namun, dengan adanya *independent board of director* menyebabkan biaya memonitor menjadi lebih tinggi karena akan menjadi lebih mahal untuk mengumpulkan dan mengkomunikasikan informasi yang relevan kepada *independent board of director* tadi (Raheja, 2005).

Selanjutnya, dalam korporasi sering muncul *agency problem*. Pemisahan antara pemilik perusahaan (*shareholder*) dengan pihak yang menjalankan perusahaan (manajemen) menimbulkan permasalahan tersebut. Mekanisme

yang sering dipakai untuk mengurangi *agency problem* adalah dengan memberikan *ownership* kepada manajemen. Pemberian *ownership* ini bertujuan agar manajemen dapat merasa lebih memiliki perusahaan sehingga tujuan mereka akan sama dengan pemilik perusahaan (*alignment*). Namun, jika kepemilikan manajemen ini terlalu berlebih, akan menimbulkan permasalahan lainnya (*managerial entrenchment*).

Ada dua pendapat yang bertentangan terhadap tingkat keefektifan terhadap *board of director*, yaitu *managerial hegemony* dan *agency theory*. Menurut *hegemony theory*, *board of director* dianggap tidak memiliki kapabilitas dalam menjalankan fungsinya dalam melindungi pemegang saham (Kosnik, 1987 dan Mace, 1986 dalam Abdullah, 2004). Demikian *board of director* dianggap sebagai formalitas dalam kedudukannya. Hal ini disebabkan CEO dalam proses pemilihan *board of director* mengambil orang-orang yang dianggap bisa berjalan bersama dengannya. Alasan lainnya, adanya kekurangan tenaga ahli (*talent*) yang baik untuk menjalankan fungsi *board of director*.

Sedangkan *agency theory* dalam sisi yang berlawanan, menyatakan bahwa fungsi monitoring lainnya dari *board of director* adalah untuk menghindari terjadinya *agency problem* tadi, karena *agency problem* yang bisa merugikan pemilik perusahaan (Fama dan Jensen, 1983). Demikian, jika *agency problem* terjadi, maka manajemen akan melakukan tindakan *value decreasing activity*, sehingga menyebabkan turunnya nilai perusahaan. *Outside director* dianggap dapat menjalankan fungsinya dengan lebih ketat dan memberikan pandangan *expertise* tentang bagaimana mengarahkan perusahaan karena mereka tidak memiliki afiliasi dengan manajemen (Fama dan Jensen, 1983).

Utama (2010) menyatakan bahwa pada penelitian sebelumnya menyatakan bahwa : 1) terdapat pengaruh komposisi dewan terhadap nilai perusahaan dan sebaliknya atau kausalitas (*i.e.* Hermalin dan Wisbach, 1988; Lefort dan Urzua, 2008; Rhoades, *et. al*, 2001) ; 2) terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur dewan (*i.e.*, Mak Li, 2001; Kim *et. al*, 2007); 3) terdapat pengaruh struktur kepemilikan dan struktur dewan terhadap nilai

perusahaan dimana pengaruhnya secara terpisah (*i.e.*; Krivogorsky, 2006) ; 3) terdapat hubungan efektifitas dewan dan nilai perusahaan untuk perusahaan yang dikarakteristikan oleh *concentrated ownership* (*i.e.*, Yeh dan Woidtke, 2005). Namun penelitian ini berdasarkan pada Negara US, Eropa¹, atau Malaysia yang merupakan negara dengan sistem *one-tier*. Walaupun Malaysia dan merupakan negara yang berdekatan dengan Indonesia, namun negara ini juga mengikuti sistem *one-tier* karena negara ini merupakan negara bekas jajahan Inggris, sehingga pengaruhnya masih kental.

Indonesia, di lain pihak, menganut sistem *two-tier*, dimana adanya pemisahan yang jelas antara *board of director* dengan CEO. Hal ini sangat memungkinkan terjadinya *agency problem*. Dengan demikian efektivitas dari *board of director* menjadi faktor kunci dalam fungsinya untuk *monitoring* yang berimplikasi pada naiknya nilai perusahaan. Namun demikian, sejauh ini, Sepengetahuan penulis hanya ada Prabowo dan Simpson (2011) dan Hermawan (2009). Prabowo dan Simpson (2011) melakukan penelitian dengan studi kasus di Indonesia mengenai kepemilikan keluarga dengan performansi perusahaan. Sedangkan Hermawan (2009) melakukan penelitian efektivitas dewan komisaris dan kepemilikan keluarga terhadap kandungan informasi laba. Lainnya, Handayani (2010) melakukan studi pengaruh efektivitas dewan komisaris, di Indonesia, terhadap nilai perusahaan, namun Handayani (2010) tidak membahas mengenai struktur kepemilikan. Studi ini bertujuan untuk mengetahui 1) bagaimana pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan; dan 2) bagaimana struktur kepemilikan tadi memoderasi efektivitas dewan komisaris, di Indonesia yang dikarakteristikan oleh *two-tier board structure*, dan nilai perusahaan. Struktur kepemilikan yang dimaksud diklasifikasikan menjadi 2, yakni konsentrasi kepemilikan (konsentrasi tinggi, medium, atau rendah) dan identitas pemilik (pemerintah, investor asing, investor institusional). Dengan adanya struktur kepemilikan yang berbeda ini, ada dugaan bahwa peranan pemegang saham pengendali dapat berpengaruh terhadap pelaksanaan tugas dekom dalam meningkatkan

¹Walaupun ada negara Eropa, seperti Jerman, yang menganut sistem *two-tier*, namun mayoritas menganut sistem *one-tier*

nilai perusahaan. Dengan demikian, sangat menarik untuk meneliti mengenai pengaruh kepemilikan terhadap efektivitas dewan komisaris dan nilai perusahaan di Indonesia dalam sistem *two-tier* yang dianut dan juga adanya *concentrated ownership*².

1.2. Perumusan Masalah

Penelitian sebelumnya mencoba untuk memecah beberapa subtopik yang berkaitan dengan *board of director*. Penelitian komprehensif mengenai efektivitas *board of director* pada sistem *two-tier* masih sangat jarang. Efektivitas secara komprehensif mengenai *board of director* yang dimaksud adalah menilai efektivitas dalam berbagai aspek berdasarkan kuesioner yang ada dari IICD (*Indonesian Institute for Corporate Directorship*). Selain itu, karena nilai perusahaan juga ditentukan oleh ROE, *expected growth*, dan *risk* (Damodaran, 2002), maka penelitian ini juga akan membahas mengenai pengaruh faktor-faktor ini terhadap nilai perusahaan.

Dengan demikian, permasalahan yang akan dibahas pada penelitian kali ini adalah:

1. Apakah terdapat hubungan antara efektivitas dewan komisaris terhadap nilai perusahaan, yang dicerminkan oleh PBV?
2. Apakah struktur kepemilikan, diidentifikasi oleh konsentrasi dan identitas pemilik, berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dicerminkan oleh PBV?
3. Apakah nilai perusahaan yang dicerminkan oleh PBV dipengaruhi faktor lainnya seperti ROE, *expected growth*, dan *risk*?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan untuk:

1. Mengetahui hubungan antara efektivitas dewan komisaris terhadap nilai perusahaan yang dicerminkan oleh PBV.

² Berdasarkan riset ADB (Asian Development Bank) oleh Nam (2004), Indonesia merupakan negara memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, atau banyak dipegang oleh beberapa kelompok keluarga (atau dengan kata lain tidak terdispersi seperti di negara-negara barat).

2. Mengetahui apakah struktur kepemilikan, diidentifikasi oleh konsentrasi dan identitas pemilik, berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dicerminkan oleh PBV.
3. Mengetahui pengaruh factor-faktor lain seperti ROE, *expected growth*, dan *risk* terhadap nilai perusahaan yang dicerminkan oleh PBV.

1.4. Manfaat Penelitian

Dewan merupakan salah satu komponen dalam *corporate governance*. Pada penelitian sebelumnya, yang membahas *corporate governance*, lebih banyak mengambil lingkup studi pada negara maju, dimana pada negara ini mayoritas memiliki sistem dewan *one-tier*. Penelitian ini memiliki manfaat:

1. Bagi literatur CG

Penelitian ini akan memberikan kontribusi pengetahuan kepada literatur *corporate governance* di lingkup negara berkembang, yakni Indonesia, yang memiliki sistem dewan *two-tier*. Penelitian, di Indonesia, yang sebelumnya sudah ada yang melihat Skor CG secara keseluruhan mengenai pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, seperti Handy (2008), namun ada anggapan bahwa ada komponen pembentuk skor CG yang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Gompers *et al.*, 2003; dan Brown dan Caylor, 2006). Dengan kata lain, hanya ada beberapa faktor saja dari skor CG yang mempengaruhi nilai perusahaan. Di luar negeri sudah banyak yang membahas mengenai dewan ini. Sepengetahuan penulis baru ada satu penelitian yang membahas mengenai dewan komisaris terhadap nilai perusahaan (Handayani, 2010) di Indonesia, namun penelitian ini tidak membahas mengenai struktur kepemilikan. Demikian, penelitian sekarang ini melihat sub komponen CG, yakni efektivitas dewan komisaris, terhadap pengaruhnya dengan nilai perusahaan dalam struktur kepemilikan tertentu, di lingkungan negara dengan sistem *two-tier*.

2. Bagi Regulator atau Pemerintah

Kontribusi lainnya, hasil penelitian ini dapat berimplikasi pada regulasi di pasar modal maupun pemerintah dalam peningkatan efektivitas dewan komisaris dan nilai saham perusahaan di pasar modal. Dengan motif untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka pemerintah dapat membuat regulasi tentang pengawasan dewan komisaris, sehingga peningkatan nilai perusahaan dapat maksimal.

1.5. Sistematika Penulisan

Penulisan karya akhir ini terdiri dari lima bab, dimana dalam tiap bab tersusun menjadi beberapa sub bab. Secara garis besar sistematika penulisan karya akhir ini adalah sebagai berikut:

Bab 1 : Pendahuluan

Menguraikan latar belakang, ruang lingkup masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan

Bab 2 : Tinjauan pustaka

Pembahasan teori dan penelitian-penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penulisan karya akhir ini baik penelitian yang telah dilakukan di luar negeri maupun yang di dalam negeri.

Bab 3 : Metodologi Penelitian

Pada bagian ini akan dibahas mengenai ruang lingkup penelitian, metode pengumpulan data dan sumber-sumber data, hipotesis penelitian serta model statistika yang digunakan.

Bab 4 : Pembahasan

Bab ini berisikan hasil olah data dan analisa hasil olah data

Bab 5 : Kesimpulan dan saran

Merupakan penutup dari karya akhir ini, berisi kesimpulan atas penelitian yang telah dilakukan, keterbatasan penelitian, dan saran perbaikan.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Nilai perusahaan

Harga saham merupakan cerminan dari ekspektasi investor di pasar. Secara fundamental, harga saham dicerminkan oleh *Present Value* (PV) dari ekspektasi *Future Cash Flow* (FCF) dari suatu perusahaan. Investor melakukan valuasi terhadap suatu perusahaan untuk mengetahui nilai intrinsik dari saham perusahaan tersebut. Valuasi nilai intrinsik saham tadi dipengaruhi oleh beberapa variabel yakni, laju pertumbuhan yang diharapkan (*expected growth*), *dividend payout ratio*, *return on equity* (ROE) – sebagai cerminan profitabilitas –, dan *risk* (Damodaran, 2002).

PBV (*Price-to-Book Value*) merupakan rasio harga pasar saham terhadap nilai bukunya (Jones, 2000). PBV sering dijadikan sebagai *proxy* nilai perusahaan. Kekayaan investor atau pemegang saham digambarkan oleh nilai perusahaan, yakni PBV. Nilai PBV lebih dari satu merupakan cerminan dari ekspektasi pasar terhadap performansi perusahaan dimasa yang akan datang (Rosenberg, 1985). PBV ini akan memiliki nilai yang tinggi jika perusahaan mampu mengoptimalkan sumber daya yang dimiliki dan peluang investasi yang ada. Selain itu Schall (1998) Demikian, pemegang saham akan memiliki kekayaan yang lebih besar pada saat nilai PBV lebih besar, dan sebaliknya.

2.2. Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

ROE merupakan rasio profitabilitas yang menunjukkan tingkat pengembalian yang akan diterima pemegang saham, dan karena salah satu tujuan perusahaan adalah memberi keuntungan bagi pemegang saham maka *return to equity* merupakan pengukuran kinerja keuangan perusahaan yang mendasar (Ross, Westerfield dan Jordan, 2003). Investor tentu sangat tertarik untuk melihat tingkat pengembalian yang diberikan perusahaan atas ekuitas yang dimilikinya. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki ROE yang baik akan meningkatkan nilai saham perusahaan tersebut di mata *investor*.

Kondisi ini menyebabkan harga saham naik di pasar modal (Jones, 2001 dalam Sugiharto, 2009).

Jusuf (2008) dalam Handayani (2010) mengatakan bahwa ROE merupakan rasio profitabilitas yang mengukur berapa besar pengembalian yang diperoleh pemilik bisnis tersebut. ROE merupakan indikator yang tepat untuk mengukur keberhasilan bisnis dalam memperkaya pemegang sahamnya. Investor tentu sangat tertarik untuk melihat tingkat pengembalian yang diberikan perusahaan atas ekuitas yang dimilikinya

H_1 : Terdapat hubungan yang positif antara profitabilitas dengan nilai perusahaan

2.3. Pengaruh *expected growth* terhadap nilai perusahaan

Expected growth yang tinggi yang dimiliki oleh perusahaan, mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek untuk memberikan arus kas di masa yang akan datang (*Future Cash Flow/FCF*) lebih tinggi. *Growth* yang tinggi akan berarti jika dibarengi dengan profitabilitas lebih besar dari *cost of equity*. Ketika investor melihat hal ini, tentunya, akan membuat valuasi terhadap suatu perusahaan menjadi semakin tinggi pula. Hal ini berarti investor akan bersedia membayar harga yang lebih tinggi untuk suatu saham perusahaan dengan harapan perusahaan yang sahamnya dibeli tadi mampu memberikan profitabilitas yang tinggi di masa yang akan datang.

Growth merupakan hasil dari ekspansi perusahaan dari hasil investasinya, seperti *capital expenditure*, *R&D*, atau *advertising* (Himmelberg, Hubbard, dan Palia, 1999). Perusahaan melakukan hal tersebut karena mereka percaya bahwa di masa yang akan datang akan ada pasar yang menginginkan produk atau jasa yang mereka tawarkan. Dengan kata lain, aktivitas tadi dilakukan untuk mengantisipasi (menangkap peluang) di masa yang akan datang. Jika aktivitas investasi ini berhasil, maka perusahaan akan mengalami *growth* yang tinggi.

Growth merupakan cerminan bagaimana prospektifnya suatu bisnis. Dengan memiliki *growth* yang tinggi, perusahaan dianggap

bisa menghasilkan *FutureCash Flow* (FCF) yang tinggi di masa yang akan datang. Lebih jauh, jika investor mempercayai bahwa suatu perusahaan memiliki *growth* yang lebih tinggi, maka mereka akan menilai suatu perusahaan tersebut lebih tinggi (Bodie *et al.*, 2008). Dengan kata lain, jika perusahaan memiliki *growth* yang tinggi, *ceteris paribus*, maka perusahaan tadi akan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi.

H₂: Terdapat pengaruh positif antara *growth* dengan nilai perusahaan

2.4. Pengaruh *risk* terhadap nilai perusahaan

Teori ekonomi klasik mengatakan bahwa sumber daya yang ada mempunyai sifat kelangkaan atau terbatas. Sumber daya ini termasuk sumber daya modal. Bidang ilmu investasi mengenal adanya peluang investasi bebas risiko (*risk free investment*) dan peluang investasi yang mengandung risiko (*risky investment*). *Risk-free investment* memiliki imbal hasil yang lebih rendah dibandingkan dengan *risky investment* (Bodie *et al.*, 2008). Hal ini sangat masuk akal dan sejalan dengan teori kelangkaan sumber daya karena investor mau berinvestasi kepada *risky asset* ketika imbal hasil yang diperoleh lebih tinggi dibandingkan dengan *risk-free investment*. Jika suatu *risky-investment* memberikan imbal hasil yang sama dengan *risky investment* maka *risky investment* tadi dianggap tidak menarik bagi investor.

Metode *Discounted Cash Flow* (DCF) dalam valuasi nilai perusahaan mempertimbangkan risiko sebagai salah satu parameter input. Risiko suatu perusahaan ini tercermin dari Beta (β) yang dimilikinya. Semakin tinggi Beta, maka semakin tinggi pula risiko yang dimiliki perusahaan. Dengan meningkatnya risiko ini, perusahaan akan memiliki *cost of equity* yang semakin tinggi. *Cost of equity* merupakan komponen diskonto yang digunakan untuk mencari nilai *Present Value* (PV) dari arus kas masa yang akan datang (*Future Cash Flow*), sehingga *risk* menurunkan valuasi saham perusahaan (nilai intrinsik saham). Nilai intrinsik ini merupakan nilai yang mendasari terbentuknya harga suatu

saham. Menurunnya harga suatu saham berarti menurunkan nilai perusahaan, atau PBV saham tersebut.

Hal ini pun dikonfirmasi dalam pembuktian empiris oleh Shin dan Stulz (2000) yang menyatakan bahwa risiko yang dimiliki oleh suatu perusahaan memiliki hubungan yang negatif terhadap nilai perusahaan, dengan menggunakan Tobin's Q.

H₃: Terdapat pengaruh negatif antara *risk* dengan nilai perusahaan

2.5. Corporate Governance

Corporate governance (CG) pada awalnya tidak dipertimbangkan sebagai suatu yang penting dalam perusahaan. Seiring dengan munculnya kasus-kasus dalam dunia bisnis, baik lembaga keuangan maupun non-lembaga keuangan, para pelaku bisnis, investor, regulator, maupun peneliti mulai memberikan perhatian khusus terhadap hal ini. Kasus krisis ekonomi di Asia tahun 1997, kasus *collapse*-nya Enron, Worldcom, dan lain-lain yang juga berakibat ditutupnya akuntan public Arthur Anderson sehingga menghasilkan keluarnya *Sarbanes-Oxley Act* tahun 2002 merupakan wujud dari kurang baiknya CG dalam perusahaan.

2.5.1. Pengertian *Corporate Governance*

Good corporate governance (GCG) secara umum adalah sistem dan struktur yang baik untuk mengelola perusahaan dengan tujuan meningkatkan nilai pemegang saham serta mengakomodasi berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan (*stakeholders*) seperti kreditor, pemasok, asosiasi bisnis, konsumen, pekerja, pemerintah dan masyarakat luas (Utama dan Afriani, 2005). Dalam perumusan *corporate governance* (tata kelola perusahaan) banyak negara, termasuk Indonesia, yang mengacu kepada prinsip yang dibuat oleh OECD (*Organization for Economic and Co-operation Development*). OECD mengungkapkan *corporate governance* 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.

OECD sebagai organisasi yang membuat perumusan prinsip dan asas CG ini membuat tidak terlalu mengikat, yang memiliki arti bahwa CG di OECD bukan hanya bisa diterapkan di suatu negara secara spesifik. Hal ini dijelaskan pada *Using OECD Principle of Corporate Governance* tahun 2004, yang menyatakan dan sangat mendorong agar prinsip-prinsip ini dapat dijadikan acuan kepada pemerintah ataupun regulator dalam merumuskan regulasi CG di negaranya. Dengan kata lain, prinsip dan asas CG oleh OECD telah dibuat fleksibel sehingga negara manapun dapat menggunakannya walaupun nantinya akan ada penyesuaian pada prinsip yang akan diberlakukan di suatu negara.

2.5.2. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan

Beberapa kasus telah menunjukkan pentingnya CG dalam perusahaan sehingga byk penelitian sebelumnya meneliti pengaruhnya pada nilai perusahaan, karena survey Mckinsey (2004) menunjukkan pemegang saham mau bayar lebih mahal utk persh yang menerapkan GCG. Black (2001); Klapper dan Love (2004); Brown dan Caylor (2006); Durnev dan Kim (2006); Handy (2008); Ibrahim dan Samad (2011) merupakan penelitian yang mencari hubungan tadi. Mereka menyatakan bahwa CG memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun, Brown dan Caylor (2006) menemukan bahwa ada beberapa komponen pembentuk CG tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan nilai perusahaan.

Black (2001) meneliti hubungan antara CG dan nilai pasar dari 21 perusahaan di Rusia. Dia mengatakan bahwa CG mempengaruhi

kuat dan signifikan terhadap nilai perusahaan. *Score* CG yang digunakan dibuat oleh sebuah *investment bank* di Rusia. *Score* tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki CG yang buruk. Dengan kata lain *score* 51 yang didapatkan oleh perusahaan mengindikasikan CG perusahaan tersebut lebih buruk dibandingkan jika perusahaan mendapatkan *score* 7. Kemudian, Black (2001) menyimpulkan bahwa perubahan *score* CG perusahaan dari 51 ke 7 akan meningkatkan nilai perusahaan 700 kali lipat. Black (2001) menyadari kekurangan penelitiannya karena jumlah sampel yang kecil, namun dirinya yakin, bahwa di negara yang memiliki penegakkan hukum yang lemah seperti Rusia, investor akan menilai perusahaan lebih tinggi atas baiknya praktik CG di perusahaan tersebut.

Selanjutnya, Klapper dan Love (2004) melakukan studi meta-analisis dengan membandingkan praktek CG di level perusahaan pada 14 negara *emerging market*. Klapper dan Love (2004) menemukan adanya variasi yang sangat lebar pada praktek CG di level perusahaan, yang artinya, ada perusahaan yang memiliki CG yang baik di negara yang penegakkan hukumnya masih lemah, dan sebaliknya ada perusahaan yang memiliki CG buruk pada negara yang penegakkan hukumnya kuat. Penelitiannya menemukan bahwa praktik CG yang baik berkorelasi kuat dengan makin baiknya *operating performance* dan penilaian pasar (nilai perusahaan). Selain itu, Klapper Love (2004) juga menyatakan CG yang baik memiliki arti yang lebih penting di negara yang memiliki penegakkan hukum yang lemah, sejalan dengan penemuan dari penelitian Black (2001).

Brown dan Caylor (2006) mencoba meneliti pengaruh CG terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan data *Institutional Shareholder Services* (ISS) untuk menspesifikasikan *governance index* yang mereka sebut sebagai Gov-Score. Gov-Score ini terdiri dari komponen internal dan eksternal. Mereka menyatakan bahwa

Gov-Score yang mereka buat ini memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun dalam beberapa aspek yang dimasukkan kedalam Gov-Score, ada yang tidak memiliki kaitannya dengan nilai perusahaan. Aspek tersebut adalah aspek yang berkaitan dengan akuntansi dan kebijakan publik.

Selain itu Ibrahim dan Samad (2011), di Malaysia, dan Handy (2008), di Indonesia, meneliti hubungan CG dengan nilai perusahaan. Mereka menemukan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi positif oleh praktek CG.

Secara umum CG memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan, berdasarkan penelitian-penelitian yang telah dijelaskan. Hal ini disebabkan karena CG dapat mengatasi *asymmetric information* antara investor di luar perusahaan dan manajemen di dalam perusahaan. Dengan kata lain, CG yang baik merupakan *signaling* terhadap kondisi perusahaan. Selain itu, praktek CG yang baik berarti mempunyai perlindungan terhadap investor yang baik pula, karena merupakan salah satu aspek dalam *framework* dan prinsip-prinsip yang diformulasikan oleh OECD tahun 2004. menurut Survey Mckinsey (2000) menyatakan bahwa investor mau membayar premium dalam membeli saham suatu perusahaan yang menerapkan praktek CG yang baik. Fakta ini sangat masuk akal, terlebih lagi untuk negara-negara berkembang yang sering kali memiliki *law enforcement* yang masih relatif lemah dibandingkan negara maju.

Salah satu komponen CG adalah dewan komisaris dan dewan direksi. Penelitian yang telah dijelaskan mendasarkan kualitas CG berdasarkan skor CG yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Studi ini bermaksud untuk meneliti lebih lanjut seberapa jauh pengaruh efektivitas dewan komisaris, sebagai salah satu komponen CG tadi, terhadap nilai perusahaan. Demikian, pada bagian selanjutnya akan dijelaskan mengenai pengertian, fungsi, tanggung jawab, dan perbedaan dewan komisaris pada sistem *two-tier* dengan sistem

one-tier. Kemudian juga akan dijelaskan, berdasarkan penelitian terdahulu mengenai efektivitas dewan komisaris dengan nilai perusahaan, dan bagaimana struktur kepemilikan memoderasi efektivitas dewan komisaris yang berdampak pada nilai perusahaan.

2.6. Dewan Direksi dan Dewan Komisaris pada sistem *two-tier* dan *one-tier*

Indonesia menganut struktur organisasi *two-tier* dalam perusahaan. Sistem *two-tier* ini juga dianut oleh negara seperti Jerman dan Jepang. Dilihat dari namanya, makna sistem *two-tier* ini berarti dalam struktur keorganisasiannya ada 2 buah organ pada kepemimpinan puncak. Organ tersebut adalah dewan direksi dan dewan komisaris.

2.6.1. Dewan Direksi

Berdasarkan IICG (2004), dewan direksi memiliki peran sebagai organ yang menjalankan fungsi pengelolaan perusahaan dengan tujuan menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham dan pihak-pihak yang berkepentingan.

Menurut Nadapdap (2009), dewan direksi adalah perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan Perseroan untuk kepentingan Perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan Perseroan, serta mewakili Perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar.

Sangat jelas dari dua pengertian diatas bahwa dewan direksi merupakan suatu badan eksekutif atas operasional perusahaan dan bertanggung jawab terhadapnya.

2.6.2. Dewan Komisaris

Dewan Komisaris merupakan kepanjangan tangan dari pemegang saham. Dewan Komisaris mempunyai fungsi untuk mengawasi dan memonitor pihak manajemen, dibawah

kepemimpinan dewan direksi, agar bekerja sesuai dengan aturan dan tujuan perusahaan. Berdasarkan IICG (2004) peran dari dewan komisaris dalam penciptaan tata kelola perusahaan yang baik adalah sebagai organ yang menjalankan fungsi pengawasan terhadap direksi dalam perusahaan yang tercermin dari sistem rekrutmen dan seleksi, pemantauan kinerja, dan balas jasa.

Berdasarkan Undang-Undang Nomor 40 tahun 2007 mengenai Perseroan Terbatas (UU PT), dewan komisaris bertugas melakukan pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai Perseroan maupun usaha Perseroan, dan member nasihat kepada direksi.

Alijoyo dan Zaini (2004) dalam Nadapdap (2009) menyatakan bahwa dalam melaksanakan tugasnya, komisaris dalam perseroan terbatas harus tunduk pada beberapa prinsip yudiris menurut ketentuan UU PT. Prinsip-Prinsip tersebut adalah:

- a. Komisaris merupakan badan pengawas
Komisaris dimaksudkan sebagai badan pengawas (badan supervisi). Selain mengawasi tindakan direksi, komisaris juga mengawasi perseroan secara umum.
- b. Komisaris merupakan badan independen
Komisaris tidak tunduk kepada kekuasaan siapapun dan komisaris melaksanakan tugasnya semata-mata untuk kepentingan perseroan.
- c. Komisaris tidak mempunyai otoritas manajemen (*non executive authority*)
Meskipun komisaris merupakan pengambil keputusan, tetapi pada prinsipnya komisaris tidak memiliki otoritas manajemen. Pihak yang memiliki tugas manajemen eksekutif hanyalah direksi.
- d. Komisaris tidak bisa memberikan instruksi mengikat kepada direksi

Walaupun tugas utama komisaris adalah untuk melakukan pengawasan terhadap pelaksanaan tugas-tugas direksi, tetapi komisaris tidak berwenang untuk memberikan instruksi-instruksi langsung kepada direksi. Hal ini dikarenakan jika kewenangan ini diberikan kepada komisaris, maka posisinya akan berubah dari badan pengawasan menjadi badan eksekutif. Sehingga dalam hal ini fungsi pengawasan komisaris dilakukan melalui jalan sebagai berikut:

- Menyetujui tindakan-tindakan tertentu yang diambil oleh direksi.
 - Memberhentikan direksi untuk sementara.
 - Memberi nasehat kepada direksi, baik diminta ataupun tidak, dalam rangka pelaksanaan pengawasan.
- e. Komisaris tidak dapat diperintah oleh RUPS

Sebagai konsekuensi dari kedudukan komisaris yang independen, maka komisaris tidak dapat diperintah oleh RUPS. Meski diketahui bahwa RUPS memiliki kekuasaan yang tidak diberikan kepada direksi dan komisaris dalam suatu perseroan, yakni RUPS dapat memberhentikan komisaris dengan atau tanpa menunjukkan alasan pemberhentiannya.

Selanjutnya, negara seperti Amerika Serikat (AS) dan Inggris menganut sistem *one-tier*. Sistem ini memiliki perbedaan dengan sistem *two-tier* yang dianut oleh Indonesia. Dalam sistem *two-tier*, operasional perusahaan dijalankan oleh manajemen dibawah kepemimpinan *Chief Executive Officer* (CEO). Organ perusahaan yang mengawasi kinerja manajemen adalah *board of director* yang diketuai oleh *chairman*.

Lebih jauh, sistem *two-tier* dan *one-tier* sekilas terlihat memiliki persamaan, yakni adanya dua organ dalam perusahaan, organ pelaksana (manajemen) dan organ pengawas. Namun pada dasarnya, kedua sistem

ini memiliki perbedaan yang cukup mendasar. Pada sistem *one-tier*, CEO yang merupakan pelaksana dapat menjadi anggota dalam *board of director* bahkan menjadi *chairman*. Jika seperti ini akan terjadi kerancuan dalam proses pemantauan kinerja. Hal ini berbeda dengan sistem *two-tier*. Pada sistem ini wewenang antara dewan direksi dan dewan komisaris sangat jelas. Demikian karena, dewan direksi dan dewan komisaris tidak boleh diisi oleh orang yang sama. Harapannya, *conflict of interest* dalam perusahaan bisa diminimalisasi.

2.7. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Karakteristik Dewan dan Nilai Perusahaan

Pada prinsip CG disebutkan bahwa *board of director* merupakan salah satu unsurnya. Seperti yang telah dijelaskan pada bagian 2.4 fungsi *board of director* – atau dewan komisaris, pada sistem *two-tier* – memegang peranan dalam mengawasi jalannya perusahaan atau dengan kata lain menjadi kepanjangan tangan dari pemegang saham. Demikian, performansi atau nilai perusahaan, secara intuitif, dipengaruhi oleh keberadaan dewan ini. Namun keberadaan dewan ini pun, ada kemungkinan, dipengaruhi oleh struktur kepemilikan.

Pada bagian ini akan menjelaskan mengenai hubungan antara: (1) struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan, (2) karakteristik dewan terhadap nilai perusahaan.

2.7.1. Hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan

Struktur kepemilikan di kebanyakan negara dikuasai oleh beberapa pihak saja. Dengan kata lain, kebanyakan negara memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi (La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer, 1999). Terkonsentrasinya kepemilikan ini terjadi bahkan terjadi di negara maju, seperti Jerman, Jepang. Di negara berkembang konsentrasi kepemilikan perusahaan menunjukkan angka yang tinggi. Konsentrasi kepemilikan yang tinggi di negara berkembang diduga sebagai mekanisme

perlindungan investor terhadap lemahnya penegakkan hukum di negara berkembang ini. Mekanisme perlindungan yang dimaksud adalah jika seorang/grup/institusi tertentu memiliki dominasi pada suatu perusahaan maka kendali perusahaan tersebut akan dimiliki. Investor ini tentunya akan memiliki insentif untuk mengawasi manajemen, mengingat mereka telah menginvestasikan uang mereka dalam jumlah yang sangat besar (La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer, 1999) sehingga dapat dipastikan manajemen akan bekerja atas dasar kepentingan pemegang saham.

Untuk menjalankan fungsi pengawasan ada biaya. Biaya ini akan dikeluarkan oleh pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*). Di sisi lainnya, *minority shareholder* cenderung bertindak sebagai *free-rider* dalam aktivitas pengawasan manajemen ini. Hal inilah yang menjadi penyebab terciptanya *entrenchment effect* antara *controlling shareholder* dan *minority shareholder*, menghasilkan tindakan ekspropriasi kekayaan *minority shareholder* oleh *controlling shareholder* (La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer, 1999; Yeh dan Woidtke, 2005).

Penerapan praktik CG yang baik sebenarnya bisa terealisasi jika *controlling shareholder* menginginkannya. Hal ini mengindikasikan bahwa struktur kepemilikan tidak memiliki hubungan yang jelas dengan terciptanya praktik CG yang baik, tetapi praktik CG yang baik bergantung pada motif investor pada suatu perusahaan. Struktur dewan independen bisa mengurangi adanya *entrenchment effect*. Selain itu, struktur dewan merupakan indikator terhadap keinginan *controlling shareholder* untuk menerapkan praktek CG yang baik (Yeh dan Woidtke, 2005).

Selanjutnya, Durnev dan Kim (2006) menyatakan bahwa pada negara yang memiliki *law enforcement* rendah memiliki kecenderungan adanya kepemilikan yang terkonsentrasi (*concentrated ownership*). Investor merasa tidak bisa berharap perlindungan dari regulator dan badan penegakkan hukum di suatu

Negara, menjadikan investor berusaha untuk meningkatkan *internal corporate governance* dengan kendali dominan di perusahaan tersebut. Alasan perusahaan dengan *concentrated ownership* cenderung menerapkan CG yang baik, karena pemegang saham pengendali tadi sudah menamakan modal yang relatif banyak dan menginginkan *return* yang sesuai dengan investasinya tadi. Demikian, CG merupakan solusi untuk permasalahan *agency problem*, baik itu *principal-agent* maupun *majority-minority shareholder problem* sehingga manajemen maupun *controlling shareholder* akan selalu melakukan aktivitas untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Lebih jauh, berdasarkan penelitian Morck *et al.* (1989) dan Hermalin Weisbach (1991) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang *non-monotonic*, berbentuk U terbalik (*inverted U shape*) antara konsentrasi kepemilikan dengan performansi perusahaan. Jika kepemilikan manajerial memiliki porsi tinggi, cenderung akan menurunkan nilai perusahaan.

Alignment effect terjadi ketika manajemen dalam mengelola perusahaan memiliki *interest* yang sama dengan pemegang saham yakni memaksimalkan nilai perusahaan. *Entrenchment effect* terjadi ketika manajemen cenderung bertindak untuk menguntungkan dirinya sendiri, menjadikan manajemen melakukan *value decreasing activity*. Efek tersebut merupakan permasalahan keagenan tipe I, yakni *principal-agent*. Permasalahan ini pada dasarnya dapat diminimalisir melalui kepemilikan yang dominan terhadap suatu perusahaan, sehingga pemegang saham dapat lebih memaksa manajemen untuk menjalankan perusahaan dengan CG yang baik dan bertindak atas dasar kepentingan pemegang saham. Namun, ketika konsentrasi kepemilikan terlalu tinggi pada salah satu institusi/individu/keluarga tertentu akan menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*) tipe II, yakni *controlling-minority shareholder* (Afriani, 2005). Dengan adanya kepemilikan terlalu

tinggi, *controlling shareholder* berpotensi untuk melakukan tindakan ekspropriasi terhadap kekayaan *minority shareholder*, sebagai akibat adanya keengganan untuk melakukan pengawasan oleh *minority shareholder*. Jika *agency problem* tipe II ini terjadi, *value decreasing activity* akan tercipta dan hanya akan menguntungkan salah satu pihak saja, yakni *controlling shareholder*.

Demikian penelitian ini mencoba untuk mengidentifikasi dari pengaruh adanya *concentrated ownership*, apakah kepemilikan terkonsentrasi tinggi akan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi pula sebagai akibat dari terlaksananya proses pengawasan dimana *minority shareholder* cenderung enggan untuk melakukannya. Hipotesis berikutnya adalah

H_{4,a}: Pada kondisi adanya *alignment effect*, kepemilikan konsentrasi tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan

H_{4,b}: Pada kondisi adanya *entrenchment effect*, konsentrasi kepemilikan tinggi akan menurunkan nilai perusahaan

Cornett *et al.* (2007) meneliti mengenai hubungan investor institusional dengan nilai perusahaan di US.. Lebih lanjut, Cornett *et al.* (2007) menggunakan 2 *proxy* untuk investor institusional dengan persentase kepemilikan (*percentage ownership*) dan jumlah investor institusional dalam kepemilikannya di sebuah perusahaan (*number of institutional investor*).

Bank, perusahaan investasi, asuransi, *holding company*, dll bisa diklasifikasikan sebagai investor institusional (Cornett *et al.*, 2007). Investor institusional *concern* yang lebih terhadap *return* yang akan didapatkan dari investasi yang telah dilakukan kepada suatu perusahaan tertentu. Investor institusional ini memilih dan melakukan *screening* terhadap pilihan industri dan perusahaan yang

akan menjadi target investasi mereka, agar mereka mampu mendapatkan *return* yang diharapkan.

Perusahaan target investasi terkadang memiliki performansi yang buruk pada saat sebelum diakuisisi. Salah satu alasan bahwa perusahaan target memiliki pengelolaan yang buruk karena perusahaan ini tidak menerapkan praktik CG yang baik. Investor institusional memiliki *expertise* dalam CG dan dalam hal manajerial (Cornett *et al.*, 2007). Masuknya investor institusional diharapkan akan member pengaruh yang positif terhadap praktik CG karena mereka memiliki kecenderungan untuk memasang komisaris dari pihak mereka dan mengganti komisaris *existing* dan manajemen puncak yang performansinya kurang baik, sehingga investor institusional ini secara keseluruhan akan memberikan dampak positif terhadap *operating cash flow return*. Dewan komisaris yang berasal dari bank atau perusahaan investasi³ dapat mengurangi efek dari *agency problem* antara *controlling shareholder* dan *minority shareholder* (Booth dan Deli, 1999 dalam Erickson *et al.*, 2005). Faktor lainnya untuk mengurangi *agency problem* ini adalah keberadaan dewan komisaris independen (*outside commissioner*) (Erickson *et al.*, 2005). Demikian, diharapkan bahwa investor institusional akan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan identitas kepemilikan lainnya.

Elyasiani dan Jia (2009) menyatakan bahwa kepemilikan institusional akan menghasilkan performansi perusahaan yang lebih tinggi. Namun perusahaan akan mendapatkan efek yang baik ini jika dari sisi investor terlihat adanya keseriusan terhadap perusahaan. Keseriusan ini dilihat dari jangka waktu modal yang ditanamkan kepada suatu perusahaan oleh investor institusi ini. Hal ini disebabkan, investor institusional ini akan berusaha mendesak

³Dewan komisaris yang merupakan orang bank atau perusahaan investasi memiliki kecenderungan bahwa mereka punya *expertise* dalam hal keuangan.

manajemen untuk menjalankan CG yang lebih baik. Disamping itu, manajemen akan berusaha untuk memikirkan investasi jangka panjang bagi perusahaan, sehingga perusahaan akan memiliki performansi yang *sustainable* – tidak hanya memikirkan performansi jangka pendek.

Maug (1998) juga mengkonfirmasi pendapat diatas, yakni kepemilikan investor institusional menghasilkan nilai perusahaan yang lebih tinggi. Terlebih lagi jika presentase kepemilikan atas suatu perusahaan relatif tinggi, sehingga saham yang dipegangnya menjadi kurang likuid, membuat investor institusional harus serius dalam mengawasi kinerja perusahaan agar mendapatkan imbal hasil yang baik sesuai dengan yang diharapkan.

H₅ : Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang dominan cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan tipe kepemilikan lainnya.

Ang dan Ding (2006), melakukan studi di Singapura, menyatakan bahwa perusahaan milik negara (BUMN) mengambil sumber daya manusia terbaik untuk mengisi posisi manajemen, sampai-sampai pihak swasta merasa kekurangan *talent*. Mereka mengatakan bahwa di Singapura BUMN memiliki nilai pasar, dan performansi yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan non-BUMN atau non-afiliasi BUMN. Pemerintah Singapura menjalankan BUMN dan afiliasinya dengan profesionalisme, sehingga selalu menghasilkan *value* dalam bisnisnya dan juga efisiensi dalam proses operasinya.

Ng, Yuce, dan Chen (2009) menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan pemerintah bisa meningkatkan nilai perusahaan. Pada sekarang ini, banyak BUMN Cina yang sudah di privatisasi. Menurut Ng, Yuce dan Chen (2009) pemerintah Cina sekarang sudah lebih memilih perusahaan mana yang *profitable* dan

perusahaan mana yang tidak, sehingga jika dilakukan tes terhadap BUMN Cina terhadap nilai pasarnya akan menunjukkan hubungan yang positif.

Studi di Indonesia, Handy (2008) menyatakan bahwa adanya hubungan yang positif antara kepemilikan pemerintah dengan praktik CG perusahaan. Pemerintah Indonesia berusaha untuk meningkatkan praktik CG pada BUMN. Hal ini terlihat dari dikeluarkannya Keputusan Menteri Negara BUMN KEP-117/M-MBU/2002. Penerapan CG ini merupakan upaya pemerintah untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan dan mendorong pengelolaannya menjadi lebih efisien, transparan, akuntabel, dan bertanggung jawab (Suprayitno *et al.*, 2005 dalam Handy, 2008).

Demikian, hipotesis ketiga pada penelitian ini adalah

H₆ : Perusahaan dengan kepemilikan pemerintah yang dominan cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan tipe kepemilikan lainnya

Menurut Khanna dan Palepu (2000), pada *emerging market* memiliki karakteristik seperti kurangnya lembaga *intermediary*, sehingga menyebabkan input yang dibutuhkan untuk berjalannya perusahaan, seperti keuangan, teknologi, *talent*. Investor asing ini, yang notabene berasal dari negara maju, dalam *group* usahanya memiliki standar operasional dan praktek CG yang diterapkan pada seluruh unit usahanya di luar negeri. Hal ini menjadikan perusahaan asing cenderung mudah untuk menekan untuk dewan dan manajemen dan bahkan untuk mengganti anggota dewan yang memiliki performansi kurang baik, sehingga kepemilikan asing akan dapat memberikan dampak positif bagi perusahaan. Demikian, pemilik asing memiliki akses yang baik terhadap input tadi untuk melakukan transfer kepada perusahaan sehingga perusahaan akan mendapatkan dampak yang positif terhadap kepemilikan asing tadi.

Selanjutnya, perusahaan akan berusaha menerapkan praktek CG yang baik ketika memiliki kesempatan bertumbuh yang bagus. Jika pendanaan dari dalam negeri tidak mampu untuk menyediakannya, maka perusahaan tersebut berusaha untuk mencari pendanaan luar negeri, yakni dengan mencari investor asing yang berminat (Kim *et al.*, 2010). Praktek CG yang baik akan menyebabkan investor percaya untuk menanamkan uangnya kepada perusahaan. Kemudian, peluang bertumbuh, yakni dengan merealisasikan peluang-peluang investasi yang tersedia, akan bisa terwujud dan berujung kepada meningkatnya nilai perusahaan. Selain itu, kecenderungan investor asing memiliki keahlian dalam manajemen, yakni dapat menerapkan praktek CG yang baik, dan *network* yang luas. Hal ini bisa berdampak positif terhadap kinerja nilai perusahaan.

H₇ : Perusahaan dengan kepemilikan asing yang dominan cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan tipe kepemilikan lainnya.

2.7.2. Hubungan Karakteristik Dewan terhadap Nilai Perusahaan

Pada bagian sebelumnya sudah dijelaskan mengenai fungsi dewan komisaris dan dewan direksi. Demikian, dapat diduga bahwa kinerja atau nilai perusahaan dipengaruhi mengenai karakteristik dewan ini. Ada beberapa penelitian yang mencoba mencari hubungan antara karakteristik dewan dan nilai perusahaan, seperti Brick dan Chidambaram (2010), Lefort dan Urzua (2008), Yeh dan Woidtke (2005), Vafeas (1999), Kirvogorsky (2006), dan Dahya dan McConnel (2005).

Karakteristik dewan diidentifikasi dengan komposisi dewan atau jumlah pertemuan dewan. Komposisi dewan mengidentifikasi mengenai proporsi independensi dewan atau afiliasi dewan dengan pemegang saham. Hal lainnya, jumlah pertemuan dewan digunakan

sebagai *proxy* terhadap tingkat efektivitas dewan dalam melakukan pengawasan kinerja perusahaan.

Lefort dan Urzua (2008), Kirvogorsky (2006), Yeh dan Woidtke (2005), dan Dahya dan McConnel (2005), merupakan penelitian yang membahas hubungan antara komposisi dewan dengan nilai perusahaan. Komposisi dewan ini mengidentifikasi independensi dewan. Independen disini adalah dewan yang tidak memiliki (1) afiliasi dengan perusahaan atau (2) afiliasi dengan pemegang saham. Dengan adanya independensi ini diharapkan adanya penilaian atau pengawasan yang netral dan obyektif pada perusahaan. Ternyata, mereka menemukan bahwa proporsi independensi dewan memiliki hubungan yang positif dengan nilai perusahaan.

Di sisi lainnya, Brick dan Chidambaran (2010) meneliti mengenai aktivitas pengawasan dewan (dengan *proxy* jumlah pertemuan dewan) dengan nilai dan performansi perusahaan. Brick dan Chidambaran (2010) mengontrol variabel jumlah pertemuan dengan mengidentifikasi peluang investasi perusahaan – seperti akan diadakannya aktivitas *merger* atau akuisisi. Dengan desain seperti ini Brick dan Chidambaran (2010) menemukan bahwa dewan mempengaruhi secara positif terhadap nilai perusahaan karena dewan membantu mengidentifikasi peluang investasi, yang akan menaikkan performansi di masa yang akan datang, daripada memfokuskan untuk meningkatkan performansi perusahaan dimasa sekarang. Brick dan Chidambaran (2010) mendasarkan argumen ini dari hubungan positif dari aktivitas pengawasan dewan terhadap Tobin's Q, digunakan sebagai *proxy* nilai perusahaan, sedangkan dengan ROA (*Return on Asset*) tidak ditemukan hubungannya.

H₈: Terdapat pengaruh positif antara efektivitas dewan komisaris dan nilai perusahaan

Tabel 2.1Rangkuman Hipotesis

Hipotesis 1	Terdapat hubungan positif antara profitabilitas dengan nilai perusahaan
Hipotesis 2	Terdapat pengaruh positif antara <i>growth</i> dengan nilai perusahaan
Hipotesis 3	Terdapat pengaruh negatif antara <i>risk</i> dengan nilai perusahaan
Hipotesis 4.a	Pada kondisi adanya <i>alignment effect</i> , kepemilikan konsentrasi tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan
Hipotesis 4.b	Pada kondisi adanya <i>entrenchment effect</i> , kepemilikan konsentrasi tinggi akan menurunkan nilai perusahaan
Hipotesis 5	Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang dominan cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan tipe kepemilikan lainnya
Hipotesis 6	Perusahaan dengan kepemilikan pemerintah yang dominan cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan tipe kepemilikan lainnya.
Hipotesis 7	Perusahaan dengan kepemilikan asing yang dominan cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan tipe kepemilikan lainnya.
Hipotesis 8	Terdapat pengaruh positif antara efektivitas dewan komisaris dan nilai perusahaan

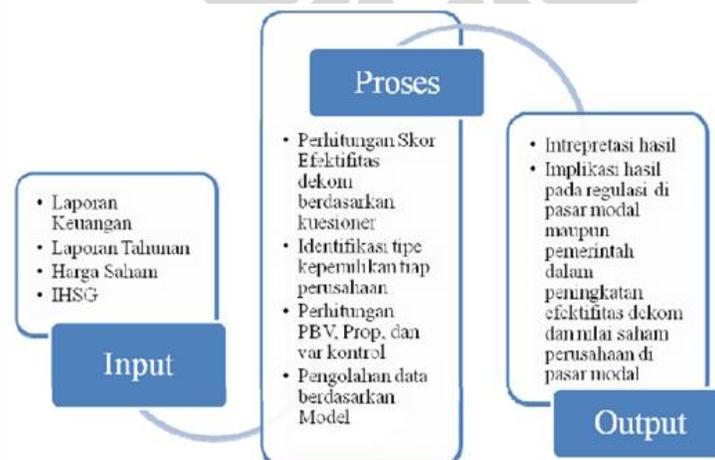
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Umum

Handy (2008) menggunakan indeks CG yang didapat suatu perusahaan. Indeks yang digunakan oleh Handy (2008) ini dikeluarkan oleh IICD. Dalam indeks ini mencakup beberapa hal yang dapat menggambarkan praktek CG perusahaan, salah satunya efektivitas dewan komisaris/direksi. Mekanisme CG internal dan eksternal merupakan hal yang saling melengkapi (*complementary*) terhadap baik buruknya praktek CG suatu perusahaan (Cremers dan Nair, 2005). Dewan komisaris merupakan suatu badan pengawas pada suatu perusahaan dan berfungsi untuk memastikan CG suatu perusahaan berjalan dengan baik

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti bagaimana pengaruhnya efektivitas dewan komisaris terhadap nilai perusahaan. Selain itu juga untuk melihat bagaimana pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Untuk mengakomodasi variabel efektivitas dewan komisaris, akan digunakan suatu alat bantu kuesioner yang dibuat oleh IICD. Dengan kata lain, indeks efektivitas dewan komisaris akan dibentuk berdasarkan skor yang didapat untuk masing-masing perusahaan.

Berikut merupakan alur penelitian ini (Utama, 2010)



Gambar 3.1 Alur Penelitian

Sumber: Utama (2010)

3.2. Pengumpulan Sampel

Objek penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Proses penilaian tingkat efektivitas dewan komisaris didasarkan pada informasi *annual report* masing-masing perusahaan tahun 2008 dan 2009. Namun, ada beberapa perusahaan yang tidak memiliki *annual report* pada direktori BEI. Perusahaan yang demikian akan dikeluarkan dari sampel, sehingga tidak semua perusahaan yang terdaftar di BEI menjadi sampel penelitian.

Tingkat efektivitas dewan komisaris akan diambil dengan menggunakan daftar kuesioner *The Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD), dapat dilihat pada lampiran I. Dalam kuesioner ini ada beberapa aspek yang akan dinilai mengenai karakteristik dewan komisaris. Karakteristik dewan komisaris diambil berdasarkan informasi yang tersedia dalam *annual report* masing-masing perusahaan. Penilaian efektivitas dewan komisaris dapat memiliki nilai minimum 0 dan nilai maksimum 52. Nilai 0 didapatkan jika setiap aspek penilaian dalam kuesioner mendapatkan skor *poor*, dan sebaliknya.

3.3. Definisi Variabel dan Pengukurannya

Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai variabel apa saja yang digunakan pada penelitian. Adapun variabel yang digunakan adalah *Price-to-Book Value* (PBV), *growth*, *risk*, dan struktur kepemilikan.

3.3.1. *Price-to-Book Value* (PBV)

PBV sering dijadikan ukuran bagi investor dan analis sebagai gambaran, *proxy*, terhadap kekayaan yang dimiliki oleh seorang pemegang saham suatu perusahaan tertentu (nilai perusahaan). Dengan kata lain, PBV mencerminkan valuasi nilai intrinsik saham. Selanjutnya, menurut Damodaran (2002), ada beberapa pertimbangan mengenai digunakannya PBV sebagai *proxy* nilai perusahaan, diantaranya adalah

1. Nilai buku memberikan nilai yang relatif lebih stabil sebagai suatu pengukuran untuk dapat dibandingkan dengan harga pasar. Investor

yang kurang mempercayai metode *discounted cashflow* untuk penilaian dapat menggunakan PBV sebagai perbandingan.

2. Perusahaan yang menggunakan standar akuntansi yang sama, dapat menggunakan rasio PBV untuk membandingkan perusahaan sejenis sebagai petunjuk akan adanya *undervalued* atau *overvalued*.
3. Memberikan solusi penilaian perusahaan yang memiliki *negative earning*. Dalam kondisi ini PER (*Price Earning Ratio*) tidak dapat digunakan, karena akan menghasilkan nilai yang negative. PBV masih bisa digunakan dan tetap tidak kehilangan fungsi untuk perbandingannya terhadap perusahaan lain sejenis.

Pada penelitian ini nilai *Price-to-Book Value* (PBV) didapatkan dengan mencari hasil bagi antara nilai pasar ekuitas suatu perusahaan dibagi dengan nilai bukunya. Nilai PBV ini secara matematis didapatkan sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Market Capitalization}}{\text{Book Value of Equity}} \quad (3-1)$$

Nilai *market capitalization* merupakan perkalian dari harga pasar saham perusahaan dengan total lembar saham beredar di pasar. Nilai *book value of equity* didapatkan dari laporan keuangan masing-masing perusahaan yang tertera pada *annual report*. Nilai PBV lebih besar dari 1 menunjukkan bahwa kinerja perusahaan di masa mendatang lebih baik dengan memberikan profitabilitas yang lebih besar daripada *cost of equity* ($ROE > k$).

3.3.2. Return on Equity (ROE)

Nilai *Return On Equity* (ROE) merupakan nilai perbandingan keuntungan bersih setelah pajak dan bunga terhadap nilai buku ekuitas perusahaan (Damodaran, 2002). Untuk mendapatkan nilai ROE yang harus diketahui yaitu nilai laba bersih dan nilai ekuitas perusahaan karena rasio nilai tersebut didapat dari membagi antara laba bersih dengan nilai ekuitas perusahaan (Bodie *et al.*, 2008). Pada studi ini, nilai ROE perusahaan diperoleh dari tahun yang sama dari ringkasan

kinerja perusahaan yang terdaftar di BEI yang tersedia pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Secara matematis ROE dirumuskan sebagai berikut:

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Shareholder\ Equity} \quad (3-2)$$

3.3.3. *Expected growth*

Expected growth merupakan laju pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Seperti yang dijelaskan di bagian sebelumnya, *expected growth* merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi PBV. Jika dikaitkan dengan konsep valuasi nilai saham dengan menggunakan *Discounted Cash Flow* (DCF), *expected growth* akan membuat *future cash flow* lebih tinggi. Dengan kata lain, *expected growth* akan mempengaruhi secara positif terhadap PBV (nilai perusahaan/saham).

Pendapatan bersih suatu perusahaan disebut *earning*. Jika *earning* ini dibagi dengan jumlah saham beredar, akan didapatkan *Earning per Share* (EPS). Data EPS ini didapatkan dari laporan keuangan perusahaan yang terdapat pada *annual report* perusahaan tersebut. Variabel *expected growth* perusahaan ini digambarkan dengan mengambil rata-rata *growth* EPS tahun 2007, 2008, dan 2009.

Secara matematis *growth* yang di-*proxy*-kan oleh EPS adalah sebagai berikut

$$Growth_{i,t} = \frac{EPS_t - EPS_{t-1}}{EPS_{t-1}} \quad (3-3)$$

Keterangan:

EPS : *Earning per share*

t : merupakan tahun ke *t*

i : merupakan perusahaan ke *i*

3.3.4. Risk

Risk digambarkan dengan beta suatu saham. Beta saham menjelaskan mengenai volatilitas *return* saham suatu perusahaan. Semakin tinggi nilai Beta, semakin tinggi volatilitas saham tersebut. Dengan kata lain, perusahaan memiliki risiko yang lebih tinggi.

Selanjutnya, dalam menentukan Beta suatu perusahaan digunakan benchmark *return* pasar. Hal ini mengindikasikan, bahwa Beta menggambarkan risiko perusahaan relative terhadap pasar atau derajat sensitivitas perubahan *return* suatu saham perusahaan terhadap perubahan *return* pasar.

Pada penelitian ini Beta saham suatu perusahaan dihitung manual dengan cara meregresikan *return* saham perusahaan (IHSI) terhadap *return* pasar (IHSG). Data mentah IHSI didapatkan dari situs <http://finance.yahoo.com>. Data mentah yang dimaksud adalah data harga penutupan saham masing-masing perusahaan dengan telah menyesuaikan adanya *stock split* dan pembagian dividen – menggunakan data *adjusted close*.

Secara matematis Beta yang dihitung pada penelitian ini seperti model CAPM, yaitu

$$K_j = r_f + \beta_j(r_m - r_f) \quad (3-4)$$

Keterangan :

K_j : *Return* saham perusahaan

r_f : Konstanta

β_j : Risiko

r_m : *Return* pasar

3.3.5. Variabel *Dummy* (Kepemilikan Perusahaan)

3.3.5.1. Variabel *Dummy* Identitas kepemilikan

Variabel *dummy* ini berisi nilai 1 atau 0 untuk mengindikasikan keberadaan atau ketidakberadaan suatu kategori tertentu yang dapat menganalisa suatu hasil dalam regresi. Dengan kata lain, variabel *dummy* akan berisi 1 jika suatu kategori ada atau 0 jika sebaliknya.

Kategori yang ingin dipisahkan pada penelitian ini berdasarkan kepemilikan suatu perusahaan yaitu, BUMN, investor institutional, dan investor asing. Demikian, variabel *dummy* yang digunakan ada 3, yakni D_{BUMN} , $D_{institutional}$, D_{asing} . Jika pemegang saham pengendali adalah Negara, institusi, atau asing maka D_{BUMN} , $D_{institutional}$, D_{asing} akan bernilai 1, secara berturut-turut. Selanjutnya, prosedur aturan patokan (*cut-off rule*) yang digunakan untuk menentukan siapa pemegang saham pengendali suatu perusahaan adalah 20% kepemilikan. Hal ini mengikuti konsep *significant influence* terhadap suatu perusahaan, artinya jika pemegang saham memiliki presentase 20% terhadap ekuitas perusahaan, pemegang saham tadi memiliki kendali yang kuat di perusahaan tersebut (Kiseo *et al.*, 2000 dalam Handy, 2008).

3.3.5.2. Variabel *Dummy Ownership Concentration*

Variabel *dummy* yang kedua adalah variable *dummy* yang digunakan untuk mengidentifikasi konsentrasi kepemilikan. Pada penelitian akan mengklasifikasikan konsentrasi kepemilikan seperti yang dilakukan oleh Chau dan Gray (2010), yaitu

- 0-25% sebagai kepemilikan terkonsentrasi rendah
- 25%-50% sebagai kepemilikan terkonsentrasi medium
- 50%-100% sebagai kepemilikan terkonsentrasi tinggi

3.4. Model Empiris

Berdasarkan hipotesis yang telah disebutkan, berikut akan dibangun persamaan regresi pada penelitian ini. Adapun persamaan regresi pada penelitian ini dibagi menjadi 3, yakni

Model 1

$$PBV = \alpha + \beta_1 EfekDekom + \beta_2 ROE + \beta_3 Growth + \beta_4 SystematicRisk + \beta_5 D_{Medium} + \beta_6 D_{High} + \beta_7 D_{BUMN} + \beta_8 D_{Asing} + \beta_9 D_{Institutional} \quad (3-5)$$

Model 2

$$PBV = \alpha + \beta_1 EfekDekom + \beta_2 ROE + \beta_3 Growth + \beta_4 SystematicRisk + \beta_5 D_{Low} + \beta_6 D_{High} + \beta_7 D_{BUMN} + \beta_8 D_{Asing} + \beta_9 D_{Institutional} \quad (3-6)$$

Keterangan :

PBV = Rasio harga saham terhadap nilai buku ekuitas pada akhir tahun,
EfekDekom = Skor efektivitas Dewan Komisaris,
D = 1 jika i (BUMN, Asing, Institusional sebagai pemilik saham terbesar)
 0 lainnya,

Prop = Proporsi kepemilikan oleh pemegang saham terbesar,

Variabel Kontrol:

ROE = *Return on Equity*,

Growth = Tingkat pertumbuhan EPSt-1 ke t,

Systematic Risk = Beta, yang dihitung manual dengan meregresi harga saham perusahaan dengan IHSG.

Variabel D_{high} dan D_{medium} digunakan pada model 1, merupakan variabel *dummy* untuk mengklasifikasikan perusahaan menurut tipe konsentrasi kepemilikan, yakni kepemilikan konsentrasi tinggi, D_{high} , dan konsentrasi medium, D_{medium} . Variabel *dummy* pada model 1 ini menggunakan konsentrasi rendah sebagai *base* (lihat tabel 3.1). Hal yang sama pada model 2, yakni menggunakan variabel D_{high} dan D_{low} dengan *base* adalah konsentrasi medium (lihat tabel 3.1), memiliki tujuan untuk membandingkan nilai perusahaan dengan tipe konsentrasi kepemilikan tinggi dan rendah dengan

kepemilikan konsentrasi medium. Apakah dengan adanya perbedaan konsentrasi kepemilikan ini terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik pada nilai perusahaan. Dengan kata lain variabel *dummy* konsentrasi kepemilikan ini digunakan untuk mendeteksi adanya *alignment effect* atau *entrenchment effect*.

Tabel 3.1 Tabel Pengkodean Konsentrasi Kepemilikan

	D_{Medium}	D_{High}		D_{Low}	D_{High}
Model I. a			Model I. b		
Konsentrasi rendah (0-25%)	0	0	Konsentrasi rendah (0-25%)	1	0
Konsentrasi medium (25-50%)	1	0	Konsentrasi medium (25-50%)	0	0
Konsentrasi tinggi (50-100%)	0	1	Konsentrasi tinggi (50-100%)	0	1

Model 2 digunakan untuk mengidentifikasi perbedaan nilai perusahaan dengan identitas pemilik yang berbeda. Apakah perusahaan dengan identitas kepemilikan tertentu mampu menghasilkan nilai perusahaan yang lebih tinggi daripada yang lainnya akan dibuktikan dengan menggunakan model 2 ini.

3.5. Metode Analisis Data

3.5.1. MetoRegresi Berganda dengan OLS (*Ordinary LeastSquare*)

Regresi linear merupakan suatu metode analisa yang digunakan untuk mengetahui bagaimana perubahan variabel dependen terhadap pengaruh perubahan variabel independen. Permasalahan yang mungkin terjadi ketika menggunakan regresi berganda adalah adanya hubungan yang mempengaruhi

antara variabel independen. Hubungan mempengaruhi antara variabel independen dikenal dengan multikolinearitas.

a. Uji Multikolinearitas

Tidak seperti regresi linear biasa (*simple linear regression*), variabel independen dari regresi berganda lebih dari satu. Hal ini memungkinkan adanya korelasi antara satu variabel independen dengan variabel independen lainnya. Persamaan regresi yang baik semestinya tidak mengandung multikolinearitas. Maka dari itu, perlu dilakukan uji untuk mendeteksi keberadaan multikolinearitas. Multikolinearitas dapat diketahui melalui:

- *Variance Inflation Factor (VIF)* dan *Tolerance*

Model regresi dapat dinyatakan tidak mengandung multikolinearitas jika VIF dan *Tolerance* mendekati 1. Jika $VIF = Tolerance = 1$, maka persamaan regresi tersebut bebas dari multikolinearitas. Namun jika mendekati 1 artinya masih ada multikolinearitas namun lemah, sehingga model masih valid dan dapat digunakan.

- *Conditional Index*

Conditional index dihitung dengan membagi akar kuadrat dari *maximum eigen value* dan *minimum eigen value*. Jika nilai *conditional index* kurang dari 15 maka dapat disimpulkan bahwa model tidak mengandung multikolinearitas

b. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Persamaan regresi yang baik jika pada persamaan tersebut homokedastisitas. Uji heteroskedastisitas ditunjukkan oleh *Obs*R-squared* dibandingkan dengan Chi-squared (χ^2 tabel), yaitu:

- Terjadi heteroskedastisitas bila, $Obs*R-squared > Chi-squared$ (χ^2 tabel).

- Terjadi homokedastisitas bila, $Obs * R\text{-squared} < Chi\text{-squared}$ (χ^2 tabel).

Setelah uji diatas dilakukan, dan terbukti bahwa persamaan regresi tidak mengandung multikolinearitas dan heteroskedastisitas, maka analisis regresi bisa dilakukan. Pendeteksian diatas dimaksudkan analisis regresi adalah BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Selanjutnya akan dijelaskan mengenai koefisien regresi

3.5.1.1. Koefisien Regresi

Tatkala terdapat beberapa variabel independen, perluas regresi linier sederhana menjadi model dengan k variabel independen:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \epsilon_i \quad (3-7)$$

Dimana

$\beta_0 = \text{intercept } Y$

$\beta_1 = \text{slope } Y$ dengan variabel X_1 , dengan variabel $X_2, X_3, \dots X_k$
konstan

...

$\beta_k = \text{slope } Y$ dengan variabel X_k , dengan variabel $X_1, X_2, \dots X_{k-1}$
konstan

$\epsilon_i = \text{random error}$ dalam Y untuk observasi i .

Koefisien regresi dalam regresi berganda disebut **netregression coefficients**; mereka mengestimasi prediksi perubahan Y per unit perubahan dari X tertentu, dengan situasi dimana variabel X lainnya konstan.

3.5.1.2. r^2 , Adjusted r^2 , dan Overall F Test, t test

Dalam regresi berganda, **coefficient of multiple determination** (r^2) mewakili proporsi dari variasi Y yang dijelaskan oleh sekelompok variabel independen.

$$r^2 = \text{Regression sum of squares} / \text{Total sum of squares} = SSR / SST$$

Beberapa ahli statistik menyarankan para peneliti untuk menggunakan *adjusted r²* untuk menggambarkan jumlah variabel independen dalam model dan ukuran sampel. Penggunaannya sangatlah penting jika persamaan membandingkan dua atau lebih model regresi yang memprediksikan variabel dependen yang sama namun memiliki jumlah independen variabel yang berbeda.

$$R_{adj}^2 = 1 - [(1 - r^2) \frac{n-1}{n-k-1}] \quad (3-8)$$

Keterangan :

R_{adj}^2 = *adjusted R-square*

k = jumlah variabel independen dalam persamaan regresi

n = jumlah sampel yang diuji

Overall F Test digunakan untuk menentukan apakah terdapat hubungan yang signifikan antara variabel dependen dan keseluruhan set variabel independen. Karena terdapat lebih dari satu variabel independen, maka digunakan *null* dan hipotesa alternatif:

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$$

(Tidak terdapat hubungan linier antara variabel dependen dan variabel-variabel independen.)

$$H_1: \text{Setidaknya satu } \beta_j \neq 0, j = 1, 2, \dots, k$$

(Terdapat hubungan linier antara variabel dependan dan setidaknya satu variabel independen.)

Tes statistik F_{STAT} adalah *regression mean square (MSR)* dibagi dengan *mean square error (MSE)*.

$$F_{STAT} = \frac{MSR}{MSE} \quad (3-9)$$

Aturan utamanya adalah; Tolak H_0 pada tingkat signifikansi α jika $F_{STAT} > F_\alpha$; selain itu, jangan tolak H_0 .

Uji t (Pengujian parsial)

Uji t digunakan untuk melihat pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Pada penelitian ini uji t dilakukan untuk menguji signifikansi masing-masing koefisien regresi dari variabel independen dalam persamaan regresi terhadap variabel dependen. Hipotesis yang mendasari uji t, hampir sama dengan hipotesis uji F, yaitu:

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_j \neq 0, j = 1, 2, \dots, k$$

Kemudian uji hipotesis ini dilakukan berulang terhadap variabel lainnya, yakni pada koefisien β_2, β_3 , dan seterusnya.

3.5.2. Model Efek Random (MER)

Model Efek Random (MER) mengakomodasi perbedaan karakteristik individu dan waktu melalui *error* dari model. Mengingat ada dua komponen yang mempunyai kontribusi pada pembentukan *error*, yaitu individu dan waktu, maka *random error* pada MER juga perlu diurai menjadi *error* untuk komponen individu, *error* komponen waktu, dan *error* gabungan. Dengan demikian, persamaan MER diformulasikan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}; \quad \varepsilon_{it} = u_i + v_t + w_{it}$$

Adapun asumsi yang digunakan untuk komponen *error* tersebut adalah

$$u_i \sim N(0, \sigma_u^2);$$

$$v_t \sim N(0, \sigma_v^2);$$

$$w_{it} \sim N(0, \sigma_w^2);$$

Melihat persamaan di atas, maka dapat dinyatakan bahwa MER menganggap efek rata-rata dari *cross-section* dan *time*

series direpresentasikan dalam *intercept*. Sedangkan deviasi efek secara random untuk *time series* direpresentasikan dalam v_t dan deviasi untuk data *cross-section* dinyatakan dalam u_i . Dengan demikian varians dari *error* tersebut dapat dituliskan dengan

$$\text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_u^2 + \sigma_v^2 + \sigma_w^2$$

Hal ini tentunya berbeda dengan model OLS yang diterapkan pada data panel, dimana estimasi dengan model OLS mengasumsikan bahwa

$$\text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_w^2$$

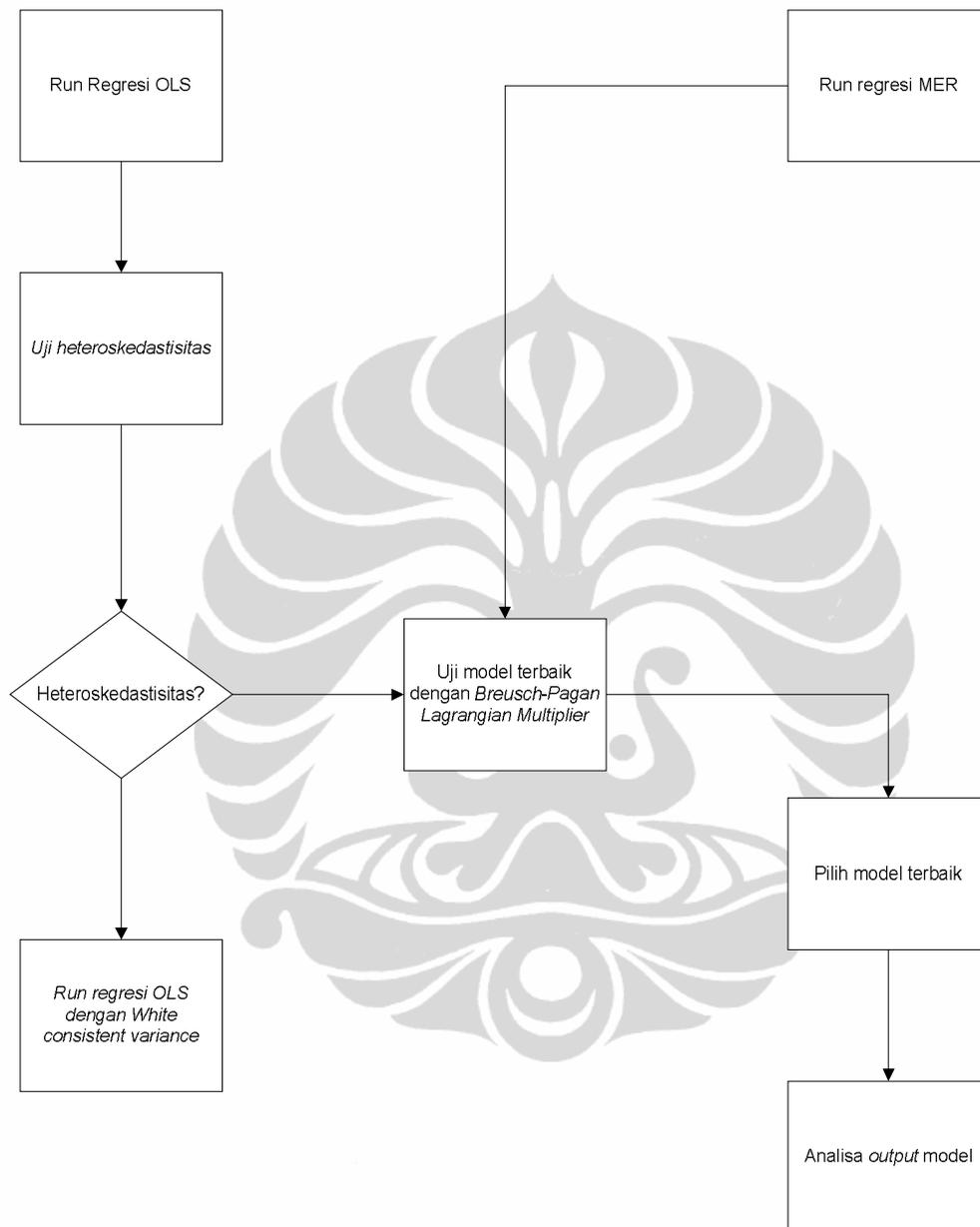
Dengan demikian, MER bisa diestimasi dengan OLS bila $\sigma_u^2 = \sigma_v^2 = 0$. Kalau tidak demikian, MER perlu diestimasi dengan metode lain, yakni dengan metode *Generalized Least Square* (GLS).

3.5.3. Alur Analisis Data

Penelitian ini menggunakan data panel dengan karakteristik jumlah *cross section* lebih banyak dibandingkan dengan jumlah *time series*. Ketika mempunyai data seperti ini, ada *rule of thumb* bahwa sebaiknya menggunakan Model Efek Random (MER) daripada Model Efek Tetap (MET) (Nachrowi dan Usman 2006). Maka pada penelitian ini akan digunakan OLS dan MER yang kemudian akan dibandingkan, model mana yang paling valid. Berikut alur analisis data pada penelitian ini.

Alur Analisis Data dapat dilihat pada gambar 3.2. Pertama, *run* model 1 dan 2 dengan menggunakan metode OLS. Kemudian, lakukan uji heteroskedastisitas. Jika data pada model mengandung heteroskedastisitas, maka untuk menanggulangnya akan digunakan *White consistent variance*. Selanjutnya, *run* regresi model 1 dan 2 dengan menggunakan MER. Untuk mengetahui model mana, hasil OLS atau MER, yang paling valid, maka akan dilakukan Uji *Breusch-Pagan Lagrangian Multiplier* (Uji BP LM). Setelah mengetahui

model yang paling valid, selanjutnya akan dilakukan analisa terhadap *output* regresi model tersebut.



Gambar 3.2 Gambar Alur Analisis Data

BAB 4 PEMBAHASAN

4.1. Hasil Seleksi Sampel

Seperti yang telah dijelaskan di Bab 3, objek penelitian yang dijadikan sampel adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) per tanggal 31 Desember 2009. Total perusahaan publik yang terdaftar sebanyak 391 perusahaan. Tidak semua perusahaan yang terdaftar dapat dijadikan sampel pada penelitian ini. Ada beberapa persyaratan yang harus dipenuhi, agar perusahaan bisa dimasukkan ke dalam sampel, yaitu:

- a. Sudah *listing* di Bursa sejak Januari 2008
- b. Memiliki *annual report* tahun 2008-2009
- c. Memiliki data ROE dan struktur pemegang saham pada tahun 2008-2009
- d. Memiliki data EPS (*Earning per Share*) tahun 2007-2009

Annual report perusahaan yang didapatkan sebanyak 265 perusahaan. Dari jumlah tersebut sebanyak 28 perusahaan memiliki *annual report* yang tidak lengkap. Untuk menghitung Beta diperlukan data harga saham harian (diperoleh dari *yahoo finance*). Perusahaan yang tidak memiliki data harga saham harian yang memadai, sebanyak 29 perusahaan, dikeluarkan dari sampel. Sebanyak 29 perusahaan tidak memiliki data kepemilikan saham dari tahun 2008 akan dikeluarkan dari sampel. Selain itu, untuk menghitung *growth* tahun 2008-2009, diperlukan data EPS dari tahun 2007, demikian perusahaan yang tidak memiliki data EPS dari tahun 2007 akan dikeluarkan dari sampel, yakni sebanyak 4 perusahaan. Selanjutnya, perusahaan yang memiliki PBV negative juga akan dikeluarkan dari sampel, yakni sebanyak 8 perusahaan. Demikian total sampel perusahaan yang dimasukkan pada penelitian ini sebanyak 184 perusahaan. Berikut tabel 4.1, meringkas mengenai jumlah perusahaan yang dijadikan sampel penelitian.

Tabel 4.1 Tabel Pengumpulan Sampel Penelitian

	N	
Perusahaan yang berhasil didapatkan annual report tahun 2008-2009	265	
Perusahaan dengan annual report tidak lengkap	(32)	
Sisa sampel		237
Perusahaan yang tidak memiliki data harga saham di <i>yahoo finance</i> secara memadai	(29)	
Perusahaan yang tidak memiliki data kepemilikan tahun 2008	(12)	
Perusahaan dengan PBV negatif	(8)	
Perusahaan yang tidak memiliki data EPS lengkap tahun 2007-2009	(4)	
Sisa Sampel		180

Sumber: Pengolahan

4.2. Statistika Deskriptif

Proses pengolahan data statistika deskriptif dilakukan melalui software SPSS 17. Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai statistika deskriptif dari sampel penelitian. Sampel penelitian telah menghilangkan *outlier* yang ada. *Outlier* dicirikan dengan data yang berada diatas atau dibawah nilai 3 kali standar deviasinya. Penelitian ini menggunakan teknik *winsorized* untuk menanggulangi permasalahan *outlier* ini. Setelah melakukan *winsorized* maka statistika deskriptif sampel penelitian ditunjukkan pada tabel 4.3

Tabel 4.2 Statistika deskriptif sampel penelitian setelah dilakukan *winsorized*

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PBV	360	22.72	.05	22.77	1.5954	2.25004
SkorDekom	360	48.00	2.00	50.00	23.1444	10.57886
Growth	360	59.83	-30.00	29.83	.0519	5.46269
ROE	360	1.52	-.69	.83	.0742	.19555
Beta	360	3.67	-1.23	2.45	.6198	.57505
Proporsi	360	.97	.03	1.00	.4957	.21746
BUMN	360	1.00	.00	1.00	.0833	.27677
Asing	360	1.00	.00	1.00	.3139	.46472
Institusi	360	1.00	.00	1.00	.4944	.50066
Dum_high	360	1.00	.00	1.00	.5417	.49895
Dum_medium	360	1.00	.00	1.00	.3000	.45890
Dum_low	360	1.00	.00	1.00	.1583	.36556
Valid N (listwise)	360					

Berdasarkan hasil dari tabel 4.3 diatas dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Nilai *mean* PBV dalam sampel penelitian sebesar 1.595. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata nilai pasar perusahaan lebih tinggi dari nilai bukunya sebesar 59,54%. Hasil ini menunjukkan, di pasar, investor memiliki ekspektasi terhadap perusahaan bahwa perusahaan mampu memiliki kinerja yang baik di masa yang akan datang.
2. Nilai Efektivitas Dewan Komisaris (SkorDekom) memiliki *mean* sebesar 23,144. Namun jika variabel SkorDekom memiliki *range* yang cukup besar yakni 22,72. Nilai tengah antara nilai paling minimum yang mungkin (yakni 0) dan nilai maksimum yang mungkin (yakni 52) adalah 26. Hal ini menunjukkan bahwa efektivitas dewan komisaris pada perusahaan-perusahaan di Indonesia masih relatif buruk, secara rata-rata. Fakta ini mengindikasikan bahwa dewan komisaris masih banyak yang belum melakukan pengawasan yang maksimal terhadap manajemen.
3. Variabel *growth* memiliki nilai rata-rata sebesar 0.0519 dengan standar deviasi sebesar 0,1955 dan nilai maksimum sebesar 29,83 yang berarti cukup bervariasi.
4. Variabel ROE memiliki *mean* sebesar 0,0742 dengan nilai maksimum dan minimum sebesar 0,8343 dan -0,0689, secara berturut-turut. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel memiliki kesenjangan profitabilitas yang cukup besar, yakni ada beberapa perusahaan yang mampu memiliki kinerja yang baik namun ada juga perusahaan yang memiliki performansi yang buruk, bahkan sampai memiliki ROE negatif.
5. Variabel Beta memiliki nilai *mean* sebesar 0.62 dengan standar deviasi 0.575. Nilai maksimum dan minimum sebesar 2,45 dan -1,23 mengindikasikan variasi data tidak terlalu besar. Risiko (*systematic risk*) dianggap rendah jika nilainya dibawah satu. Nilai *mean* dari variabel Beta menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan dalam sampel memiliki risiko yang cukup rendah.

4.3. Analisis Korelasi

Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai analisis korelasi dari masing-masing variabel independen penelitian, yakni SkorDekom, *growth*, ROE, beta, proporsi, BUMN, asing, institusi, *dum_high*, *dum_medium*, *dum_low* terhadap variabel dependen, yakni PBV. Analisis korelasi yang digunakan ada 2, yaitu analisis korelasi *Pearson* dan korelasi *Spearman Correlation*. Berdasarkan tabel 4.3, hasil uji korelasi *Pearson* menghasilkan kesimpulan sebagai berikut:

1. SkorDekom mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan (PBV) dengan tingkat signifikansi 1% (*p-value* 0,001). Hasil ini sesuai dengan hipotesis 8.
2. *Growth* mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan (PBV) dengan tingkat signifikansi 5% (*p-value* 0,022). Hasil ini sesuai dengan hipotesis 2.
3. ROE mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan (PBV) dengan tingkat signifikansi 1% (*p-value* 0,000). Hasil ini sesuai dengan hipotesis 1.
4. Beta mempengaruhi negatif terhadap nilai perusahaan (PBV) namun tidak signifikan secara statistik (*p-value* 0,36). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 3.
5. Kepemilikan pemerintah memiliki nilai perusahaan (PBV) lebih tinggi dengan tingkat signifikansi 1% (*p-value* 0,002). Hasil ini sesuai dengan hipotesis 6.
6. Kepemilikan asing memiliki korelasi positif dengan nilai perusahaan (PBV), namun hasil ini tidak signifikan secara statistik. Dengan kata lain, tidak cukup data untuk mendukung bahwa kepemilikan asing memiliki PBV yang lebih tinggi dibandingkan kepemilikan lainnya. Hasil ini menunjukkan tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 7.
7. Kepemilikan institusi memiliki korelasi negatif, namun tidak signifikan secara statistik. Dengan hasil ini dinyatakan bahwa tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 5.

8. Kepemilikan terkonsentrasi tinggi memiliki korelasi positif, sedangkan pada konsentrasi medium dan rendah memiliki korelasi negatif. Variabel tersebut signifikan secara statistik. Hasil ini mendukung bahwa pada kepemilikan konsentrasi tinggi, terjadi *alignment effect*, demikian, kepemilikan konsentrasi tinggi memiliki nilai perusahaan (PBV) yang lebih tinggi dibandingkan konsentrasi lainnya. Dengan kata lain, mendukung hipotesis 4.a

Berdasarkan tabel 4.4, hasil uji korelasi *Spearman* menghasilkan kesimpulan sebagai berikut:

1. SkorDekom mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan (PBV) dengan tingkat signifikansi 1% (*p-value* 0,000). Hasil ini sesuai dengan hipotesis 8.
2. *Growth* mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan (PBV) dengan tingkat signifikansi 1% (*p-value* 0,001). Hasil ini sesuai dengan hipotesis 2.
3. ROE mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan (PBV) dengan tingkat signifikansi 1% (*p-value* 0,000). Hipotesis ini sesuai dengan hipotesis 1.
4. Beta mempengaruhi negatif terhadap nilai perusahaan (PBV) namun tidak signifikan secara statistik (*p-value* 0,426). Dengan hasil ini menunjukkan tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 3.
5. Kepemilikan pemerintah memiliki nilai perusahaan (PBV) lebih tinggi dengan tingkat signifikansi 1% (*p-value* 0,000). Hasil ini sesuai dengan hipotesis 6.

Tabel 4.3 Korelasi pearson masing-masing variabel dalam penelitian

		PBV	Skor Dekom	Growth	ROE	Beta	BUMN	Asing	Institusi	Dum high	Dum medium
PBV	Pearson Correlation	1	.156**	.106*	.239**	-.019	.149**	.058	-.048	.151**	-.093*
	Sig. (1-tailed)		.001	.022	.000	.360	.002	.134	.184	.002	.038
SkorDekom	Pearson Correlation	.156**	1	.012	.233**	.239**	.411**	-.035	-.277**	.149**	-.139**
	Sig. (1-tailed)	.001		.412	.000	.000	.000	.256	.000	.002	.004
Growth	Pearson Correlation	.106*	.012	1	.274**	-.023	.034	.121*	.055	.077	-.075
	Sig. (1-tailed)	.022	.412		.000	.330	.261	.011	.150	.072	.077
ROE	Pearson Correlation	.239**	.233**	.274**	1	.051	.187**	-.003	-.090*	.161**	-.094*
	Sig. (1-tailed)	.000	.000	.000		.167	.000	.480	.044	.001	.038
Beta	Pearson Correlation	-.019	.239**	-.023	.051	1	.223**	-.012	-.008	-.053	.026
	Sig. (1-tailed)	.360	.000	.330	.167		.000	.411	.443	.156	.309
BUMN	Pearson Correlation	.149**	.411**	.034	.187**	.223**	1	-.158**	-.568**	.237**	-.154**
	Sig. (1-tailed)										

Tabel 4.3 (lanjutan)

		PBV	Skor Dekom	Growth	ROE	Beta	BUMN	Asing	Institusi	Dum high	Dum medium
	Sig. (1-tailed)	.002	.000	.261	.000	.000		.001	.000	.000	.002
Asing	Pearson Correlation	.058	-.035	.121*	-.003	-.012	-.158**	1	.325**	.011	-.004
	Sig. (1-tailed)	.134	.256	.011	.480	.411	.001	.000	.421	.470	
Institusi	Pearson Correlation	-.048	-.277**	.055	-.090*	-.008	-.568**	.325**	1	.019	.134**
	Sig. (1-tailed)	.184	.000	.150	.044	.443	.000	.000	.356	.005	
Dum_high	Pearson Correlation	.151**	.149**	.077	.161**	-.053	.237**	.011	.019	1	-.712**
	Sig. (1-tailed)	.002	.002	.072	.001	.156	.000	.421	.356	.000	
Dum_medium	Pearson Correlation	-.093*	-.139**	-.075	-.094*	.026	-.154**	-.004	.134**	-.712**	1
	Sig. (1-tailed)	.038	.004	.077	.038	.309	.002	.470	.005	.000	
Dum_low	Pearson Correlation	-.089*	-.028	-.011	-.103*	.040	-.131**	-.009	-.195**	-.472**	-.284**
	Sig. (1-tailed)	.046	.297	.418	.026	.227	.007	.429	.000	.000	.000

***, **, * menunjukkan bahwa variabel signifikan secara statistik pada 1%, 5%, dan 10% secara berturut-turut.

Tabel 4.4 Korelasi spearman masing-masing variabel dalam penelitian

		PBV	Skor Dekom	Growth	ROE	Beta	BUMN	Asing	Institusi	Dum high	Dum_medium	Dum_low
PBV	Correlation Coefficient	1.000	.267**	.158**	.343**	-.010	.189**	-.036	-.090*	.209**	-.108*	-.149**
	Sig. (1-tailed)	.	.000	.001	.000	.426	.000	.249	.045	.000	.020	.002
SkorDekom	Correlation Coefficient	.267**	1.000	.069	.266**	.228**	.335**	-.045	-.238**	.138**	-.140**	-.012
	Sig. (1-tailed)	.000	.	.095	.000	.000	.000	.197	.000	.004	.004	.411
Growth	Correlation Coefficient	.158**	.069	1.000	.404**	.055	.099*	.026	.018	.086	-.042	-.065
	Sig. (1-tailed)	.001	.095	.	.000	.151	.030	.312	.368	.051	.212	.109
ROE	Correlation Coefficient	.343**	.266**	.404**	1.000	.134**	.251**	-.055	-.075	.227**	-.102*	-.182**
	Sig. (1-tailed)	.000	.000	.000	.	.005	.000	.147	.078	.000	.027	.000
Beta	Correlation Coefficient	-.010	.228**	.055	.134**	1.000	.247**	-.031	-.011	-.044	.035	.016
	Sig. (1-tailed)	.426	.000	.151	.005	.	.000	.282	.420	.204	.256	.381
BUMN	Correlation Coefficient	.189**	.335**	.099*	.251**	.247**	1.000	.158**	-.568**	.237**	-.154**	-.131**
	Sig. (1-tailed)	.000	.000	.030	.000	.000	.	.001	.000	.000	.002	.007
Asing	Correlation Coefficient	-.036	-.045	.026	-.055	-.031	-.158**	1.000	.325**	.011	-.004	-.009
	Sig. (1-tailed)											

Tabel 4.4 (lanjutan)

		PBV	Skor Dekom	Growth	ROE	Beta	BUMN	Asing	Institusi	Dum_high	Dum_medium	Dum_low
	Sig. (1-tailed)	.249	.197	.312	.147	.282	.001	.	.000	.421	.470	.429
Institusi	Correlation Coefficient	-.090*	-.238**	.018	-.075	-.011	-.568**	.325**	1.000	.019	.134**	-.195**
	Sig. (1-tailed)	.045	.000	.368	.078	.420	.000	.000	.	.356	.005	.000
Dum_high	Correlation Coefficient	.209**	.138**	.086	.227**	-.044	.237**	.011	.019	1.000	-.712**	-.472**
	Sig. (1-tailed)	.000	.004	.051	.000	.204	.000	.421	.356	.	.000	.000
Dum_medium	Correlation Coefficient	-.108*	-.140**	-.042	.102*	.035	-.154**	-.004	.134**	-.712**	1.000	-.284**
	Sig. (1-tailed)	.020	.004	.212	.027	.256	.002	.470	.005	.000	.	.000
Dum_low	Correlation Coefficient	-.149**	-.012	-.065	.182**	.016	-.131**	-.009	-.195**	-.472**	-.284**	1.000
	Sig. (1-tailed)	.002	.411	.109	.000	.381	.007	.429	.000	.000	.000	.

***, **, * menunjukkan bahwa variabel signifikan secara statistik pada 1%, 5%, dan 10% secara berturut-turut

6. Kepemilikan asing memiliki korelasi negatif dengan nilai perusahaan (PBV), namun hasil ini tidak signifikan secara statistik. Dengan kata lain, tidak cukup data untuk mendukung hipotesis 7.
7. Kepemilikan institusi memiliki korelasi negatif, namun tidak signifikan secara statistik. Hasil ini menyatakan bahwa tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 5.
8. Kepemilikan terkonsentrasi tinggi memiliki korelasi positif, sedangkan pada konsentrasi medium dan rendah memiliki korelasi negatif. Variabel tersebut signifikan secara statistik. Hasil ini mendukung bahwa pada kepemilikan konsentrasi tinggi, terjadi *alignment effect*, demikian, kepemilikan konsentrasi tinggi memiliki nilai perusahaan (PBV) yang lebih tinggi dibandingkan konsentrasi lainnya. Dengan kata lain, mendukung hipotesis 4.a

4.4. Analisis Heteroskedastisitas

Pada bagian ini akan diidentifikasi terlebih dahulu apakah model memiliki varians yang konstan (homokedastik) atau tidak (heteroskedastik). Pengujian heteroskedastisitas pada studi ini menggunakan *White Test*. Berikut merupakan hasil pendektaksian, pada masing-masing model:

a. Model 1

Tabel 4.5 *White heteroscedasticity test model 1*

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	8.651816	Prob. F(24,335)	0.0000
Obs*R-squared	137.7547	Prob. Chi-Square(24)	0.0000
Scaled explained SS	2726.608	Prob. Chi-Square(24)	0.0000

b. Model 2

Tabel 4.6 *White heteroscedasticity test model 2*

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	8.848454	Prob. F(30,329)	0.0000
Obs*R-squared	160.7582	Prob. Chi-Square(30)	0.0000
Scaled explained SS	3201.840	Prob. Chi-Square(30)	0.0000

Pada pengujian *White-Test* masing-masing model menunjukkan bahwa data mengandung heteroskedastisitas. Demikian pengolahan regresi yang akan dilakukan adalah dengan menggunakan *White diagonal consistent covariance*.

4.5. Analisis multikolinearitas

Sebelum melakukan analisis regresi dilakukan analisis multikolinearitas untuk mengetahui apakah antara variabel independen saling mempengaruhi. Berikut analisis multikolinearitas untuk masing-masing model.

Tabel 4.7 Tabel analisis multikolinearitas dari model 1 dan model 2

Variabel	Model 1			Model 2		
	Collinearity Statistics		Condition Index	Collinearity Statistics		Condition Index
	Tolerance	VIF		Tolerance	VIF	
(Constant)			1.000			1.000
SkorDekom	.769	1.301	1.861	.769	1.301	1.868
Growth	.903	1.107	2.044	.903	1.107	2.007
ROE	.847	1.180	2.162	.847	1.180	2.133
Beta	.874	1.144	2.342	.874	1.144	2.253
Dum_medium	.447	2.235	2.718	.705	1.418	2.685
Dum_high	.408	2.449	3.499	.729	1.372	3.324
BUMN	.505	1.978	5.472	.505	1.978	4.610
Asing	.359	2.786	7.365	.359	2.786	6.081
Institusi	.324	3.082	10.248	.324	3.082	10.637

Pada hasil pengolahan untuk mendeteksi multikolinearitas di tabel 4.8 di atas terlihat bahwa tidak ada variabel yang memiliki nilai *Conditional Index* (CI) di atas 15. Selain itu, diantara variabel independen juga tidak ada yang memiliki nilai VIF di atas 5. Selanjutnya, nilai *tolerance* juga tidak ada yang 0 (mendekati 0). Berdasarkan hal ini, maka dapat disimpulkan bahwa model 1 dan 2 tidak mengandung multikolinearitas.

4.6. Analisis Regresi

Penelitian ini menggunakan data panel, dimana komponen *cross section* lebih banyak dibandingkan komponen *time series*. Untuk menanggulangi masalah heteroskedastisitas dari data yang digunakan, maka masing-masing regresi OLS akan menggunakan *White diagonal consistent covariance*. Berikut hasil pengolahan regresi masing-masing model.

4.6.1. Regresi Model 1

Tabel 4.8 menunjukkan hasil regresi berganda dengan menggunakan metode OLS dan MER. Selanjutnya akan diuji terlebih dahulu apakah model 1 mengikuti OLS atau MER. Uji *Breusch-Pagan Lagrangian Multiplier* akan digunakan. Berikut hasil dari uji ini.

```

Estimated results:
      |          Var          sd = sqrt(Var)
-----+-----
pbv |  5.062659          2.250035
    e |  1.501629          1.22541
    u |  3.152653          1.775571

Test:  Var(u) = 0
              chi2(1) = 73.30
              Prob > chi2 = 0.0000

```

Dari hasil diatas menunjukkan bahwa $p\text{-value} < 5\%$, maka diambil kesimpulan bahwa model 1, mengikuti MER. Selanjutnya akan dijelaskan output regresi model 1 dengan menggunakan MER.

Hasil pengolahan regresi model 1 dengan menggunakan metode MER disajikan pada tabel 4.8. Dari tabel tersebut dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. SKORDEKOM, yang merepresentasikan tingkat efektivitas dewan komisaris menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Koefisien SKORDEKOM sebesar 0,0248 (signifikan 5%). Hasil ini sesuai dengan hipotesis 8.

2. GROWTH mempengaruhi positif, dengan koefisien sebesar 0.017 terhadap nilai perusahaan (PBV), namun variabel ini tidak signifikan secara statistik. Hasil regresi model 1 dengan MER menunjukkan tidak cukup bukti untuk menyatakan bahwa GROWTH mempengaruhi positif terhadap PBV.
3. Tingkat profitabilitas perusahaan mempengaruhi positif, dengan koefisien sebesar 0,561, namun hasil ini menunjukkan bahwa ROE tidak signifikan secara statistik (*p-value* 0,159).
4. BETA mempengaruhi negatif, dengan koefisien sebesar -0,0569, terhadap nilai perusahaan, namun tidak signifikan secara statistik.
5. DUM_HIGH dan DUM_MEDIUM memiliki koefisien sebesar 0,718 (signifikan 5%) dan 0,597 (signifikan 5%), secara berturut-turut. Hasil ini membuktikan bahwa adanya *alignment effect* pada kepemilikan yang terkonsentrasi tinggi, dengan kata lain mendukung hipotesis 4.a dan menolak hipotesis 4.b.
6. BUMN memiliki koefisien 0,578 (tidak signifikan secara statistik). Hasil ini mengindikasikan bahwa tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 6 bahwa perusahaan dengan kepemilikan pemerintah cenderung memiliki PBV lebih tinggi dibandingkan dengan tipe kepemilikan lainnya.
7. ASING memiliki koefisien 0,307 (signifikan 10%). Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan asing dominan cenderung memiliki nilai perusahaan lebih tinggi dibandingkan tipe kepemilikan lainnya, sesuai dengan hipotesis 7.
8. INSTITUSI memiliki koefisien -0,137 (tidak signifikan secara statistik). Nilai koefisien ASING sesuai dengan

hipotesis 5, namun tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 5.

9. *Adjusted R-square* memiliki nilai sebesar 2,98% (signifikan 1%). Hal ini menyatakan bahwa 2,98% variasi dapat dijelaskan oleh model.

Tabel 4.8 Analisa regresi model 1 dan model 2 dengan menggunakan metode OLS dan MER

Variable	Coefficient		Coefficient	
	model 1 OLS	model 1 MER	model 2 OLS	model 2 MER
C	0.674303** (0.01625)	0.41164 (0.1745)	0.757403 (0.02185)	1.00895 (0.00805)
SKORDEKOM	0.018413** (0.0172)	0.024835** (0.01655)	0.018413 (0.0172)	0.024835** (0.01655)
GROWTH	0.014711 (0.38085)	0.017009 (0.14285)	0.014711 (0.38085)	0.017009 (0.14285)
ROE	2.109606 (0.16015)	0.561081 (0.1585)	2.109606 (0.16015)	0.561081 (0.1585)
BETA	-0.253967* (0.05315)	-0.056964 (0.38455)	(-0.253967) (0.05315)	(-0.056964) (0.38455)
DUM_LOW			-0.0831 (0.37155)	-0.59731** (0.04455)
DUM_MEDIUM	0.0831 (0.37155)	0.59731** (0.04455)		
DUM_HIGH	0.40574* (0.0816)	0.718874** (0.02465)	0.322639** (0.0865)	0.121565 (0.33)
BUMN	0.772356** (0.05405)	0.578288 (0.1818)	0.772356 (0.05405)	0.578288 (0.1818)
ASING	0.297527 (0.1575)	0.307138* (0.0753)	0.297527 (0.1575)	0.307138* (0.0753)
INSTITUSI	0.114446 (0.32815)	-0.137863 (0.3156)	0.114446 (0.32815)	-0.137863 (0.3156)
Adjusted R-squared	0.067709***	0.029982**	0.067709**	0.029982**
F-statistic	3.896997	2.232931	3.896997	2.232931
Prob(F-statistic)	(0.000099)	(0.019623)	(0.000099)	(0.019623)

Variabel dependen adalah PBV. ***, **, * menunjukkan bahwa variabel signifikan secara statistik pada 1%, 5%, dan 10% secara berturut-turut. Angka di dalam kurung merupakan nilai *p-value* dari masing-masing variabel.

4.6.2. Regresi Model 2

Seperti yang dijelaskan pada bab 3, model 2 ini digunakan untuk mengidentifikasi dan menganalisa mengenai bagaimana struktur kepemilikan, yaitu identitas pemilik (pemerintah, investor asing, dan investor institusi), memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tabel 4.9 menunjukkan hasil regresi berganda dengan menggunakan metode OLS dan MER. Selanjutnya, seperti yang dilakukan pada model 1.a dan 1.b, akan dilakukan pengujian dengan menggunakan Uji *Breusch-Pagan Lagrangian Multiplier* untuk mengetahui apakah model 2 mengikuti metode OLS atau MER. Berikut hasil pengujian *Breusch-Pagan Lagrangian Multiplier*.

$$pbv[comp,t] = Xb + u[comp] + e[comp,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pbv	5.062659	2.250035
e	1.534206	1.238631
u	3.136682	1.771068

Test: Var(u) = 0

chi2(1) = 72.49

Prob > chi2 = 0.0000

Berdasarkan hasil pengujian diatas, maka diperoleh kesimpulan bahwa model 2 mengikuti metode MER.

Hasil pengolahan regresi model 2 dengan menggunakan metode MER disajikan pada tabel 4.7. Dari tabel tersebut dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. SKORDEKOM, yang merepresentasikan tingkat efektivitas dewan komisaris menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Koefisien

SKORDEKOM sebesar 0,0248 (signifikan 5%). Hasil ini sesuai dengan hipotesis 8.

2. GROWTH mempengaruhi positif, dengan koefisien sebesar 0.017 terhadap nilai perusahaan (PBV), namun variabel ini tidak signifikan secara statistik. Hasil regresi model 2 dengan MER menunjukkan tidak cukup bukti untuk menyatakan bahwa GROWTH mempengaruhi positif terhadap PBV.
3. Tingkat profitabilitas (ROE) perusahaan mempengaruhi positif, dengan koefisien sebesar 0,561 (tidak signifikan secara statistik) terhadap nilai perusahaan (PBV).
4. BETA mempengaruhi negatif, dengan koefisien sebesar -0,0569 (tidak signifikan secara statistik), terhadap nilai perusahaan. Nilai koefisien beta sesuai dengan hipotesis 3, namun tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 3.
5. DUM_HIGH dan DUM_LOW memiliki koefisien sebesar 0,122 (tidak signifikan secara statistik) dan -0,597 (signifikan 5%), secara berturut-turut. Hasil ini menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan rendah cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih rendah dibandingkan konsentrasi medium. Di sisi lainnya, tidak cukup bukti bahwa konsentrasi kepemilikan tinggi menghasilkan nilai perusahaan lebih tinggi. Hasil ini membuktikan bahwa adanya *alignment effect* pada kepemilikan yang terkonsentrasi tinggi, dengan kata lain mendukung hipotesis 4.a dan menolak hipotesis 4.b.
6. BUMN memiliki koefisien 0,578 (tidak signifikan secara statistik). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 6 bahwa perusahaan dengan kepemilikan pemerintah cenderung memiliki PBV lebih tinggi dibandingkan dengan tipe kepemilikan lainnya.

7. ASING memiliki koefisien 0,308 (signifikan 10%) menunjukkan bahwa kepemilikan asing cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan kepemilikan lainnya, hal ini sesuai dengan hipotesis 7
8. INSTITUSI memiliki koefisien -0,138 (tidak signifikan secara statistik). Nilai koefisien INSTITUSI sesuai dengan hipotesis 5, namun tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 5.
9. *Adjusted R-square* memiliki nilai sebesar 2,49% (signifikan 1%). Hal ini menyatakan bahwa 2,49% variasi dapat dijelaskan oleh model.

4.7. Kesimpulan Analisis Regresi

Berdasarkan hasil analisis diatas terlihat bahwa efektivitas dewan komisaris mempengaruhi positif dan signifikan secara statistik. Hal ini mengindikasikan bahwa dewan komisaris dengan tugasnya untuk mengawasi tindakan manajemen memang akan membuat perusahaan memiliki nilai perusahaan yang tinggi.

Selain itu, struktur kepemilikan juga terbukti mempengaruhi terhadap nilai perusahaan. Di Indonesia terbukti bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi tinggi justru akan berdampak pada nilai perusahaan yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan konsentrasi rendah, namun hasil regresi menyatakan bahwa tidak cukup bukti untuk mengatakan konsentrasi kepemilikan tinggi akan cenderung memiliki nilai perusahaan lebih tinggi dibandingkan dengan konsentrasi kepemilikan medium. Hal ini mengindikasikan bahwa, bukannya mendapatkan *trenchment effect*, perusahaan akan mendapatkan *alignment effect* dari kepemilikan terkonsentrasi tadi, pada konsentrasi kepemilikan tertentu. Dengan kata lain, hasil studi ini sejalan dengan hasil Morck *et al.*, (1989); dan Hermalin dan Weisbach (1991) mengenai adanya *inverted U-shaped* antara konsentrasi kepemilikan dan nilai perusahaan. Demikian, dengan adanya dana yang sudah

tertanam pada suatu perusahaan, investor memiliki insentif untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen, namun, dengan adanya *controlling shareholder* yang lain (pada tipe konsentrasi medium), terdapat tindakan pengawasan sesama pemegang saham. Hal ini menghasilkan terminimasiya tindakan ekpropriasi terhadap kekayaan *minority shareholder*.

Lebih jauh, idenitas pemilik juga mempengaruhi nilai perusahaan, namun hanya kepemilikan asing saja yang menunjukkan hasil positif dan signifikan secara statistik. Dengan kata lain hanya perusahaan dengan kepemilikan asing yang cenderung memiliki nilai perusahaan lebih tinggi dibandingkan kepemilikan lainnya. Hasil ini konsisten dengan Kim *et al.* (2010), dan Khanna dan Palepu (2000), sedangkan kepemilikan institusi dan pemerintah tidak didukung oleh data untuk menerima hipotesis 5 dan 6, secara berturut-turut (tidak signifikan secara statistik).

Tingkat profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun hasil ini tidak didukung oleh data. Koefisien ROE memiliki nilai yang tidak signifikan secara statistik mempengaruhi PBV. Hal ini diduga karena adanya perbedaan kondisi makroekonomi yang cukup signifikan, yakni adanya krisis ekonomi global di tahun 2008.

Growth tidak dapat terbukti mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan. Hal yang mungkin menyebabkan bahwa *growth* tidak memiliki hubungan yang signifikan secara statistik adalah karena penghitungan *growth* yang dipakai hanya menggunakan rentang waktu 1 tahun. Penghitungan yang kurang panjang ini memungkinkan *growth* yang dihitung terkena dampak perubahan siklus ekonomi dan cenderung menghasilkan angka yang fluktuatif. Namun demikian, *growth* memiliki koefisien positif, seperti yang diharapkan pada hipotesis 2.

Selanjutnya, Beta memiliki koefisien yang tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini bisa disebabkan oleh adanya *illiquid trading* pada pasar modal Indonesia. *Illiquid trading*, menyebabkan *systematic risk* suatu perusahaan yang dicerminkan oleh beta menjadi tidak dapat direpresentasikan sebagai *systematic risk* yang sebenarnya. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki saham tidak likuid akan memiliki nilai beta

(*systematic risk*) yang lebih kecil dibandingkan dengan beta (*systematic risk*) yang secara intrinsik terkandung pada perusahaan tersebut. Untuk menanggulangi *illiquid trading* ini diperlukan studi lebih lanjut dalam penghitungan beta. *Dimson beta*, menurut penulis bisa dijadikan sebuah solusi masalah ini karena penghitungan *dimson beta* memasukkan *lag*.

Tabel 4.9 Ringkasan Hasil Penelitian

No	Tujuan	Hasil
1.	Hubungan efektivitas dewan komisaris dengan nilai perusahaan	Efektivitas dewan komisaris mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan
2.	Hubungan struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan	Terdapat hubungan nonlinier antara konsentrasi kepemilikan dengan nilai perusahaan, yakni nilai perusahaan akan naik sampai titik tertentu (konsentrasi medium 25%-50%), setelahnya tidak terbukti nilai perusahaan akan lebih meningkat lagi.
	a. Konsentrasi kepemilikan	
	b. Identitas Kepemilikan	Hanya perusahaan dengan kepemilikan asing yang terbukti memiliki nilai perusahaan lebih tinggi dibandingkan nilai perusahaan dengan identitas pemilik lainnya
3.	Hubungan ROE, <i>expected growth</i> , <i>systematic risk</i>	ROE, <i>expected growth</i> , dan <i>systematic risk</i> tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Dewan komisaris merupakan salah satu komponen CG, maka dewan komisaris merupakan salah satu faktor pembentuk skor CG yang dimiliki perusahaan. Adanya dugaan bahwa tidak semua komponen dalam skor CG mempengaruhi nilai perusahaan (Brown dan Caylor, 2005), maka penelitian ini mencoba untuk meneliti salah satu komponen dari CG, yakni efektivitas dewan komisaris terhadap pengaruhnya dalam menentukan nilai perusahaan. Penelitian lainnya mengenai dewan komisaris seringkali digambarkan melalui jumlah rapat, independensi, jumlah dewan dan lain-lain secara terpisah. Penelitian ini mencoba untuk merangkum semua karakteristik dewan, demikian mencerminkan tingkat efektivitas dewan tersebut, dengan menggunakan alat bantu kuesioner dari IICD. Hal lainnya, penelitian ini mencoba untuk mengetahui hubungan struktur kepemilikan, identitas kepemilikan dan konsentrasi kepemilikan, serta faktor fundamental, yakni tingkat profitabilitas (ROE), *expected growth*, dan *systematic risk*, terhadap nilai perusahaan.

Penelitian di Indonesia yang membahas mengenai efektivitas dewan komisaris telah dilakukan oleh Handayani (2010), namun Handayani (2010) tidak mempertimbangkan mengenai struktur kepemilikan. Untuk melengkapi penelitian tadi, maka penelitian ini mencoba untuk mempertimbangkan struktur kepemilikan suatu perusahaan. Struktur kepemilikan yang dimaksud adalah konsentrasi kepemilikan, yaitu *high, medium, low concentration*, dan identitas kepemilikan perusahaan, yaitu pemerintah, investor asing, atau investor institusi.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa, efektivitas dewan komisaris mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan Handayani (2010), Brick dan Chidambaran (2010), Lefort dan Urzua (2008), Vafeas (1999), dan Kirvogorsky (2006) yang menyatakan bahwa faktor dewan komisaris memang dinilai dibutuhkan untuk melakukan pengawasan

terhadap manajemen sehingga manajemen memang melakukan fungsinya dalam menjalankan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Hasil lainnya, ditemukan bahwa perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi tinggi dan medium akan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan konsentrasi rendah, namun tidak terbukti bahwa konsentrasi tinggi cenderung memiliki nilai perusahaan lebih tinggi dibandingkan konsentrasi medium. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) akan berkomitmen tinggi untuk melakukan pengawasan, melalui dewan komisaris, terhadap performansi manajemen. Demikian, penelitian ini membuktikan bahwa di Indonesia tercipta *alignment effect* akibat kepemilikan yang terkonsentrasi tinggi sehingga tindakan ekpropriasi terhadap kekayaan *minority shareholder* tidak terbukti, menghasilkan nilai perusahaan yang lebih tinggi. Hasil ini sesuai dengan penelitian Morck *et al.* (1989); Hermalin dan Weisbach (1991); Durnev dan Kim (2006); La Porta *et al.* (1999); Yeh dan Woitdke (2005) dan mendukung hipotesis 4.a.

Selanjutnya, jika dilihat dari identitas kepemilikannya, ditemukan bahwa hanya perusahaan dengan kepemilikan kepemilikan asing (Khanna dan Palepu, 2000; dan Kim *et al.*, 2010) cenderung untuk memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan tipe kepemilikan lainnya. Hasil ini mendukung hipotesis 7.

Kemudian, dari variabel kontrol yang digunakan menunjukkan bahwa tidak ada variabel kontrol yang signifikan secara statistik mempengaruhi PBV, walaupun koefisien yang didapatkan semuanya menunjukkan nilai yang sesuai dengan hipotesis yang didefinisikan pada Bab 2.

ROE tidak berhasil signifikan secara statistik mempengaruhi PBV diduga karena terjadi perbedaan kondisi makroekonomi pada tahun 2008 dan 2009, terjadi krisis ekonomi global di tahun 2008.

Growth tidak dapat terbukti mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan. Hal yang mungkin menyebabkan bahwa *growth* tidak memiliki hubungan yang signifikan secara statistik adalah karena penghitungan

growth yang dipakai hanya menggunakan rentang waktu 1 tahun. Penghitungan yang kurang panjang ini memungkinkan *growth* yang dihitung terkena dampak perubahan siklus ekonomi dan cenderung menghasilkan angka yang fluktuatif. Namun demikian, *growth* memiliki koefisien positif, seperti yang diharapkan pada hipotesis 2.

Selanjutnya, beta memiliki koefisien yang tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini bisa disebabkan oleh adanya *illiquid trading* pada pasar modal Indonesia. *Illiquid trading*, menyebabkan *systematic risk* suatu perusahaan yang dicerminkan oleh beta menjadi tidak dapat direpresentasikan sebagai *systematic risk* yang sebenarnya. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki saham tidak likuid akan memiliki nilai beta (*systematic risk*) yang lebih kecil dibandingkan dengan beta (*systematic risk*) yang secara intrinsik terkandung pada perusahaan tersebut.

5.2. Keterbatasan Penelitian

1. Keterbatasan data. Total perusahaan yang telah *listing* pada tahun 2009 mencapai 391 perusahaan, namun hanya 180 perusahaan pada tahun 2009 dan 2008 yang dijadikan sampel. Hal ini disebabkan sulitnya mendapatkan *annual report* perusahaan. Kesulitan ini akibat tidak tersedianya di situs BEI dan tidak semua perusahaan memiliki situs resmi. Terkadang, meskipun perusahaan memiliki situs resmi, namun, pada beberapa perusahaan, *annual report* tidak tersedia di situs mereka.
2. *Growth* pada penelitian ini hanya dihitung berdasarkan pertumbuhan EPS masing-masing perusahaan dengan *lag* 1 tahun. Misalnya *growth* untuk tahun 2009 dihitung berdasarkan pertumbuhan EPS dari tahun 2008 ke EPS tahun 2009. Perhitungan *growth* ini kurang panjang dan bisa dipengaruhi oleh siklus ekonomi. Namun, ketika ingin dilakukan penghitungan *growth* dengan rentang waktu yang lebih panjang bisa menyebabkan lebih banyak lagi perusahaan yang dikeluarkan dari sampel.

3. Struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan, khususnya identitas kepemilikan, pada penelitian ini hanya mengidentifikasi kepemilikan langsung. Penelitian ini tidak mengidentifikasi *cross-holding ownership*.

5.3. Saran

Saran untuk penelitian selanjutnya

1. Memakai penghitungan *growth* berdasarkan EPS yang lebih panjang. Penghitungan yang lebih panjang ini dapat mengurangi dampak perubahan siklus ekonomi.
2. Mengidentifikasi struktur kepemilikan secara 2 atau 3 lapis di atasnya. Hal ini ditujukan agar *corss-holding ownership* dapat teridentifikasi. Perbedaan *cash flow rights* dan *voting rights*, akibat dari *cross-holding ownership* bisa mengakibatkan tindakan ekspropriasi oleh *controlling shareholder* terhadap *minority shareholder* (La Porta *et al.*, 1999).
3. Membuat penelitian mengenai komponen CG lainnya, seperti *transparency*, *accountability*, *disclosure*, dan lain-lain, terhadap pengaruhnya pada nilai perusahaan. Menurut Brown dan Caylor (2005) dan Gompers *et al.* (2003) tidak semua komponen CG berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Demikian perlu diinvestigasi lebih jauh lagi apakah faktor-faktor itu mempengaruhi nilai perusahaan atau tidak.

Saran terhadap Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal). Terlihat pada penelitian ini bahwa efektivitas dewan komisaris mempengaruhi positif terhadap nilai perusahaan di Indonesia. Perlu kiranya untuk membuat standarisasi untuk pedoman bagaimana dewan komisaris melakukan tugasnya agar fungsi pengawasan dewan komisaris bisa berjalan efektif. Standarisasi yang diperlukan dapat mengacu pada aspek-aspek penilaian pada kuesioner IICD. Aspek-Aspek ini secara umum menggambarkan efektivitas pengawasan dewan komisaris terhadap manajemen. Lebih jauh, aspek di dalamnya mencakup, independensi, kompetensi dewan komisaris terhadap bidang usaha perusahaan, pengalaman dewan komisaris, dan aktivitas rapat yang dilakukan. Harapannya, kinerja perusahaan akan meningkat akibat dari

pengawasan dewan komisaris yang efektif, seperti yang dibuktikan pada penelitian ini bahwa efektivitas dewan komisaris memiliki hubungan positif terhadap nilai perusahaan.

Saran bagi pihak manajemen, yakni dengan adanya bukti empiris dari dalam maupun luar negeri yang menemukan bahwa ada hubungan positif antara efektivitas dewan komisaris dengan nilai perusahaan maka perlu kiranya menjadi perhatian untuk lebih meningkatkan pengawasan dewan komisaris terhadap jalannya perusahaan. Efektivitas ini dapat ditingkatkan melalui independensi, kompetensi dan pengalaman dewan komisaris, dan lain-lain mengacu pada aspek-aspek penilaian berdasarkan kuesioner IICD.



DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, S. N. (2004). Board Composition, CEO duality, and Performance among Malaysian Listed Companies. *ABI/Inform Global* .
- Ang, J. S., & Ding, D. K. (2006). Government Ownership and The Performance Government-Linked Companies: The Case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management* .
- Black, B. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firm. *Emerging Market Review* .
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2009). *Investment*. Singapore: McGraw Hill.
- Brick, I. E., & Chidambaran, N. K. (2010). Board Meeting, Committee Structure, and Firm Value. *Journal of Corporate Finance* .
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate Governance and Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy* .
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance. *Journal of Banking and Finance* .
- Cremers, K. J., & Nair, V. B. (2006). Governance Mechanism and Equity Prices. *Journal of Finance* .
- Dahya, J., & McConnell, J. J. (2005). Outside Directors and Corporate Board Decisions. *Journal of Corporate Finance* .
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2006). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Journal of Finance* .
- Elyasiani, E., & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of Banking and Finance* .
- Erickson, J., Park, Y. W., Reising, J., & Shin, H.-H. (2005). Board Composition and Firm Value under concentrated ownership: The Canadian Evidence. *Pacific-Basin Finance Journal* .
- Gul, F. A. (1999). Government Share Ownership, Investment Opportunity Set, and Corporate Policy Choices in China. *Pacific-Basin Finance Journal* .

- Handy. (2008). Hubungan Efek Simultan Antara Nilai Perusahaan dengan Praktek Corporate Governance di Bursa Efek Indonesia. *Tesis Magister Manajemen Universitas Indonesia* .
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics* .
- Ibrahim, H., & Samad, F. A. (2011). Corporate Governance Mechanism and Performance of Public-Listed Family-Ownership in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance* .
- Jones, C. P. (2000). *Investment: Analysis and Management 7th edition*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Group. *Journal of Finance* .
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Market. *Journal of Corporate Finance* .
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe. *The International Journal of Accounting* .
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around The World. *Journal of Finance* .
- Lefort, F., & Urzua, F. (2008). Board Independence, Firm Performance, and Ownership Concentration. *Journal of Business Research* .
- Mak, Y. T., & Li, Y. (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance* .
- Nachrowi, D. N., & Usman, H. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Nadapdap, B. (2009). *Hukum Perseroan Terbatas*. Jakarta: Jala Permata Aksara.
- Ng, A., Yuce, A., & Chen, E. (2009). Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms. *Pacific-Basin Finance Journal* .
- OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris, France: OECD Publication Service.
- Utama, S., & Afriani, C. (2005, Agustus). *Praktek Corporate Governance dan Penciptaan Nilai Perusahaan: Studi Empiris di BEJ*. Jakarta, Indonesia: Majalah Usahawan Indonesia.

- Vafeas, N. (1999). Board Meeting Frequency and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* .
- Yeh, Y.-H., & Woitke, T. (2005). Commitment or Entrenchment?: Controlling Shareholder and Board Composition. *Journal of Banking and Finance* .



Kuesioner Efektivitas Dewan Komisaris IICD

Board Qualification & Composition

No		Poor	Fair	Good	Reference
1	Is the chairman an independent commissioner?				
	If the chairman is an independent commissioner, the firm will earn a 'good' score and 'poor' score otherwise				
2	Among board of commissioners, how many are independent commissioners?				
	If more than 50% of the board is independent, the company will be given a 'good' score. Firms with 30% to 50% of the board made up of independent commissioners will earn a 'fair' score. If less than 30% of the board is independent, the company will earn a 'poor' score				
3	What is the size of board commissioner?				
	A 'good' score will be given to firm with 5-10 board members. Firm with board size of 11-15 members received a 'fair' score. Boards with size of 16 or more or less than 5 received a 'poor' score				
4	Does the company provide orientation to new commissioners and directors?				
	If the company provided a briefing on business and operations for newly appointed directors, the firm received a 'good' score. If no orientation provided, the firm was score as 'poor'				
	Have board members participated in corporate governance training?				
	If more than 75% of board members (commissioners and directors) have been trained, their firm will receive a 'good' score. If between 25%-75%, the company will receive a 'fair' score. If less than 25%, the firm will earn a 'poor' score				
6	Does the company state in its annual report the definition of independent commissioner?				
	Firms with a clear definition of independence and consistent with Bapepam rule in the annual report will earn a 'good' score. 'Fair' score if there is clear definition but not consistent with Bapepam rule. A 'poor' score will be given if the company does not define independence				
7	Does at least one member of BOC have accounting/finance background?				
	A 'good' score if at least one have accounting/finance background. A 'Poor' score if no one has accounting/finance background				
8	Does at least one member of BOC have experience/expertise in the company's industry?				
	A 'good' score if more than 33% of members have experience/ expertise in the company's industry. A 'Fair' score if 10 – 33% of members have experience/expertise in the company's industry and a 'Poor' score if less than 10% has experience/expertise in the industry.				

9	Does any member of BOC have experience as a commissioner/a committee member (such as audit committee) in other non-affiliated companies?				
	A 'good' score if more than 33% of members have experience as a commissioner/a committee member in other non-affiliated companies. A 'Fair' score if 10 – 33% of members have experience and a 'Poor' score if less than 10% has experience.				

Board Activities

No		Poor	Fair	Good	Reference
1	Does the board of commissioner provide code of ethics or statement of business conduct to all directors and employees to ensure that they are aware of and understand the code?				
	Firms earning a 'good' score provides a code or statement to ensure that commissioners, directors, and employees are aware of and understand the code. Firms judge as 'fair' have a code, but have not effectively communicated the code throughout their organization. Firms judged as 'poor' have no such statement or code.				
2	Bapepam: Assess whether the report of Board of Commissioner at least includes the following: (scored 'poor' if there was no explanation and 'good' if there was such explanation)				
	a. A review on business prospects of the firm prepared by directors				
	b. Explanation on committees under the supervision of board of commissioners				
3	Bapepam: Assess the description of board responsibilities in the annual report: 'Good' if there is description of board responsibilities and its execution 'Fair' if there is description of board responsibilities, 'Poor' is there is no description.				
	How many meetings were held in the past year?				
4	If the board met more than six time, the firm earned a 'good' score. If 4– 6 meeting, the firm was scored as 'fair', while less than four times was scored as 'poor'				
	What is attendance performance of the board members during the past 12 months?				
5	If the overall board attendance for the year was greater than 80%, the firm earned a 'good' score. If attendance was 70 -80% received a 'fair' score, and less than 70% received a 'poor' score				
	Does the BOC conduct annual performance assessment of the BOD ?				
6	If the board has established formal criteria for evaluating the performance of the top executive officer and then conducts such an evaluation, the company received a 'good' score and 'poor' score otherwise				
	Does the board conduct annual self-assessment?				
7	If the board has established formal criteria to evaluate its performance, the firm received a 'good' score and 'poor' score otherwise				

8	Does the company have a separate board of commissioner's report describing their responsibilities in reviewing firm's financial statement?				
	Firms will receive a 'good' score if they produce a board of commissioner's report as part of the annual report. A score of 'poor' will be awarded if there is no report from the board				
9	Does the board appoint a compensation committee, chaired by an independent commissioner, with most or all of the committee members being non-executive director				
	If yes, are the following items disclosed?:				
	9.1. Charter/roles and responsibilities				
	9.2. Independence				
	9.3. Performance/attendance				
	If the company has established a separate compensation committee, the firm earned a 'good' score and 'poor' score otherwise. For each category, if the items above are disclosed, the firm was scored as 'good' and 'poor' score otherwise				
10	Does the board appoint a nomination committee, chaired by an independent director, with most or all of the committee members being non-executive directors?				
	If yes, are the following items disclosed?:				
	10.1. Charter/roles and responsibilities				
	10.2. Independence				
	10.3. Performance/attendance				
	If the company has established a separate nomination committee, the firm earned a 'good' score and 'poor' otherwise. For each category, if the items above are disclosed, the firm was scored as 'good' and 'poor' score if the item was omitted				
11	How is the remuneration of the board presented?				
	A 'good' score will be awarded if the firm shows details of the compensation for individual board members. If only summary information or aggregate data for board remuneration is given, a 'fair' score will be assigned. If no information on board remuneration, a 'poor' score will be assigned.				
12	Is there a disclosure on the procedure to determine the remuneration of board of commissioner?				
	'Good' score if there is such disclosure, 'Poor' if there is no such disclosure				

Data Sampel Penelitian

No	Company	Tahun	Skor Dekom	PBV	Growth	ROE	Beta	Proporsi	BUMN	Asing	Institusi	Dum high	Dum medium	Dum low
1	ACES	2008	15	1.9	1.171429	0.1828	0.365497	0.6997	0	0	1	1	0	0
2	ACES	2009	17	2.98	0.184211	0.178	0.103111	0.5997	0	0	1	1	0	0
3	ADHI	2008	46	1.02	-0.27419	0.1395	1.343225	0.51	1	0	0	1	0	0
4	ADHI	2009	47	1.01	1.044444	0.2264	0.865417	0.5228	1	0	0	1	0	0
5	ADMF	2008	29	0.74	0.821429	0.5232	0.267649	0.75	0	0	0	1	0	0
6	ADMF	2009	40	2.58	0.188235	-0.4571	0.509488	0.95	0	0	1	1	0	0
7	AHAP	2008	26	0.93	0.25	0.0556	0.329524	0.51	0	0	0	1	0	0
8	AHAP	2009	28	1.08	2	0.1379	1.338686	0.6136	0	0	1	1	0	0
9	AIMS	2008	14	0.75	0.333333	0.0664	-0.8228	0.2841	0	0	0	0	1	0
10	AIMS	2009	14	0.93	-0.5	0.0315	0.776193	0.2841	0	1	0	0	1	0
11	AKRA	2008	21	1.4	0.098361	0.1306	0.878199	0.7124	0	0	1	1	0	0
12	AKRA	2009	22	2.11	0.313433	0.1578	0.785032	0.5939	0	0	1	1	0	0
13	ALFA	2008	7	3.25	2.888889	0.0421	0.136606	0.75	0	0	1	1	0	0
14	ALFA	2009	8	4.19	-5.62857	-0.2431	-0.17818	0.9989	0	0	1	1	0	0
15	AMFG	2008	36	0.35	0.467787	0.1536	0.733004	0.4386	0	1	0	0	1	0
16	AMFG	2009	36	0.53	-0.7042	0.044	0.411019	0.4386	0	1	0	0	1	0
17	ANTA	2008	22	1.38	0	0.1079	0.409477	0.55	0	0	1	1	0	0
18	ANTA	2009	24	0.76	0.4	0.1288	0.754059	0.7833	0	0	1	1	0	0
19	ANTM	2008	43	1.29	-0.73371	0.1697	1.613737	0.65	1	0	0	1	0	0
20	ANTM	2009	48	2.58	-0.55944	0.0742	1.732926	0.65	1	0	0	1	0	0
21	APIC	2008	2	0.17	-0.97248	0.0049	0.147733	0.4928	0	0	0	0	1	0
22	APIC	2009	17	0.28	9.333333	0.0436	0.715231	0.4928	0	0	1	0	1	0
23	APOL	2008	21	0.4	-0.95946	0.0062	0.681964	0.3067	0	0	1	0	1	0
24	APOL	2009	21	0.83	-29.995	-0.68941	0.998954	0.3067	0	0	1	0	1	0
25	ARTA	2008	18	1.49	-0.08333	0.0387	0.027541	0.5359	0	0	1	1	0	0

Lampiran 2 (lanjutan)

26	ARTA	2009	19	1.4	0.363636	0.0501	-0.00175	0.5356	0	0	1	1	0	0
27	ASGR	2008	32	0.81	-0.13208	0.1877	1.04269	0.7687	0	0	1	1	0	0
28	ASGR	2009	33	1.12	0.086957	0.1757	0.958575	0.7687	0	0	1	1	0	0
29	ASII	2008	35	1.29	0.410559	0.2778	1.409974	0.5011	0	1	0	1	0	0
30	ASII	2009	37	3.52	0.09203	0.2517	1.264184	0.5011	0	1	0	1	0	0
31	ASJT	2008	12	1.39	1.65	0.0424	0.148349	0.981	1	0	0	1	0	0
32	ASJT	2009	29	1.26	1.384615	0.0921	-0.06841	0.981	1	0	0	1	0	0
33	ASRI	2008	15	0.48	1.833333	0.0335	0.945341	0.3012	0	0	1	0	1	0
34	ASRI	2009	19	0.97	0.558824	0.0488	0.650857	0.167	0	0	0	0	0	1
35	AUTO	2008	19	1.02	0.244068	0.2134	0.777366	0.8672	0	0	1	1	0	0
36	AUTO	2009	22	1.38	0.356948	0.2394	0.460874	0.9565	0	0	1	1	0	0
37	BABP	2008	36	0.61	-0.9025	0.0038	-0.23474	0.6707	0	0	0	1	0	0
38	BABP	2009	47	0.09	1.589744	0.0093	0.76945	0.6707	0	1	0	1	0	0
39	BACA	2008	29	0.79	1	0.0627	0.360545	0.6239	0	0	1	1	0	0
40	BACA	2009	38	0.88	-0.375	0.0445	0.055836	0.217	0	0	0	0	0	1
41	BAEK	2008	39	3.65	0.225	0.1608	0.214704	0.3884	0	0	1	0	1	0
42	BAEK	2009	42	3.59	0.265306	0.1651	-0.07517	0.8889	0	1	0	1	0	0
43	BAYU	2008	9	0.26	0.307692	0.0666	0.311353	0.1712	0	0	1	0	0	1
44	BAYU	2009	18	0.59	-0.94118	0.0046	1.031679	0.1712	0	0	0	0	0	1
45	BBCA	2008	47	3.44	0.285714	0.2481	0.948531	0.5115	0	0	1	1	0	0
46	BBCA	2009	47	4.29	0.179487	0.2444	0.9358	0.4715	0	1	0	0	1	0
47	BBLD	2008	17	0.8	-0.34545	0.059	-0.20194	0.68	0	1	0	1	0	0
48	BBLD	2009	25	0.47	-0.19444	0.0471	0.417906	0.676	0	0	1	1	0	0
49	BBNI	2008	39	0.67	0.311475	0.0792	1.42452	0.7636	1	0	0	1	0	0
50	BBNI	2009	50	1.58	1.0375	0.1298	1.26736	0.7636	1	0	0	1	0	0
51	BBNP	2008	42	1.4	-0.11137	0.0834	0.108112	0.5568	0	0	0	1	0	0
52	BBNP	2009	42	1.11	0.037111	0.0796	-0.14669	0.5568	0	1	0	1	0	0
53	BBRI	2008	46	2.52	0.229008	0.2665	1.416104	0.5682	1	0	0	1	0	0
54	BBRI	2009	46	3.46	0.227743	0.2681	1.439728	0.5677	1	0	0	1	0	0

Lampiran 2 (lanjutan)

55	BFIN	2008	41	0.55	0.159696	0.1707	0.105151	0.2107	0	0	0	0	0	1
56	BFIN	2009	42	0.77	0.298361	0.1964	0.214546	0.1945	0	0	0	0	0	1
57	BHIT	2008	19	0.3	-1.51042	-0.0733	0.701876	0.1935	0	0	1	0	0	1
58	BHIT	2009	14	0.3	0.857143	-0.68941	1.20716	0.2283	0	0	1	0	0	1
59	BIPP	2008	17	0.75	-8	-0.3636	0.476896	0.3746	0	0	1	0	1	0
60	BIPP	2009	23	0.83	0.518519	-0.22	0.353224	0.3746	0	0	1	0	1	0
61	BISI	2008	23	5.8	1.66	0.4234	1.059571	0.34	0	0	1	0	1	0
62	BISI	2009	23	3.98	-0.81203	0.0745	0.857049	0.31	0	0	1	0	1	0
63	BKDP	2008	17	0.47	-0.71111	0.0013	2.448844	0.4316	0	0	1	0	1	0
64	BKDP	2009	21	1.46	-9.69231	-0.0113	0.809611	0.3555	0	0	1	0	1	0
65	BKSW	2008	27	2.45	-0.53846	0.023	0.018635	0.6403	0	0	0	1	0	0
66	BKSW	2009	45	2.6	0	0.0223	0.291983	0.5123	0	0	1	1	0	0
67	BMRI	2008	42	1.38	0.214286	0.1741	1.391743	0.6697	1	1	0	1	0	0
68	BMRI	2009	49	2.8	0.341176	0.2038	1.391743	0.6673	1	1	0	1	0	0
69	BMSR	2008	10	0.67	-4.28571	-0.0518	-0.27633	0.2084	0	0	0	0	0	1
70	BMSR	2009	20	0.47	0.26087	-0.0404	0.42498	0.7101	0	1	0	1	0	0
71	BMTR	2008	22	0.43	-0.71296	0.0605	0.560656	0.5132	0	0	1	1	0	0
72	BMTR	2009	32	0.41	-0.6129	0.0223	1.284797	0.5127	0	0	1	1	0	0
73	BNBA	2008	28	0.35	0.333333	0.0702	0.887776	0.4545	0	1	0	0	1	0
74	BNBA	2009	38	0.74	0	0.068	1.697735	0.4545	0	0	1	0	1	0
75	BNBR	2008	35	0.7	-23	0.834319	0.533082	0.1791	0	0	0	0	0	1
76	BNBR	2009	37	1.61	0.903409	-0.3249	1.63615	0.2161	0	1	0	0	0	1
77	BNGA	2008	44	1.27	-0.76866	0.0729	1.01674	0.6247	0	1	0	1	0	0
78	BNGA	2009	44	1.52	1.31239	0.1399	0.738558	0.9691	0	1	0	1	0	0
79	BNII	2008	37	3.73	0.428571	0.0944	0.120585	0.5561	0	1	0	1	0	0
80	BNII	2009	37	3.06	-1.1	-0.0078	0.824687	0.5433	0	1	0	1	0	0
81	BNLI	2008	47	0.88	-0.09375	0.1055	0.274747	0.44505	0	0	1	0	1	0
82	BNLI	2009	47	1.28	0.068966	0.0993	0.111327	0.44505	0	0	1	0	1	0
83	BRAM	2008	14	0.81	1.425287	0.095	-0.23957	0.6021	0	1	0	1	0	0

Lampiran 2 (lanjutan)

84	BRAM	2009	19	0.66	-0.24171	0.0734	0.326759	0.6021	0	1	0	1	0	0
85	BRPT	2008	25	0.61	-29.995	0.4981	1.268665	0.5213	0	1	0	1	0	0
86	BRPT	2009	25	1.44	1.160164	-0.0846	1.565818	0.5213	0	1	0	1	0	0
87	BSDE	2008	13	0.5	-0.62963	0.1077	1.723519	0.367	0	1	0	0	1	0
88	BSDE	2009	24	4.11	0.4	0.1319	1.255085	0.3673	0	0	1	0	1	0
89	BSWD	2008	28	1.84	-0.18519	0.068	0.369957	0.49	0	0	0	0	1	0
90	BSWD	2009	44	1.72	0.954545	0.1222	0.588688	0.76	0	1	0	1	0	0
91	BTEL	2008	34	0.29	-0.44444	0.0269	0.779888	0.7746	0	0	1	1	0	0
92	BTEL	2009	34	0.83	-0.4	0.0195	1.333609	0.7746	0	0	1	1	0	0
93	BUDI	2008	14	0.79	-0.25	0.0533	0.967536	0.2094	0	0	0	0	0	1
94	BUDI	2009	19	1.11	3.333333	0.1968	0.522949	0.2583	0	0	1	0	1	0
95	BVIC	2008	25	0.62	-0.52381	0.0668	0.69617	0.217	0	1	0	0	0	1
96	BVIC	2009	32	0.84	0.2	0.0735	0.471687	0.4048	0	0	1	0	1	0
97	CENT	2008	12	2.64	-2.03704	-0.2306	0.033178	0.7767	0	1	0	1	0	0
98	CENT	2009	17	1.73	1.714286	0.1396	0.969447	0.7767	0	0	1	1	0	0
99	CFIN	2008	20	0.39	0.482759	0.0961	0.754787	0.5435	0	1	0	1	0	0
100	CFIN	2009	20	0.45	0.348837	0.1145	0.611695	0.5435	0	0	1	1	0	0
101	CKRA	2008	17	0.25	0.064286	0.0119	0.451181	0.6084	0	0	1	1	0	0
102	CKRA	2009	14	0.56	-1.10738	-0.0012	1.166612	0.8	0	1	0	1	0	0
103	CMNP	2008	25	1.33	-0.4	0.0512	0.169875	0.1915	0	0	1	0	0	1
104	CMNP	2009	38	1.24	-0.02778	0.0465	0.36376	0.1653	0	0	0	0	0	1
105	CMPP	2008	12	0.44	0.558376	-0.2583	0.266608	0.6296	0	0	1	1	0	0
106	CMPP	2009	10	0.52	-0.12069	-0.4061	0.704626	0.6296	0	0	1	1	0	0
107	COWL	2008	19	2.6	-0.1	-0.0557	0.52402	0.6652	0	0	0	1	0	0
108	COWL	2009	25	2.01	1	-0.1043	-0.45128	0.6615	0	0	1	1	0	0
109	CPIN	2008	24	5.63	-0.31858	0.1924	0.763097	0.5534	0	0	1	1	0	0
110	CPIN	2009	24	2.52	5.376623	0.5498	1.018211	0.5545	0	0	1	1	0	0
111	CPRO	2008	12	0.66	-1.5	-0.1218	0.977839	0.3719	0	0	1	0	1	0
112	CPRO	2009	12	0.76	0.5	-0.0676	0.989263	0.2299	0	0	1	0	0	1

Lampiran 2 (lanjutan)

113	CSAP	2008	14	1.12	0.583333	0.1286	0.752582	0.4578	0	0	1	0	1	0
114	CSAP	2009	23	0.66	-0.78947	0.0258	0.119773	0.2851	0	0	1	0	1	0
115	CTBN	2008	12	2.46	-0.02077	0.213	0.057376	0.2704	0	0	1	0	1	0
116	CTBN	2009	13	0.25	-0.38221	0.1326	-1.22526	0.42	0	1	0	0	1	0
117	CTRS	2008	11	0.22	-0.16092	0.103	1.419255	0.3992	0	0	1	0	1	0
118	CTRS	2009	20	0.69	-0.60274	0.0392	1.122651	0.6266	0	0	1	1	0	0
119	DEWA	2008	10	0.31	0.2	0.0381	1.470423	0.7535	0	1	0	1	0	0
120	DEWA	2009	17	0.87	-1.16667	-0.0067	2.036676	0.3649	0	1	0	0	1	0
121	DGIK	2008	18	0.32	-0.21429	0.0703	0.510809	0.3303	0	0	1	0	1	0
122	DGIK	2009	44	0.53	0.090909	0.0728	0.801482	0.3303	0	0	1	0	1	0
123	DILD	2008	16	1.1	-0.28571	0.0126	-0.06653	0.3707	0	1	0	0	1	0
124	DILD	2009	22	1.72	0.6	0.0222	1.190457	0.2224	0	1	0	0	0	1
125	DUTI	2008	30	0.82	-0.47619	0.0177	-0.28234	0.5045	0	1	0	1	0	0
126	DUTI	2009	31	0.51	4.227273	0.0855	0.551779	0.5045	0	0	1	1	0	0
127	DVLA	2008	17	1.06	0.41573	0.1394	0.548993	0.9266	0	0	1	1	0	0
128	DVLA	2009	19	1.54	0.02381	0.1302	0.654561	0.9266	0	1	0	1	0	0
129	ELSA	2008	33	0.53	0.058824	0.0829	1.110734	0.411	1	0	0	0	1	0
130	ELSA	2009	42	1.36	2.555556	0.2441	1.131048	0.4167	1	0	0	0	1	0
131	ELTY	2008	35	0.32	0.272727	0.0604	1.67495	0.1999	0	1	0	0	0	1
132	ELTY	2009	42	0.83	-0.5	0.0285	2.179555	0.2433	0	1	0	0	0	1
133	ENRG	2008	26	0.33	-1.25	-0.0094	0.754113	0.2617	0	0	1	0	1	0
134	ENRG	2009	31	1.6	-29.995	-0.68941	2.055169	0.2521	0	0	1	0	1	0
135	EPMT	2008	15	0.55	0.147059	0.1996	0.781998	0.5819	0	0	1	1	0	0
136	EPMT	2009	29	1.14	0.230769	0.2052	0.636264	0.8375	0	0	1	1	0	0
137	EXCL	2008	28	1.56	-1.05714	-0.0035	0.468469	0.6699	0	1	0	1	0	0
138	EXCL	2009	30	1.87	29.83076	0.1942	0.785946	0.667	0	1	0	1	0	0
139	FASW	2008	15	2.88	-0.69388	0.0279	0.093276	0.524	0	0	1	1	0	0
140	FASW	2009	18	2.5	6.466667	0.1746	0.067223	0.524	0	0	1	1	0	0
141	FORU	2008	15	0.25	0.25	0.0988	0.629102	0.0873	0	0	1	0	0	1

Lampiran 2 (lanjutan)

142	FORU	2009	24	0.43	-0.3	0.0678	0.213722	0.0873	0	0	0	0	0	1
143	FREN	2008	13	1.39	-27.5	-0.68941	0.638882	0.6681	0	0	1	1	0	0
144	FREN	2009	18	1.68	0.490566	-0.68941	0.641897	0.196	0	0	0	0	0	1
145	GSMF	2008	14	0.61	-0.25	0.0337	1.048156	0.8639	0	0	1	1	0	0
146	GSMF	2009	21	0.9	0	0.035	0.097241	0.6833	0	1	0	1	0	0
147	HADE	2008	13	0.78	-1.90323	-0.68941	0.523621	0.2537	0	0	1	0	1	0
148	HADE	2009	19	0.73	1.071429	0.0578	0.364949	0.3383	0	0	1	0	1	0
149	HEXA	2008	13	2.11	-0.61194	0.0806	1.412976	0.4859	0	0	1	0	1	0
150	HEXA	2009	27	7.38	4.615385	0.343	1.559411	0.4859	0	1	0	0	1	0
151	HITS	2008	32	1.6	-1.26415	-0.0415	0.841247	0.6384	0	0	1	1	0	0
152	HITS	2009	32	2.16	1.002143	0.001	1.433957	0.6855	0	0	1	1	0	0
153	HMSP	2008	16	4.41	0.07497	0.484	0.29753	0.9795	0	0	1	1	0	0
154	HMSP	2009	15	4.36	0.305962	0.4863	0.105678	0.9818	0	1	0	1	0	0
155	IATA	2008	19	0.57	-29	-0.3153	0.346361	0.4878	0	0	1	0	1	0
156	IATA	2009	19	0.62	0.464286	-0.1864	0.495755	0.5301	0	0	1	1	0	0
157	IDKM	2008	19	1.87	1.15625	0.0694	0.488483	0.2724	0	0	1	0	1	0
158	IDKM	2009	19	0.77	-0.6	0.0293	1.018946	0.2724	0	0	1	0	1	0
159	INCI	2008	17	0.1	-0.09524	0.0215	0.764715	0.208	0	0	1	0	0	1
160	INCI	2009	17	0.24	-3.52632	-0.0582	0.292779	0.208	0	0	0	0	0	1
161	INCO	2008	28	1.15	-0.64478	0.2363	1.527457	0.608	0	0	1	1	0	0
162	INCO	2009	27	2.1	-0.52658	0.1078	1.640473	0.5873	0	1	0	1	0	0
163	INPC	2008	28	0.47	-0.01167	0.0237	0.45447	0.2248	0	1	0	0	0	1
164	INPC	2009	29	0.68	0.92126	0.0435	0.193703	0.1542	0	0	0	0	0	1
165	INTA	2008	18	0.31	1.409091	0.0698	0.81174	0.3267	0	0	1	0	1	0
166	INTA	2009	32	0.83	0.641509	0.1048	0.951741	0.3267	0	1	0	0	1	0
167	ISAT	2008	31	1.79	-0.07979	0.1079	0.877066	0.4081	0	0	1	0	1	0
168	ISAT	2009	38	1.43	-0.20231	0.0834	0.74884	0.65	0	1	0	1	0	0
169	JKON	2008	12	4.04	0.25	0.1758	0.226472	0.6765	0	1	0	1	0	0
170	JKON	2009	17	3.23	0.228571	0.1897	0.184992	0.6765	0	0	1	1	0	0

Lampiran 2 (lanjutan)

171	JRPT	2008	18	1.11	0.35	0.1198	0.171148	0.6359	0	0	0	1	0	0
172	JRPT	2009	18	1.63	0.296296	0.1419	-0.09896	0.6624	0	0	1	1	0	0
173	JSMR	2008	30	0.94	1.536585	0.1077	1.040317	0.7	1	0	0	1	0	0
174	JSMR	2009	48	8.25	0.403846	0.1382	0.778806	0.7	1	0	0	1	0	0
175	JSPT	2008	20	1.66	-3.18182	-0.0565	-0.55243	0.5751	0	0	1	1	0	0
176	JSPT	2009	23	1.54	2.416667	0.075	0.68865	0.5763	0	0	1	1	0	0
177	JTPE	2008	23	1.45	1.3	0.1235	-0.1495	0.6429	0	0	1	1	0	0
178	JTPE	2009	23	2.02	2.173913	0.2877	-0.06727	0.6429	0	0	1	1	0	0
179	KAEF	2008	20	0.45	0.111111	0.0584	0.794655	0.9003	1	0	0	1	0	0
180	KAEF	2009	27	0.71	0.1	0.0628	0.595244	0.9003	1	0	0	1	0	0
181	KBLV	2008	18	3.18	-29.995	-0.4144	0.155362	0.5602	0	0	0	1	0	0
182	KBLV	2009	26	2.86	1.325203	0.1178	-0.24286	0.5511	0	1	0	1	0	0
183	KIJA	2008	13	0.43	-3.5	-0.0393	1.095924	0.0638	0	0	0	0	0	1
184	KIJA	2009	27	1.02	1.2	0.0102	1.14625	0.0588	0	0	0	0	0	1
185	KLBF	2008	22	1.12	0.014493	0.1951	0.708317	0.0969	0	0	1	0	0	1
186	KLBF	2009	27	3.06	0.3	0.2155	0.51037	0.1017	0	0	0	0	0	1
187	KOIN	2008	25	0.38	-0.38462	0.0614	0.011706	-0.4119	0	1	0	0	1	0
188	KOIN	2009	27	1.03	-0.125	0.0498	0.22029	0.4119	0	0	1	0	1	0
189	KONI	2008	12	0.42	-0.94737	-0.1691	-0.04159	0.6416	0	0	0	1	0	0
190	KONI	2009	20	0.25	2.945946	0.2482	-0.09321	0.6416	0	0	1	1	0	0
191	KPIG	2008	16	0.68	-1.30097	-0.0644	-0.08377	0.2609	0	0	1	0	1	0
192	KPIG	2009	20	0.61	2.16129	0.07	0.633959	0.3863	0	0	1	0	1	0
193	KREN	2008	17	1.55	-0.77419	0.0365	0.710836	0.2492	0	0	1	0	0	1
194	KREN	2009	17	1.84	2	0.0969	0.798347	0.2506	0	0	1	0	1	0
195	LCGP	2008	16	0.44	-3.5	-0.0412	0.42017	0.54	0	0	1	1	0	0
196	LCGP	2009	13	0.44	0.8	-0.0067	0.209087	0.3586	0	1	0	0	1	0
197	LION	2008	13	0.79	0.495885	0.1881	0.027087	0.2885	0	1	0	0	1	0
198	LION	2009	16	0.48	-0.11142	0.1476	0.752172	0.2885	0	1	0	0	1	0
199	LMSH	2008	14	0.91	0.55412	0.095	0.442656	0.2554	0	1	0	0	1	0

Lampiran 2 (lanjutan)

200	LMSH	2009	16	0.58	-0.74012	0.0604	-0.93646	0.2555	0	1	0	0	1	0
201	LPCK	2008	18	0.3	0.25	0.03	0.594627	0.422	0	0	1	0	1	0
202	LPCK	2009	23	0.31	0.85	0.0515	2.448844	0.422	0	0	1	0	1	0
203	LPGI	2008	16	0.09	-0.21359	0.0204	0.502708	0.2133	0	1	0	0	0	1
204	LPGI	2009	18	0.18	0.901235	0.0478	0.360307	0.2133	0	1	0	0	0	1
205	LPKR	2008	24	3.08	0.05	0.0824	0.333486	0.24	0	1	0	0	0	1
206	LPKR	2009	37	1.81	0.047619	0.0794	0.346551	0.0788	0	0	0	0	0	1
207	LPLI	2008	14	0.05	-0.96336	0.0126	0.653924	0.2701	0	0	1	0	1	0
208	LPLI	2009	18	0.19	-4.72593	-0.1361	0.733463	0.2005	0	0	1	0	0	1
209	LPPS	2008	10	0.37	-1.00946	-0.0047	0.431064	0.3089	0	1	0	0	1	0
210	LPPS	2009	15	0.43	21.48438	0.112	0.189899	0.5116	0	1	0	1	0	0
211	LSIP	2008	14	1.25	0.646489	0.2901	1.773031	0.3464	0	0	1	0	1	0
212	LSIP	2009	24	2.99	-0.23824	0.1855	1.58483	0.3221	0	1	0	0	1	0
213	LTLS	2008	12	0.52	1.032609	0.1824	1.351705	0.6303	0	0	1	1	0	0
214	LTLS	2009	10	0.77	-0.41176	0.1126	0.879636	0.6303	0	0	1	1	0	0
215	MAMI	2008	21	0.15	1.05	0.0059	0.400555	0.2944	0	1	0	0	1	0
216	MAMI	2009	21	0.15	0	0.0052	0.575401	-0.241	0	1	0	0	0	1
217	MAPI	2008	14	0.53	-1.6	-0.0619	0.304226	0.4236	0	0	0	0	1	0
218	MAPI	2009	15	0.8	3.357143	0.1273	0.570124	0.5883	0	0	1	1	0	0
219	MCOR	2008	33	0.79	1.5	0.0139	0.524125	0.26	0	0	1	0	1	0
220	MCOR	2009	39	1.02	5	0.0533	0.680885	0.4788	0	1	0	0	1	0
221	MDLN	2008	20	0.15	-0.91667	0.0023	0.9511	0.2982	0	1	0	0	1	0
222	MDLN	2009	20	0.37	0	0.0023	1.085344	0.3028	0	1	0	0	1	0
223	MDRN	2008	22	0.54	0	0.0065	0.219628	0.5831	0	1	0	1	0	0
224	MDRN	2009	29	0.47	5.333333	0.0365	1.376531	0.4893	0	1	0	0	1	0
225	MEDC	2008	25	0.77	29.83076	0.3822	1.434093	0.507	0	1	0	1	0	0
226	MEDC	2009	43	1.05	-0.93174	0.0271	1.253277	0.507	0	1	0	1	0	0
227	MEGA	2008	42	1.98	-0.03438	0.1748	-0.23098	0.5522	0	0	1	1	0	0
228	MEGA	2009	42	2.15	-0.45307	0.1579	0.806256	0.5782	0	0	1	1	0	0

Lampiran 2 (lanjutan)

229	MERK	2008	6	2.43	0.102128	0.3013	0.320838	0.74	0	0	1	1	0	0
230	MERK	2009	16	5.06	0.487395	0.4142	0.450194	0.74	0	1	0	1	0	0
231	MFIN	2008	20	0.38	0.338983	0.2656	0.620476	0.7042	0	0	1	1	0	0
232	MFIN	2009	23	0.69	0.037975	0.2286	0.64895	0.7042	0	0	1	1	0	0
233	MICE	2008	13	0.49	-0.2	0.1148	0.091029	0.6044	0	1	0	1	0	0
234	MICE	2009	15	0.7	0.275	0.1338	0.550117	0.6044	0	0	1	1	0	0
235	MNCN	2008	12	0.49	-0.6129	0.0391	0.544557	0.7114	0	0	1	1	0	0
236	MNCN	2009	15	0.67	1.333333	0.0893	1.28454	0.7172	0	0	1	1	0	0
237	MPPA	2008	20	0.94	-0.94737	0.0033	0.479751	0.501	0	1	0	1	0	0
238	MPPA	2009	23	1.33	29.83076	0.0965	0.220993	0.5023	0	0	1	1	0	0
239	MREI	2008	16	0.48	0.675	0.1843	-0.56939	0.3032	0	0	1	0	1	0
240	MREI	2009	16	0.78	0.223881	0.2227	0.380516	0.3032	0	1	0	0	1	0
241	OKAS	2008	30	1.69	0	0.1278	-0.06254	0.2365	0	0	1	0	0	1
242	OKAS	2009	32	4.8	-0.0625	0.1335	0.316967	0.52	0	1	0	1	0	0
243	PANR	2008	16	0.97	-0.33333	0.0327	0.552052	0.6425	0	1	0	1	0	0
244	PANR	2009	15	1.5	0.25	0.0358	0.406674	0.6425	0	0	1	1	0	0
245	PANS	2008	14	0.92	-0.57851	0.1201	0.690289	-0.3344	0	0	1	0	1	0
246	PANS	2009	22	0.84	3.058824	0.3433	0.43074	0.3	0	0	1	0	1	0
247	PEGE	2008	22	0.97	-0.45	0.0727	0.047452	0.4275	0	0	1	0	1	0
248	PEGE	2009	23	0.82	1.363636	0.1493	-0.82003	0.292	0	0	0	0	1	0
249	PGAS	2008	48	8.6	-0.89105	0.0896	0.85454	0.5522	1	0	0	1	0	0
250	PGAS	2009	50	8.06	8.178571	0.5309	1.081079	0.5697	1	0	0	1	0	0
251	PGLI	2008	10	1.56	1	0.0209	-1.22526	0.6639	0	0	1	1	0	0
252	PGLI	2009	13	1.35	-0.5	0.0087	-0.57996	0.4682	0	0	1	0	1	0
253	PJAA	2008	27	0.64	-0.05682	0.1497	0.452598	0.72	1	0	0	1	0	0
254	PJAA	2009	32	0.84	0.036145	0.142	0.56328	0.72	1	0	0	1	0	0
255	PLIN	2008	25	6.12	-3.27586	-0.1674	0.461581	0.216	0	0	1	0	0	1
256	PLIN	2009	40	5.26	2.242424	0.1735	0.213497	0.2465	0	0	1	0	0	1
257	PNBN	2008	31	1.49	-0.17021	0.1006	1.076505	0.4478	0	0	1	0	1	0

Lampiran 2 (lanjutan)

258	PNBN	2009	42	1.7	0.102564	0.0963	0.792097	0.4468	0	0	1	0	1	0
259	PNIN	2008	18	0.22	-0.10345	0.1132	0.855627	0.2971	0	0	0	0	1	0
260	PNIN	2009	19	0.32	0.269231	0.1252	0.858316	0.2971	0	0	1	0	1	0
261	PNLF	2008	18	0.46	-0.21053	0.0852	1.147216	0.5606	0	0	1	1	0	0
262	PNLF	2009	19	0.7	0.266667	0.0971	1.107764	0.5696	0	0	1	1	0	0
263	POOL	2008	15	0.25	-0.325	0.0825	-0.03151	0.699	0	0	1	1	0	0
264	POOL	2009	31	0.46	-0.55556	0.0688	0.008647	0.8082	0	0	1	1	0	0
265	PSKT	2008	11	2.85	1.055556	0.0021	-0.01237	0.338	0	0	1	0	1	0
266	PSKT	2009	17	2.76	7	0.0297	-0.04375	0.338	0	0	0	0	1	0
267	PTBA	2008	30	3.98	1.352381	0.4271	1.865425	0.6502	1	0	0	1	0	0
268	PTBA	2009	42	6.97	0.597841	0.4784	1.301313	0.6502	1	0	0	1	0	0
269	PTRO	2008	22	0.48	-0.70968	0.0251	0.479947	0.779	0	1	0	1	0	0
270	PTRO	2009	22	1.39	-0.99217	0.0199	-0.02665	0.9855	0	0	1	1	0	0
271	PTSP	2008	7	18.36	18	-0.68941	0.028444	0.594	0	1	0	1	0	0
272	PTSP	2009	23	3.62	1.631579	-0.6414	-0.2512	0.594	0	1	0	1	0	0
273	PWON	2008	16	4.05	-1.09091	-0.0094	0.465623	0.2215	0	0	0	0	0	1
274	PWON	2009	16	4.71	16	0.1274	1.554526	0.2214	0	1	0	0	0	1
275	RAJA	2008	10	0.91	-0.5	0.0014	0.79129	0.3462	0	1	0	0	1	0
276	RAJA	2009	17	1.7	0.785714	0.0024	1.295913	0.251	0	1	0	0	1	0
277	RMBA	2008	17	2.02	0	0.1382	0.674494	0.4173	0	0	1	0	1	0
278	RMBA	2009	26	2.49	-0.88889	0.0143	-0.11011	0.9914	0	1	0	1	0	0
279	RODA	2008	15	0.54	0.813953	-0.0081	-0.11684	0.502	0	1	0	1	0	0
280	RODA	2009	15	0.56	-0.96154	0.0003	0.483285	0.502	0	1	0	1	0	0
281	RUIS	2008	14	1.6	-0.17021	0.1492	0.52399	0.6358	0	0	1	1	0	0
282	RUIS	2009	22	0.67	-0.38462	0.0882	-0.55454	0.6161	0	0	1	1	0	0
283	SCBD	2008	11	1.63	-0.26087	-0.0752	-0.01135	0.8241	0	0	1	1	0	0
284	SCBD	2009	13	1.35	3.758621	0.1709	0.917609	0.8241	0	0	1	1	0	0
285	SCMA	2008	4	0.58	0.626866	0.1534	0.745719	0.7869	0	1	0	1	0	0
286	SCMA	2009	25	0.82	0.366972	0.2045	0.238713	0.8578	0	0	1	1	0	0

Lampiran 2 (lanjutan)

287	SDPC	2008	28	0.82	0	0.1194	0.428247	0.55	0	1	0	1	0	0
288	SDPC	2009	33	0.91	0	0.1066	0.09245	0.55	0	1	0	1	0	0
289	SDRA	2008	4	0.37	0.190476	0.1878	0.573824	0.54	0	0	1	1	0	0
290	SDRA	2009	39	1.81	-0.12	0.1405	0.118215	0.5396	0	0	0	1	0	0
291	SHID	2008	17	0.58	1.8	0.055	0.640649	0.4168	0	0	1	0	1	0
292	SHID	2009	20	1.53	-0.42857	0.0313	0.719455	0.4168	0	1	0	0	1	0
293	SIIP	2008	14	1.09	-0.875	0.0703	0.225128	0.3625	0	1	0	0	1	0
294	SIIP	2009	18	0.51	-0.23077	0.052	-0.04864	0.4013	0	0	1	0	1	0
295	SIPD	2008	14	0.45	0.5	0.0264	0.175705	0.0314	0	1	0	0	0	1
296	SIPD	2009	17	0.4	0.333333	0.0316	0.24672	0.1556	0	1	0	0	0	1
297	SMAR	2008	17	1.06	0.05814	0.2267	0.703368	0.9521	0	0	1	1	0	0
298	SMAR	2009	24	1.53	-0.28297	0.1561	1.018623	0.9521	0	0	1	1	0	0
299	SMCB	2008	16	1.72	0.681818	0.1006	1.408268	0.7733	0	1	0	1	0	0
300	SMCB	2009	17	3.58	2.162162	0.2702	1.356465	0.7733	0	1	0	1	0	0
301	SMDM	2008	11	0.35	0.923077	-0.0166	1.374772	0.5502	0	1	0	1	0	0
302	SMDM	2009	18	0.32	1.25	0.0023	0.511995	0.7367	0	1	0	1	0	0
303	SMDR	2008	10	0.21	0.247585	0.0807	0.480774	0.5797	0	0	1	1	0	0
304	SMDR	2009	16	0.36	-1.09197	-0.009	0.485575	0.5798	0	0	1	1	0	0
305	SMGR	2008	14	3.07	0.421405	0.3127	1.10719	0.5101	1	0	0	1	0	0
306	SMGR	2009	41	4.39	0.32	0.3262	0.849599	0.5101	1	0	0	1	0	0
307	SMMA	2008	13	0.56	-0.6371	0.0994	1.190589	0.554	0	1	0	1	0	0
308	SMMA	2009	16	2.46	1.511111	0.1946	0.163405	0.5734	0	1	0	1	0	0
309	SMRA	2008	19	0.68	-0.7	0.06	1.245744	0.2229	0	0	1	0	0	1
310	SMRA	2009	25	2.25	0.733333	0.0974	1.216405	0.2506	0	0	1	0	1	0
311	SSIA	2008	21	0.67	-1.83333	-0.0159	1.133087	0.1999	0	0	1	0	0	1
312	SSIA	2009	28	0.43	2.5	0.0232	0.781361	0.1212	0	0	0	0	0	1
313	SULI	2008	20	0.7	-10.2727	-0.68941	0.963791	0.5168	0	1	0	1	0	0
314	SULI	2009	23	2.1	0.588235	-0.4695	1.508894	0.31	0	0	1	0	1	0
315	TCID	2008	16	1.35	-0.07154	0.1407	0.173606	0.6078	0	0	1	1	0	0

Lampiran 2 (lanjutan)

316	TCID	2009	20	1.85	0.085814	0.1415	0.517432	0.6084	0	1	0	1	0	0
317	TIRA	2008	11	1.23	-0.46512	0.0174	0.155756	0.4252	0	0	0	0	1	0
318	TIRA	2009	12	1.3	0.608696	0.028	0.398939	0.4252	0	0	1	0	1	0
319	TLKM	2008	27	4.35	-0.17398	0.3095	0.849485	0.5182	1	0	0	1	0	0
320	TLKM	2009	48	4.89	0.066414	0.2906	0.857794	0.5247	1	0	0	1	0	0
321	TMAS	2008	12	0.51	4.44	0.3139	0.804149	0.8778	0	1	0	1	0	0
322	TMAS	2009	16	0.73	-2.15441	-0.5441	0.996242	0.8778	0	0	1	1	0	0
323	TMPI	2008	8	0.76	1.5625	0.0021	1.154181	0.203	0	0	1	0	0	1
324	TMPI	2009	21	0.43	-2.39024	-0.003	1.055874	0.1726	0	0	0	0	0	1
325	TMPO	2008	12	0.93	0	0.0459	0.151285	0.2483	0	1	0	0	0	1
326	TMPO	2009	20	0.77	-0.5	0.0202	-0.11465	0.2483	0	0	1	0	0	1
327	TOTL	2008	24	0.54	-0.68421	0.039	1.409053	0.565	0	0	1	1	0	0
328	TOTL	2009	36	1.04	2.166667	0.1058	1.065883	0.565	0	0	1	1	0	0
329	TRIM	2008	14	1.12	-0.65385	0.0819	0.491503	0.2505	0	1	0	0	1	0
330	TRIM	2009	19	1.76	-0.33333	0.0585	0.683081	0.2651	0	1	0	0	1	0
331	TRUB	2008	13	1.56	-1.75	-0.1054	0.518724	0.2731	0	0	1	0	1	0
332	TRUB	2009	12	0.97	2.166667	0.1105	1.195634	0.2797	0	0	1	0	1	0
333	TRUS	2008	13	1.44	0.192308	0.1158	0.180443	0.3	0	0	0	0	1	0
334	TRUS	2009	15	1.23	0.322581	0.1337	-0.00433	0.3	0	0	1	0	1	0
335	TURI	2008	18	1.02	0.294118	0.2392	0.527925	0.4847	0	0	0	0	1	0
336	TURI	2009	33	2.43	0.261364	0.3103	1.071642	0.4384	0	0	1	0	1	0
337	ULTJ	2008	7	2.04	9.5	0.2675	0.730083	0.214	0	1	0	0	0	1
338	ULTJ	2009	17	1.41	-0.8	0.0513	0.341565	0.214	0	0	1	0	0	1
339	UNIT	2008	6	0.08	-0.35714	0.0164	0.514827	0.1775	0	0	1	0	0	1
340	UNIT	2009	4	0.07	0.037037	0.0163	0.270633	0.359	0	1	0	0	1	0
341	UNSP	2008	23	0.4	-0.34286	0.0703	1.81358	0.2387	0	1	0	0	0	1
342	UNSP	2009	40	0.82	0.456522	0.0947	2.144111	0.0547	0	0	0	0	0	1
343	UNTR	2008	29	1.32	0.526718	0.239	1.629872	0.5845	0	0	1	1	0	0
344	UNTR	2009	42	3.72	0.43375	0.2758	1.389548	0.595	0	0	1	1	0	0

Lampiran 2 (lanjutan)

345	UNVR	2008	24	19.2	0.225681	0.7764	0.565142	0.85	0	0	1	1	0	0
346	UNVR	2009	27	22.77	0.266667	0.8221	0.266375	0.85	0	1	0	1	0	0
347	VOKS	2008	15	11.49738	-0.90769	0.0166	-0.05389	0.2895	0	1	0	0	1	0
348	VOKS	2009	17	0.91	9.666667	0.1427	-0.30349	0.2197	0	1	0	0	0	1
349	WAPO	2008	15	0.57	-3.33333	-0.0045	0.23909	0.6131	0	0	1	1	0	0
350	WAPO	2009	25	0.61	1.285714	0.0013	-0.41895	0.6131	0	0	1	1	0	0
351	WEHA	2008	24	0.82	0.1	0.0694	0.994111	0.6935	0	0	1	1	0	0
352	WEHA	2009	34	0.72	0.090909	0.0701	0.674588	0.669	0	0	1	1	0	0
353	WICO	2008	11	0.98	0.047619	0.3853	-0.22348	0.781	0	1	0	1	0	0
354	WICO	2009	16	0.87	1.35	-0.1133	0.110245	0.781	0	1	0	1	0	0
355	WIKA	2008	25	0.93	0.227273	0.1127	1.210361	0.6842	1	0	0	1	0	0
356	WIKA	2009	45	1.24	0.185185	0.1234	0.94769	0.6838	1	0	0	1	0	0
357	WOMF	2008	13	0.65	1.070922	0.0751	1.143609	0.4699	0	0	1	0	1	0
358	WOMF	2009	19	0.95	2	0.1804	0.819041	0.5003	0	0	1	1	0	0
359	YULE	2008	11	0.36	-0.6	0.0195	0.313916	0.5244	0	1	0	1	0	0
360	YULE	2009	16	0.31	-3.75	-0.0579	0.063569	0.5244	0	0	1	1	0	0