



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE*, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, DAN *CASH HOLDING* DALAM UPAYA
MENINGKATKAN KESEJAHTERAAN PEMEGANG SAHAM**

SKRIPSI

**FITRI NIATI
1006812112**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI S1 EKSTENSI AKUNTANSI
DEPOK
JULI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE*, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, DAN *CASH HOLDING* DALAM UPAYA
MENINGKATKAN KESEJAHTERAAN *SHAREHOLDER***

SKRIPSI

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Sarjana Ekonomi**

**FITRI NIATI
1006812112**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI S1 EKSTENSI AKUNTANSI
DEPOK
JULI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Fitri Niati

NPM : 1006812112

Tanda Tangan :



Tanggal : 13 Juli 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :

Nama : Fitri Niati

NPM : 1006812112

Jurusan : S1 Ekstensi Akuntansi

Judul Skripsi

*)Indonesia : Pengaruh *Corporate Governance*, Kepemilikan Manajerial, dan *Cash Holding* dalam Upaya Meningkatkan Kesejahteraan Pemegang Saham

*)Inggris : *The Influence of Corporate Governance, Ownership Managerial, and Cash Holding as the Effort to Increase Shareholder's Welfare.*

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi S1 Ekstensi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Aria Farah Mita, S.E., MSM (.....)

Penguji : Purwatiningsih, S.E., MBA (.....)

Penguji : Rafika Yuniasih, S.E., MSM (.....)

Ditetapkan di : Depok, Jawa Barat

Tanggal : 13 Juli 2012

Ketua Program Ekstensi Akuntansi



Sri Nurhayati, S.E., MM., SAS.

NIP: 196003171986022001

KATA PENGANTAR

Puji Syukur penulis panjatkan kepada ALLAH SWT, karena atas rahmat dan hidayah-Nya, penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Penulisan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi jurusan Akuntansi dari Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, baik dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan skripsi ini sangatlah sulit bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini. Untuk itu penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada :

1. Ibu Aria Farah Mita, S.E., MSM selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran di dalam mengarahkan penulis dalam penyusunan skripsi ini. Terima kasih atas perhatian, bantuan, dan kesabaran yang telah Ibu berikan selama masa bimbingan skripsi ini.
2. Ibu Purwatiningsih, S.E., MBA dan Ibu Rafika Yuniasih, S.E., MSM selaku dosen penguji yang telah banyak memberikan masukan dan saran kepada penulis. Semoga penelitian ini akan bermanfaat dengan adanya perbaikan sesuai dengan yang Ibu harapkan.
3. Seluruh dosen dan staf pengajar FEUI yang selama ini yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat bagi penulis selama perkuliahan baik di Diploma Tiga (D3) maupun S1 Ekstensi di Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia semoga dapat berguna sebagai bekal penulis di masa depan.
4. *The most influenced and the best people, My parents, My Brother (Ferdie), My Sister in Law (Disha), My Sister (Fifie), My Brother in Law (Indra) and the new member in our family, the most handsome boy, (Fabian).* Sungguh, ucapan terima kasih tidaklah cukup untuk membalas segala kebaikan, doa, dan pengertian yang telah kalian berikan ketika penulis merasa masa-masa sulit selama penyusunan skripsi ini. Khusus untuk kakak tercinta Mas Endi (Ferdie) yang dengan ikhlas meskipun atas bujukan dan paksaan Mama telah

bersedia untuk meminjamkan laptop kepada penulis selama penyusunan skripsi ini dan selalu mengingatkan agar cepat bekerja dan mencari uang.

5. Mbah (Nenek) dan Mbak Tin (Bu'de) yang telah menyediakan tempat tinggal dan makanan kepada penulis sejak perkuliahan Diploma Tiga (D3) sampai S1 di Depok. Sungguh, kebaikan dan kesabaran kalian berdua tidak terhingga dan tergantikan.
6. *My best friends* selama masa perkuliahan Ekstensi Depok, Hasna, Dita, Ifah, Ipit, Genis, Irna, dan Insana. Terima kasih atas segalanya tanpa kalian mungkin penulis tidak bisa melalui masa-masa perkuliahan ini. Banyak hal dan kenangan yang telah kita lalui bersama. Semoga persahabatan kita tetap selalu terjaga. *I will miss the time when we spent time together. "Saranghae keurigo jeongmal komawo chingu ya!"*
7. Sahabat setia penulis, Heri dan Yudi yang selalu memberikan keyakinan dan pengertian akan masa-masa sulit yang dihadapi penulis selama penulisan skripsi ini dan Riska, Ria, Daya, Gabby, Citra, dan Kiki yang selalu memberikan dukungan dan doa di manapun kalian berada meskipun kita terhalang oleh jarak dan waktu. Kalian semua telah mengajarkan apa arti persahabatan itu sebenarnya.
8. Teman seperjuangan selama masa bimbingan Listy. Sekecil apapun usaha yang telah kita lakukan pasti akan membuahkan hasil. Terima kasih atas banruannya selama ini.
9. Teman-teman yang selalu bersama sejak Diploma Tiga angkatan 2007 dan Ekstensi Akuntansi angkatan 2010 Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia yang bersama-sama berjuang selama masa-masa perkuliahan. *"Thank you for Everything"* lima tahun menjalani perkuliahan merupakan suatu perjalanan yang panjang akan tetapi waktu bukanlah yang singkat juga banyak hal yang sudah terjadi. Sungguh perjuangan kita selama ini akan mencapai akhir yang indah. Waktu bukanlah hambatan untuk mencapai kesuksesan seseorang namun percayalah setiap orang memiliki waktu yang berbeda-beda untuk mencapai kesuksesan tersebut.

10. Teman-teman penulis yang telah meluangkan waktu, tenaga, dan pikiran dalam membantu teknis pengolahan data Aldi, Itin dan Wendy. Serta, Nindya, Hain, dan Alice yang setia mendukung, memberikan nasihat positif, dan mendoakan kelancaran sejak proses penyusunan proposal skripsi.
11. Teman-teman penulis, Agus dan Nanda serta lembaga IICD yang telah membantu penulis dalam memperoleh data dalam penulisan skripsi ini.
12. ALLAH SWT, terima kasih atas kesabaran dan kekuatan yang Engkau berikan. Engkau selalu memberikan kemudahan tanpa penulis sadari dan penulis selalu percaya bahwa Engkau sayang kepada hamba-hambanya dengan cara-cara yang berbeda.
13. SUPER JUNIOR members, Leeteuk, Heechul, Hangeng, Kangin, Yesung, Shindong, Sungmin, Enhyuk, Donghae, Siwon, Ryewook, Kibum dan Kyuhyun yang telah menjadi “Vitamin” bagi penulis sejak tahun 2009. Kerja keras kalian telah mengajarkan bahwa kesuksesan yang dicapai tidaklah semudah membalikan telapak tangan. Terima kasih sudah terus berssama karena *Always I believe and protect 13 SUPERMAN. Super Junior is not the end but is and...SUPER JUNIOR dan ELF yeongwonhi saranghanda!!*

Akhir kata, penulis hanya berharap semoga ALLAH SWT berkenan membalas segala kebaikan dan ketulusan hati saudara-saudara semua. Semoga penulisan skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi pengembangan dan kemajuan ilmu pengetahuan di Indonesia.

Depok, 13 Juli 2012

Penulis

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

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

Nama : Fitri Niati
NPM : 1006812112
Program Studi : S1 Ekstensi
Departemen : Akuntansi
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Skripsi

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

Pengaruh *Corporate Governance*, Kepemilikan Manajerial, dan *Cash Holding* dalam Upaya Meningkatkan Kesejahteraan Pemegang Saham

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 memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 13 Juli 2012

Yang menyatakan



(Fitri Niati)

ABSTRAK

Nama : Fitri Niati
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Judul : Pengaruh *Corporate Governance*, Kepemilikan Manajerial, dan *Cash Holding* dalam Upaya Meningkatkan Kesejahteraan Pemegang Saham

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti secara empiris mengenai pengaruh mekanisme *corporate governance* (CG), kepemilikan manajerial, dan *cash holdings* terhadap kesejahteraan pemegang saham. Penelitian ini menggunakan 672 observasi perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada rentang waktu 2007-2010. Kesejahteraan pemegang saham diukur dengan menggunakan *price-to-book value*. Penelitian ini menggunakan indeks *corporate governance* yang diterbitkan oleh *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD). Penelitian ini menggunakan data panel dengan *Fixed Effect - Cross Section Weighted Method*. Penelitian ini memberikan hasil bahwa indeks CG memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap kesejahteraan pemegang saham. Namun, tidak ditemukan pengaruh yang signifikan untuk variabel kepemilikan manajerial dan variabel kepemilikan kas terhadap kesejahteraan pemegang saham.

Kata kunci : *Corporate Governance*, Kepemilikan Manajerial, *Cash Holding*, Kesejahteraan Pemegang Saham

ABSTRACT

Name : Fitri Niati
Study Program : S1 Extension of Accounting
Title : The Influence of Corporate Governance, Managerial Ownership, and Cash Holding as the Effort to Increase Shareholder's Wealth.

This research aims to give empirical evidence the influence of corporate governance, ownership managerial, and cash holding to shareholder's wealth. This research is conducted by using samples of 672 non financial companies listed in Indonesian Stock Exchange (IDX) during the period of 2007-2010. Shareholder's wealth is measured by price-to-book value (PBV). We used corporate governance index issued by Indonesian Institute for Corporate Directorship (IICD). We used panel data structure with Fixed Effect-Cross Section Weighted Method regress the research model. The result of this research shows that corporate governance index have positive and significant influence to shareholder's wealth. However, there is no significant influence between managerial ownership and cash holding to shareholder's wealth.

Key words : Corporate Governance, Managerial Ownership, Cash Holding, Shareholder's Wealth.

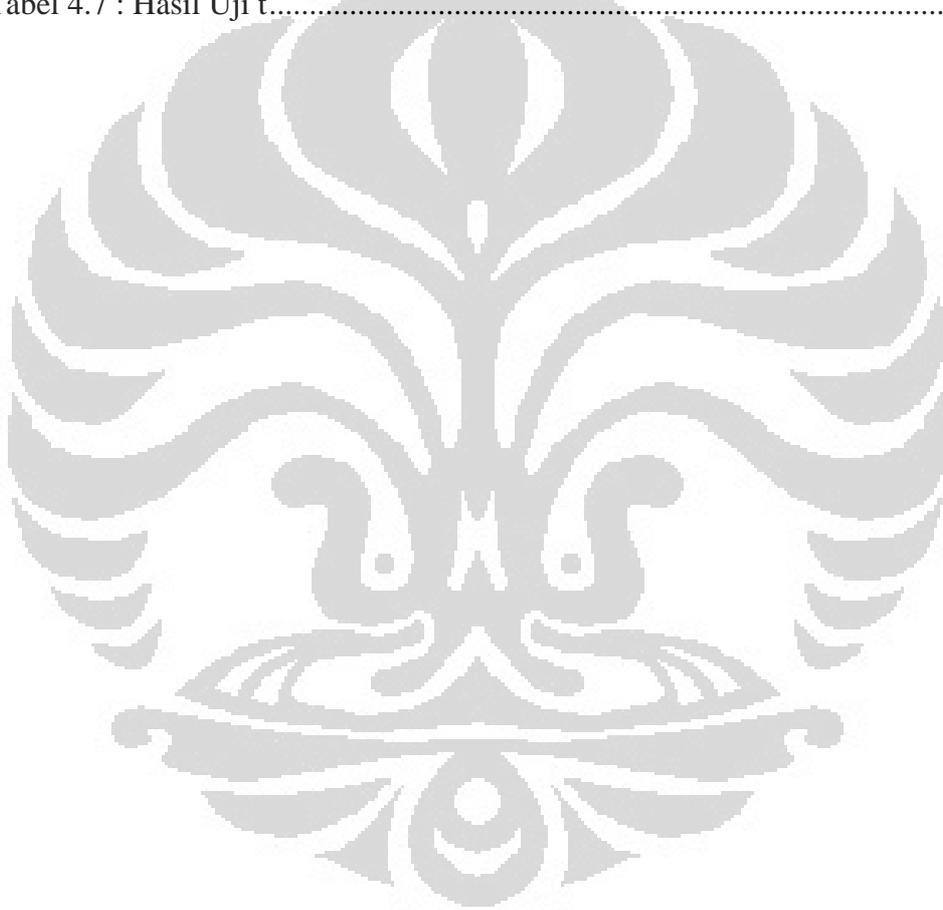
DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	ii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iv
KATA PENGANTAR	v
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	viii
ABSTRAK	ix
ABSTRACT	x
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB 1 : PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	5
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Manfaat Penelitian	5
1.5 Ruang Lingkup dan Batasan Penelitian	6
1.6 Sistematika Penulisan	7
BAB 2 : TINJAUAN PUSTAKA	8
2.1 Kesejahteraan Pemegang Saham	8
2.1.1 Nilai Perusahaan dan Kesejahteraan Pemegang Saham	8
2.1.2 <i>Agency Problem</i> dan Kesejahteraan Pemegang Saham	11
2.1.3 Pengukuran Kesejahteraan Pemegang Saham	12
2.2 <i>Corporate Governance</i>	16
2.2.1 Latar Belakang <i>Corporate Governance</i>	16
2.2.2 Pengertian <i>Corporate Governance</i>	18
2.2.3 Asas <i>Good Corporate Governance</i>	20
2.2.4 Manfaat <i>Corporate Governance</i>	21
2.3 Struktur Kepemilikan.....	23
2.4 <i>Cash Holding</i> (Kepemilikan Kas).....	26
2.5 Penelitian – Penelitian Terdahulu	27
2.6 Pengembangan Hipotesis	29
BAB 3 : METODOLOGI PENELITIAN.....	32
3.1 Kerangka Pemikiran.....	32
3.2 Model Penelitian	35
3.3 Operasionalisasi Variabel	36
3.3.1 Variabel Kesejahteraan Pemegang Saham (<i>Shareholder Welfare</i>)	36
3.3.2 Variabel <i>Corporate Governance</i>	37
3.3.3 Variabel Kepemilikan Manajerial	38
3.3.4 Variabel <i>Cash Holding</i>	39
3.3.5 Variabel Kontrol.....	39
3.4 Rancangan Pengumpulan Data	44
3.4.1 Metode Pengumpulan Data	44

3.4.2 Metode Pengambilan Sampel	44
3.4.3 Uji <i>Outlier</i>	45
3.4.4 Metode Pengolahan Data	46
3.5 Teknik Pengujian	46
3.5.1 Pengujian Ekonometri	46
3.5.2 Pengujian Statistik	49
BAB 4 : ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN.....	52
4.1 Analisis Statistik Deskriptif	52
4.2 Analisis Regresi Berganda	56
4.2.1 Estimasi Model Penelitian	56
4.3 Hasil Pengujian Asumsi Klasik.....	58
4.3.1 Uji Multikolinearitas	59
4.3.2 Uji Heterokedastisitas.....	59
4.3.3 Uji Autokorelasi	60
4.4 Hasil Pengujian Statistik	60
4.5 Hasil Pengujian Hipotesis	64
4.5.1 Uji Signifikansi (Uji F).....	64
4.5.2 Uji Signifikansi Parsial (Uji t).....	64
4.6 Analisis Hasil Pengujian Hipotesis	66
BAB 5: PENUTUP	71
5.1 Kesimpulan	71
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	72
5.3 Saran.....	73
DAFTAR REFERENSI.....	74
LAMPIRAN.....	78

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 : Prediksi Tanda Variabel Independen dan Variabel Kontrol terhadap Variabel Dependen.....	43
Tabel 3.2 : Pemilihan Perusahaan Sampel	45
Tabel 4.1 : Statistik Deskriptif	52
Tabel 4.2 : Uji Chow.....	57
Tabel 4.3 : Uji Hausman	58
Tabel 4.4 : Hasil Pengujian Metode.....	58
Tabel 4.5 : Nilai VIF.....	59
Tabel 4.6 : Hasil Estimasi Model Regresi oleh Eviews	61
Tabel 4.7 : Hasil Uji t.....	65



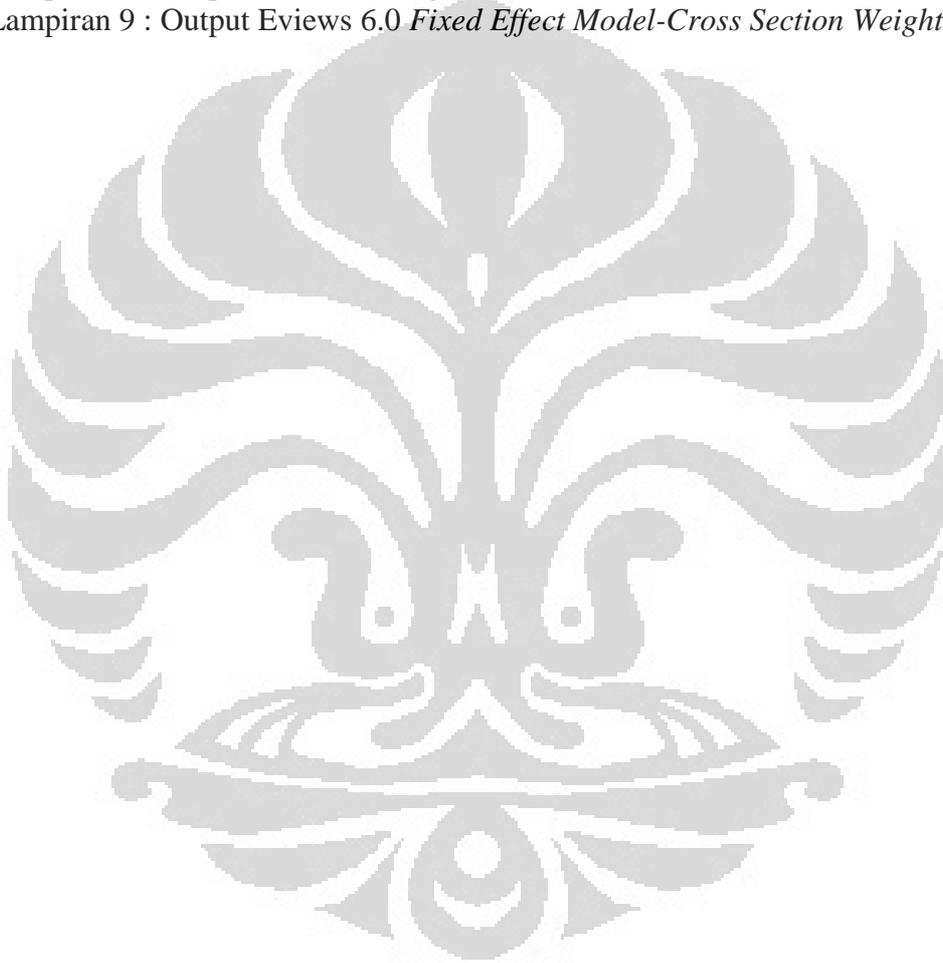
DAFTAR GAMBAR

Gambar 3 : Kerangka Pemikiran.....34



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 : Nama-Nama Perusahaan Sampel	78
Lampiran 2 : Output Eviews 6.0 Statistik Deskriptif	83
Lampiran 3 : Output SPSS 17.0 Uji Multikolinearitas	84
Lampiran 4 : Output Eviews 6.0 <i>Pooled Least Square</i>	85
Lampiran 5 : Output Eviews 6.0 <i>Fixed Effect Model (FEM)</i>	86
Lampiran 6 : Output Eviews 6.0 Uji Chow	90
Lampiran 7 : Output Eviews 6.0 <i>Random Effect Model (REM)</i>	91
Lampiran 8 : Output Eviews 6.0 Uji Hausman	95
Lampiran 9 : Output Eviews 6.0 <i>Fixed Effect Model-Cross Section Weighted</i>	97



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Globalisasi telah mendorong banyak perusahaan untuk selalu melakukan inovasi agar perusahaan dapat tumbuh dan berkembang dalam menghadapi persaingan bisnis yang semakin ketat. Tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*) menjadi pertimbangan penting bagi perusahaan terutama perusahaan global maupun multinasional sebagai bentuk pembuktian kinerja yang dijalankan perusahaan sesuai dengan harapan para pihak-pihak yang berkepentingan (*stakeholders*). Salah satu manfaat penerapan *good corporate governance* adalah mengurangi *agency cost* dan meningkatkan nilai saham perusahaan serta menciptakan dukungan *stakeholder* terhadap perusahaan.

Agency cost timbul akibat dari *agency problem* yaitu adanya suatu hubungan antara satu orang atau lebih sebagai *principal* yang memerkerjakan pihak lain sebagai *agent* untuk menjalankan operasional perusahaan dengan mendelegasikan wewenang dalam pembuatan keputusan kepada *agent* (Jensen & Meckling, 1976). Penerapan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang efektif diharapkan dapat mengawasi perilaku manajer sebagai *agent* dalam pengelolaan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan (Isshaq et al, 2009).

Pengelolaan aset perusahaan yang baik tergantung dari kinerja dan tata kelola perusahaan. Aset yang dimiliki perusahaan dalam jumlah yang besar menjadi sia-sia jika keputusan yang dibuat oleh manajer atas aset tersebut tidak dapat menghasilkan keuntungan berupa penciptaan nilai tambah bagi perusahaan di masa depan. Sehingga, perusahaan yang berhasil dalam menerapkan *corporate governance* diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan dan para pemegang saham dapat memperoleh *return* yang maksimal dari investasi yang telah dilakukan. Dengan demikian, penerapan *corporate governance* memiliki pengaruh yang positif dengan nilai perusahaan yang kemudian diikuti dengan nilai pemegang saham yaitu berupa peningkatan kesejahteraan pemegang saham.

Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial (*insiders*) yang besar maka mereka ingin memertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. Maka, perusahaan yang dikontrol oleh *insiders* akan memiliki *debt agency cost* yang kecil sehingga dapat meningkatkan penggunaan utang. Selain itu, Wahyudi & Pawestri (2006) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dimana terkait dengan keputusan investasi tetapi bukan merupakan variabel *intervening*. Hasil tersebut menggambarkan adanya insentif yang dimiliki oleh manajer sehingga mereka berusaha untuk dapat menyelaraskan atau menyejajarkan kepentingan dengan *outsider ownership* dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat. Dengan demikian, diharapkan adanya pengaruh positif atas kepemilikan saham oleh manajer terhadap nilai perusahaan.

Pada umumnya setiap investasi selalu dimulai dari kas. Tidak ada satu investorpun yang lebih menginginkan pengembalian dalam bentuk apapun selain kas, karena pada saat mereka pertama kali menanamkan modalnya, yang dikeluarkan adalah kas. Fenomena dalam bisnis inilah merupakan proses dimulai dari kas dan kembali lagi ke kas (*from cash to cash*). Kas merupakan salah satu aset yang sangat mudah untuk dicuri atau diselewengkan oleh manajer. Keputusan yang dihasilkan oleh manajer dalam melakukan investasi akan berdampak pada nilai perusahaan. Investasi yang tidak efisien dilakukan oleh manajer, menggambarkan lemahnya tata kelola perusahaan dalam hal pengawasan terhadap manajer sehingga dapat mengurangi profitabilitas perusahaan dan juga nilai perusahaan.

Perusahaan besar akan lebih banyak membutuhkan biaya sehingga akan mengeluarkan kas untuk kegiatan operasi dibandingkan dengan perusahaan kecil yang cenderung untuk menahan kas yang dipegang pada tingkat tertentu (Venkiteswaran, 2011). Tanpa adanya pengawasan yang dilakukan oleh para pemegang saham maka akan mendorong manajer untuk menggunakan kas berlebih yang dimiliki oleh perusahaan untuk melakukan investasi yang akan berdampak buruk pada nilai perusahaan dan mengurangi kesejahteraan pemegang saham.

Dengan adanya kepemilikan *insiders* diharapkan dapat mengawasi dan mengontrol jalannya perusahaan khususnya dalam hal pengelolaan aset kas yang merupakan aset yang paling likuid agar penggunaan aset kas tersebut dapat optimal dan dapat meningkatkan nilai perusahaan dalam melakukan investasi. Harford et al, (2008) mengatakan bahwa dengan adanya nilai kas yang berlebihan atau kepemilikan kas yang tinggi pada perusahaan cenderung membuat penurunan nilai perusahaan melalui akuisisi dan *merger*. Sehingga, semakin banyak kepemilikan kas perusahaan akan mengarahkan pada penurunan nilai perusahaan dan juga akan berdampak pada penurunan kesejahteraan pemegang saham. Dengan demikian, kepemilikan kas yang berlebih oleh perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Dittmar & Mahrt-Smith (2007) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki tata kelola perusahaan yang buruk akan sangat mudah untuk menghamburkan uang kas dengan cepat yang akan berdampak signifikan terhadap pengurangan kinerja operasi perusahaan.

Di Indonesia, kebutuhan akan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) merupakan suatu bentuk dorongan terhadap regulasi khususnya bagi perusahaan-perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (PT). Kewajiban perusahaan untuk menaati regulasi tersebut dinyatakan dapat memberikan manfaat dalam memberikan nilai tambah bagi perusahaan secara berkesinambungan dalam jangka panjang. Pengawasan akan perkembangan *corporate governance* yang dilakukan oleh sektor swasta seperti *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) dan *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD). Institusi-institusi tersebut akan melakukan penilaian berupa pemeringkatan (*ranking*) *corporate governance* yang telah diterapkan oleh perusahaan tertentu dan memberikan skor dengan kriteria menurut OECD (*Organization for Economic Co-operation and Development*).

Penelitian yang dilakukan dengan menggunakan *scoring* indeks CG dari IICD dilakukan oleh Yani (2010) dengan menggunakan indikator PBV yang menunjukkan bahwa perubahan penerapan CG berpengaruh signifikan terhadap PBV. Indikator PBV merupakan indikator yang lebih baik karena lebih sensitif terhadap perubahan penerapan CG di perusahaan. Hal ini berbeda dengan yang

dikemukakan oleh Sayidah (2007) yang mengatakan bahwa indeks CG yang berasal dari IICG dan kinerja perusahaan tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan menggunakan indikator *profit margin*, ROA, ROE, dan ROI.

Penelitian yang dilakukan terkait dengan mekanisme *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan seperti Isshaq et al, (2009) yang menggunakan indikator seperti *board size* (ukuran dewan), *board independence* (dewan independen), dan *board intensity* (jumlah pertemuan pemegang saham), hasilnya menunjukkan bahwa *board size* yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga pasar saham perusahaan dibandingkan indikator *corporate governance* lainnya. Hubungan yang signifikan antara kepemilikan *insiders* dengan harga pasar saham tidak ditemukan sedangkan tingkat ukuran kas yang dimiliki oleh perusahaan juga tidak berpengaruh signifikan terhadap harga pasar saham perusahaan.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah pengukuran mekanisme *corporate governance* yang digunakan merupakan hasil survei yang dilakukan oleh lembaga IICD mengenai penerapan *corporate governance* yang telah diterapkan oleh setiap perusahaan khususnya perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sedangkan penelitian terdahulu menggunakan mekanisme *corporate governance* seperti *board size* (ukuran dewan), *board independence* (dewan independen), dan *board intensity* (jumlah pertemuan pemegang saham). Hal ini dikarenakan penggunaan indeks CG sebagai mekanisme CG adalah untuk melihat penerapan CG secara keseluruhan yang telah diterapkan oleh perusahaan.

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan yang berdampak pada kesejahteraan pemegang saham yang diukur dengan variabel-variabel seperti *corporate governance index* yang berasal dari IICD, kepemilikan manajerial, dan *cash holding* dengan menggunakan variabel kontrol seperti profitabilitas, pertumbuhan, total aset, dan *leverage*.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian di atas maka dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut :

1. Apakah *corporate governance* berpengaruh positif terhadap kesejahteraan pemegang saham?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kesejahteraan pemegang saham?
3. Apakah *cash holding* berpengaruh negatif terhadap kesejahteraan pemegang saham?

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian yang ingin dicapai, yaitu :

1. Untuk mengetahui *Corporate governance* berpengaruh positif terhadap kesejahteraan pemegang saham.
2. Untuk mengetahui kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kesejahteraan pemegang saham.
3. Untuk mengetahui *Cash holding* berpengaruh negatif terhadap kesejahteraan pemegang saham.

1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian yang telah disebutkan di atas, maka diharapkan penelitian ini dapat digunakan untuk memberikan :

1. Manfaat bagi Pemegang Saham (Calon Invenstor)

Memberikan pengetahuan dan informasi kepada pemegang saham atau calon pembeli saham (investor) dalam mengevaluasi kinerja perusahaan. Perusahaan yang memiliki dan menerapkan tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance* - GCG) akan menjadi daya tarik bagi para calon investor dalam membeli saham tersebut. Diterapkannya GCG di suatu perusahaan diharapkan dapat memonitor seluruh kegiatan perusahaan sehingga perusahaan tersebut dapat memberikan keuntungan bagi pemegang saham dengan berupa *return* yang akan diperoleh para pemegang saham yang dilihat dari laba (*profit*) sehingga memberikan

keuntungan bagi pemegang saham ketika membeli saham perusahaan. Selain itu, menjadikan pertimbangan utama mengenai keberlangsungan perusahaan di masa depan.

2. Manfaat bagi Manajer

Memberikan saran dan masukan kepada manajer perusahaan dalam menjalankan dan meningkatkan performa perusahaan dalam upaya meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham (*shareholders*) sebagai pihak yang menanamkan modal di perusahaan. Dengan menerapkan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) maka akan mengarahkan kepada pengelolaan manajer yang lebih baik dan akan mengurangi tindakan individual manajer yang dapat berdampak buruk pada perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Keberadaan pemegang saham penting karena penjualan saham merupakan salah satu cara pendanaan perusahaan yang paling mudah dibandingkan dengan penerbitan obligasi atau pinjaman bank.

3. Manfaat bagi Dunia Perkembangan Riset *Corporate Governance*

Memberikan manfaat bagi dunia perkembangan riset *corporate governance* terkait dengan hal-hal yang memengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Pentingnya tata kelola perusahaan (*Corporate Governance - CG*) yang efektif dapat mengawasi perilaku manajer dalam mengelola sumber daya yang dikelola perusahaan seperti kas yang merupakan aset yang paling mudah dan sering untuk dicuri. Sehingga, dengan diterapkannya CG di suatu perusahaan maka diharapkan akan berdampak pada kinerja perusahaan yang baik ditandai dengan menghasilkan *profit* yang optimum karena perilaku manajer yang dapat menghamburkan sumber daya dapat dikurangi atau diminimalisir.

1.5 Ruang Lingkup dan Batasan Penelitian

Ruang lingkup penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2007–2010 yang termasuk dalam perusahaan non keuangan yaitu berupa data laporan keuangan dan laporan keuangan tahunan yang diperoleh dari www.idx.co.id dan ICMD (*Indonesian Capital Market*

Directory). Penelitian ini hanya berfokus pada informasi yang tertera dalam laporan keuangan dan laporan keuangan tahunan perusahaan baik informasi yang bersifat keuangan yaitu data kuantitatif dan informasi non keuangan lainnya. Selain itu, *sample* yang dipilih adalah perusahaan yang termasuk dalam perusahaan non keuangan menurut ICMD. Hasil penilaian survei *corporate governance* dilakukan oleh *Indonesia Institute of Corporate Directorship* (IICD) untuk tahun 2007 – 2010.

1.6 Sistematika Penulisan

Dalam penulisan skripsi ini, pembahasan akan dibagi menjadi lima bab dengan sistematika penulisan sebagai berikut :

Bab 1 : Pendahuluan

Bab ini terdiri dari lima bab yang yang menguraikan tentang latar belakang penelitian, rumusan masalah, tujuan penelitian, ruang lingkup dan batasan penelitian, dan sistematika penelitian.

Bab 2 : Tinjauan Pustaka

Bab ini membahas mengenai teori dasar yang berhubungan dengan penelitian yang dilakukan. Di dalam bab ini, membahas mengenai teori-teori yang terkait dengan kesejahteraan pemegang saham yang dipengaruhi oleh *corporate governance*, kepemilikan manajerial, dan *cash holding* serta penelitian-penelitian terdahulu yang terkait variabel-variabel di atas dan pengembangan hipotesis.

Bab 3 : Metodologi Penelitian

Bab ini akan membahas mengenai kerangka pemikiran, model penelitian, operasional variabel, rancangan pengumpulan data, dan teknik pengujian.

Bab 4 : Analisis Data dan Pembahasan

Bab ini akan membahas tentang analisis dan hasil pengujian atas data yang telah dikumpulkan dan diolah.

Bab 5 : Penutup

Bab ini akan menjelaskan mengenai kesimpulan dari hasil analisis hasil pengujian serta keterbatasan-keterbatasan yang ditemukan selama melakukan penelitian, dan saran yang diberikan untuk penelitian berikutnya maupun pihak-pihak yang terkait.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Kesejahteraan Pemegang Saham

2.1.1 Nilai Perusahaan dan Kesejahteraan Pemegang Saham

Pemegang saham adalah pemilik perusahaan dan tujuan mereka membeli saham karena mereka ingin mendapatkan pengembalian (*return*) atas investasinya. Untuk mengetahui nilai investasi bisnis yang dilakukan oleh investor maka perlu diketahui mengenai bagaimana bisnis tersebut bekerja, bagaimana bisnis tersebut dapat memberikan nilai tambah (*value added*), dan bagaimana nilai pengembalian atas investasi yang diperoleh investor. Pada saat pemegang saham memiliki saham di perusahaan maka ia akan memilih Direktur, yang akan memerkerjakan manajer untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan sehari-hari. Karena manajer harus bekerja berdasarkan kepentingan pemegang saham, maka mereka harus mengikuti kebijakan yang dapat meningkatkan nilai pemegang saham. Sehingga, dapat dikatakan bahwa tujuan utama manajemen perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*shareholder wealth maximization*).

“The goal of financial management is to maximize the current value per share of existing the stock.” (Ross et al, 2010).

Berdasarkan perspektif manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan (kekayaan) pemegang saham. Perusahaan haruslah bertujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan (Keown et al , 2002).

“Stockholders wealth maximization can translate into maximizing the value of the firm as measured by the price of the firm’s common stock” (Besley & Brigham, 2008).

“*Maximizing shareholder wealth is to maximize the fundamental price of the firm’s common stock and not just the current market price*” (Brigham & Ehrhardt, 2005).

“Kemakmuran pemegang saham akan meningkat apabila harga saham yang dimilikinya meningkat. Semakin tinggi harga pasar saham berarti kemakmuran pemegang saham semakin meningkat” (Sartono, 2009).

Berdasarkan pengertian–pengertian di atas maka nilai kekayaan pemegang saham tercermin pada nilai perusahaan. Nilai perusahaan menggambarkan pandangan investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya selama periode tahun berjalan. Nilai perusahaan ditunjukkan pada harga saham perusahaan yaitu harga pasar saham (*market share price*) dan harga fundamental. Harga pasar saham merupakan harga yang terdapat di pasar keuangan/pasar modal. Sedangkan, harga fundamental adalah nilai intrinsik atau nilai yang sebenarnya tanpa referensi dari nilai pasar. Nilai intrinsik dapat ditunjukkan dengan nilai sekarang (*present value*) dari arus kas yang diharapkan dari saham tersebut.

Dalam menentukan nilai intrinsik, seorang analis harus memerkirakan atau meramalkan *earning* atau arus kas perusahaan dan menentukan risiko yang ada di dalamnya. Jika nilai intrinsik lebih besar dari harga pasar saat ini maka harga saham tersebut dinilai *undervalued* (harganya terlalu rendah) sehingga keputusannya adalah membeli saham tersebut. Sebaliknya, bila nilai intrinsik lebih kecil dari harga pasar saat ini maka saham dinilai pada *overvalued* (harganya terlalu tinggi) maka sebaiknya saham tersebut dijual. Bila nilai intrinsik sama dengan harga pasar saat ini maka saham tersebut dinilai wajar harganya dan berada dalam kondisi keseimbangan sebaiknya saham tersebut ditahan (*hold*).

Ketika seorang individu atau institusi melakukan investasi di perusahaan, maka mereka memberikan uang dengan harapan dapat memperoleh pengembalian atas uang tersebut yang lebih besar di masa depan. Investasi tersebut akan memberikan klaim pada perusahaan bagi investor berupa pengembalian. Uang yang diinvestasikan di dalam perusahaan oleh pemegang saham akan digunakan

sebagai salah satu modal oleh manajer dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Manajer harus pandai dalam memilih kombinasi dalam perstruktur modal yang optimal yang akan berdampak pada peningkatan kekayaan pemegang saham. Salah satu cara dalam penentuan struktur modal yang optimal adalah dengan menentukan *value of the firm*, yang merupakan penjumlahan dari seluruh nilai hutang (*value of the debt*) dan seluruh nilai ekuitas (*value of the equity*).

$$\text{Value of the Firm} = \text{Value of the Debt} + \text{Value of the Equity}$$

Para pemegang saham memandang bahwa ekuitas merupakan klaim paling penting yang akan mereka terima dari perusahaan. Ekuitas adalah klaim pemilik (pemegang saham) dalam melakukan investasi bisnis atau sering disebut dengan *owner's equity* atau *shareholder's equity*. Sedangkan, untuk nilai hutang *value of the debt* merupakan klaim atas hutang berupa pengembalian atas bunga pokok hutang tersebut. Pemegang hutang (*debtholders*) seperti pemegang hutang obligasi, bank, dan lembaga pemberian kredit lainnya, melakukan pinjaman kepada perusahaan sebagai gantinya perusahaan akan memperoleh imbalan (*payoff*) atas pembayaran bunga dan pembayaran kembali (pelunasan) hutang tersebut. Sedangkan, pemegang saham (*shareholders*) menginvestasikan uangnya yang ditukarkan dengan lembar saham ekuitas atas nama mereka dengan imbalan yang diperoleh dalam bentuk dividen atau kas yang berasal dari pembelian saham kembali (*repurchase of stock*). Sehingga, klaim merupakan nilai yang diterima oleh para pemegang saham yang merupakan nilai sisa setelah klaim atas hutang-hutang dibayarkan oleh perusahaan ditambah dengan dividen dan nilai (kas) atas pembelian kembali atas saham perusahaan.

Shareholders mendapatkan nilai sisa setelah pengembalian yang diberikan kepada *debtholders*. Untuk tetap dapat meningkatkan tujuan para pemegang saham berkaitan dengan hal keuangan, yaitu pemegang saham ingin memaksimalkan nilai yang diperoleh yang dihasilkan oleh perusahaan. Sebagai pemilik sah perusahaan, pemegang saham memiliki wewenang untuk memerkerjakan dan memberhentikan manajemen untuk memastikan bahwa

manajemen berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan dan nilai klaim sisa yang diterima oleh pemegang saham.

Oleh sebab itu, agar dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham maka mereka akan berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan agar nilai sisa atas klaim yang diterima oleh pemegang saham maksimal. Nilai perusahaan pada umumnya direfleksikan pada harga saham. Dengan kata lain, bahwa untuk dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham sangat erat kaitannya dengan nilai perusahaan yang digambarkan pada harga pasar saham perusahaan.

2.1.2 *Agency Problem* dan Kesejahteraan Pemegang Saham

Walaupun tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham, kenyataannya masalah keagenan dapat terjadi pada saat tujuan ini diimplemetasikan. Menurut teori yang dikemukakan oleh Jensen & Meckling, 1976 masalah keagenan (*agency problem*) terjadi akibat pemisahan tugas dan pengendalian (*control*) antara manajemen perusahaan sebagai *agents* dan para pemegang saham sebagai *principal*. Karena adanya pemisahan tugas antara pembuat keputusan (manajer) dan pemilik perusahaan (pemegang saham), para manajer bisa saja membuat keputusan yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Agency problem menimbulkan adanya kecenderungan yang dilakukan oleh manajer untuk melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya yang dapat merugikan kepentingan para pemegang saham (Rachmawati & Triatmoko, 2007). Jensen & Meckling (1976) juga mengatakan bahwa baik pemilik perusahaan (pemegang saham) maupun manajer merupakan pihak yang memiliki keinginan untuk dapat menjadi *utility maximizer* sehingga tidak ada alasan untuk percaya bahwa manajer akan selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik. Jika pemilik tidak ikut campur dalam pengelolaan perusahaan maka tidak menutup kemungkinan manajer dapat menransfer kekayaan perusahaan dari pemilik kepada manajer karena manajer memiliki otoritas dalam pengambilan keputusan.

Perilaku manajemen dalam otoritasnya sebagai pengambil keputusan pada kenyataannya akan menentukan apakah akan melakukan yang terbaik demi

kepentingan para pemegang saham atau tidak. Hal ini dapat dilihat dari seberapa dekat tujuan manajemen yang dapat diselaraskan dengan tujuan para pemegang saham. Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan memiliki kontrol atas perusahaan sehingga mereka dapat melakukan penggantian manajer jika mereka tidak puas dengan kinerja manajer yang tidak berdampak pada peningkatan kekayaan pemegang saham.

Manajer seharusnya mengelola perusahaan dengan baik agar dapat menciptakan kepentingan para pemegang saham menjadi optimal, namun pada kenyataannya adalah sering kali manajer lebih mengedepankan kepentingannya yang sering disebut dengan tindakan *moral hazard*. Tindakan *moral hazard* memungkinkan adanya informasi asimetri dimana memberikan kesempatan manajer untuk memberikan informasi yang diketahuinya untuk memanipulasi pelaporan keuangan tahunan sebagai usaha untuk memaksimalkan kemakmurannya (Haryani et al, 2011). Oleh sebab itu, diperlukannya pengawasan yang dilakukan oleh *principal* agar tindakan dan perilaku manajer dapat sesuai dengan keinginan *principal*.

2.1.3 Pengukuran Kesejahteraan Pemegang Saham

Pengukuran yang digunakan untuk mengukur kesejahteraan pemegang saham dikaitkan dengan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat direfleksikan terhadap harga saham pasar perusahaan. Berikut adalah pengukuran-pengukuran yang dapat digunakan dalam menilai kesejahteraan pemegang saham :

1) *Market Value Ratio*

Rasio pasar (*market value ratio*) adalah rasio yang mencerminkan nilai pasar perusahaan dengan menggunakan informasi yang tersedia di pasar atau informasi yang tidak terdapat di laporan keuangan (Ross et al, 2010). Rasio ini menunjukkan apa yang dipikirkan investor atas kinerja masa lalu dan prospek masa depan perusahaan.

- *Price Earning (P/E) Ratio*

P/E ratio menggambarkan hubungan antara harga pasar saham biasa dan laba dari saham biasa saat ini (*stock's current earning*).

Berikut adalah formula P/E :

$$P/E \text{ Ratio} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Earning per Share}}$$

$$EPS = \frac{\text{Earnings}}{\text{The Number of Shares of Stock Outstanding}}$$

Rasio P/E merupakan rasio yang paling umum dan sering dipakai oleh investor untuk menilai suatu saham. Rasio ini menggambarkan harga (*price*) sebagai numerator adalah nilai pasar yang didasarkan atas penjualan di masa depan yang menghasilkan laba di masa depan. Sedangkan, *earning* sebagai denominator merupakan laba yang diperoleh sekarang (*current earnings*) yang berasal dari penjualan sekarang (*current sales*). Sehingga, *P/E ratio* adalah rasio yang menggambarkan perkiraan laba di masa depan terhadap laba saat ini (*current earnings*) (Penman, 2007).

Rasio P/E mengukur seberapa besar keinginan investor untuk membayar per *dollar of current earnings* yang dihasilkan perusahaan. Investor melihat P/E sebagai gambaran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba di masa depan. Semakin tinggi P/E suatu perusahaan maka dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek pertumbuhan yang kuat di masa depan.

- **Price-to-Book-Value (PBV) Ratio**

Rasio ini menunjukkan seberapa besar perusahaan dapat menciptakan nilai perusahaan –harga pasar saham- yang relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan.

Berikut adalah perhitungan PBV :

$$PBV \text{ Ratio} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$$

$$\text{Book Value per Share} = \frac{\text{Total Asset} - \text{Total Liabilities}}{\text{The Number os Shares of Stock Outstanding}}$$

PBV *ratio* ini juga sering disebut dengan *market-price-to-book-ratio*. Pengukuran ini secara langsung berhubungan dengan kepercayaan investor terhadap perusahaan yang diinterpretasikan dalam nilai pasar suatu perusahaan (Selarka, 2005). Selain itu, PBV digunakan karena memberi gambaran seberapa kali investor mengapresiasi sebuah saham berdasarkan nilai buku per lembar sahamnya. Nilai PBV dijadikan sebagai dasar bagi investor dalam membeli saham suatu perusahaan dengan mempertimbangkan *per dollar of book value*. Sehingga, PBV *ratio* menggambarkan kelipatan nilai buku (*book value*) pada harga pasar sekarang (*current market price*) (Penman, 2007).

Book value dicatat atas peristiwa masa lalu, yang menunjukkan kumulatif nilai atas investasi yang dilakukan oleh pemegang saham. *Book value per share* (nilai buku per lembar) merupakan *accounting number* yang merefleksikan atas biaya historis (*historical cost*). *Book value* merupakan istilah konvensional yang menunjuk pada nilai aset bersih perusahaan yaitu total aset dikurangi dengan klaim hutang yang dimiliki perusahaan. Sedangkan, nilai buku per lembar sahamnya didapat dari total aset dikurangi total hutang kemudian dibagi jumlah sahamnya yang dilaporkan dalam neraca. Secara sederhana perhitungan *book value* adalah dengan menambahkan nilai saham biasa di bagian ekuitas dan menguranginya dengan klaim yang tidak direfleksikan di neraca (termasuk *preferred stock dividend*,

Universitas Indonesia

liquidation premium, atau other assets preferences to which preferred shares are entitled) (Subramanyam, 2007).

Sehingga, PBV (*market-to-book-ratio*) membandingkan antara nilai pasar atas investasi perusahaan terhadap biayanya. Nilai PBV biasanya bernilai lebih dari 1 (satu), berarti investor memiliki keinginan yang besar untuk membeli saham dengan harga lebih dari nilai *book value*-nya. Ini memberikan gambaran kepada investor bahwa perusahaan memiliki potensi untuk tumbuh. Sedangkan jika nilainya kurang dari 1 (satu) mengindikasikan bahwa perusahaan tidak berhasil dalam menciptakan nilai bagi para pemegang saham (Ross et al, 2010).

Ada beberapa keunggulan yang dimiliki oleh PBV yaitu nilai buku merupakan ukuran yang stabil dan sederhana yang dapat dibandingkan dengan harga pasar. Keunggulan lainnya adalah PBV dapat dibandingkan antar perusahaan sejenis untuk menunjukkan mahal atau tidaknya harga suatu saham. Untuk perusahaan dengan laba negatif merupakan keunggulan dari PBV dalam melakukan evaluasi yang tidak dapat dilakukan oleh *P/E ratio*.

2) *Tobin's q Ratio*

Rasio yang memiliki kemiripan dengan *market-to-book ratio* adalah *Tobin's q*. Rasio ini ditemukan oleh James Tobin (1969) yaitu rasio yang menghitung nilai pasar atas aset perusahaan dibagi dengan biaya pengganti (*replacement cost*).

Berikut adalah perhitungan *Tobin's Q* :

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Market Value of Firm's Assets}}{\text{Replacement Cost of Firm's Assets}}$$

atau

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Market Value of Firm's Debt and Equity}}{\text{Replacement Cost of Firm's Assets}}$$

Berdasarkan rumus di atas terdapat dua ekuivalen yang dijadikan sebagai numerator yaitu *market value of firm's assets* dan *market value of firm's debt and equity*. Hal ini tidaklah jauh berbeda karena nilai pasar aset perusahaan diperoleh dari perjumlahan antara Hutang dan Ekuitas perusahaan. Secara konseptual, *Tobins' Q ratio* atau *Q ratio* lebih unggul dibanding *market-to-book ratio* karena *Q ratio* lebih mendorong perusahaan untuk berinvestasi dengan modal yang lebih banyak karena mereka layak mendapatkan lebih dari apa yang mereka bayarkan.

Jika nilai Tobins' Q lebih dari 1 (satu) menunjukkan bahwa nilai pasar lebih besar dari nilai aset perusahaan yang tercatat. Sehingga, nilai pasar mencerminkan aset yang tidak terukur atau tidak tercatat oleh perusahaan. Sedangkan, jika nilai Tobin's Q kurang dari 1 maka nilai pasar lebih kecil dari nilai aset perusahaan sehingga menunjukkan bahwa nilai perusahaan *undervalued*.

2.2 *Corporate Governance*

2.2.1 *Latar Belakang Corporate Governance*

Faktor-faktor yang melatarbelakangi pentingnya keberadaan *corporate governance* seperti adanya skandal keuangan dan krisis ekonomi, hilangnya kepercayaan para investor, dan perkembangan globalisasi yang mengarahkan akan peningkatan atas peluang investasi lintas negara ataupun peraturan perundang-undangan yang berlaku di suatu negara tetapi mungkin saja investor tidak memiliki pengetahuan mengenai peraturan di negara tersebut, pasar modal, dan faktor lain-lainnya. Berbagai pihak menyatakan bahwa lemahnya *corporate governance* menjadi salah satu penyebab krisis ekonomi. Hal ini juga sejalan dengan yang dialami oleh negara-negara Asia yaitu faktor krisis ekonomi yang merupakan faktor utama yang melatarbelakangi akan pentingnya penerapan *Good Corporate Governance* (GCG).

Perhatian dunia terhadap penerapan *Good Corporate Governance* mulai meningkat ditandai dengan krisis ekonomi yang melanda negara-negara Asia. Saat krisis ekonomi melanda negara-negara Asia pada tahun 1997-1998, perekonomian di negara-negara Asia seperti Indonesia, Korea, Malaysia, dan Thailand memburuk bahkan banyak perusahaan yang mengalami “gulung tikar” karena ditariknya modal asing di negara-negara tersebut. Menurut *Asian Development Bank* (2000) menyimpulkan bahwa penyebab krisis ekonomi di negara-negara Asia adalah mekanisme pengawasan Dewan Komisaris (*board of commissioner*) dan Komite Audit (*audit committee*) perusahaan yang tidak berfungsi dengan efektif dalam melindungi kepentingan pemegang saham dan pengelolaan perusahaan yang belum profesional. Sehingga, penerapan konsep *Good Corporate Governance* diharapkan dapat meningkatkan profesionalisme dan kesejahteraan pemegang saham tanpa mengabaikan kepentingan pemegang saham.

Perhatian *Corporate Governance* (CG) di Indonesia menjadi penting karena Indonesia merupakan Negara yang paling menderita dan paling lambat untuk bangkit paska krisis ekonomi tersebut. Pada saat krisis ekonomi melanda Indonesia banyak perusahaan yang ingin memperbaiki keadaan perusahaannya, namun kendala modal merupakan faktor utama untuk segera bangkit dari keterpurukan. Usaha Indonesia untuk memperbaiki keadaan perekonomian didukung oleh lembaga keuangan dunia yaitu *International Monetary Fund* (IMF). Pada saat itu, Indonesia menandatangani *letter of intent* yang berisi mengenai kesediaan IMF untuk memberikan bantuan modal kepada Indonesia namun dengan persyaratan bahwa Indonesia harus memperbaiki CG dan menerapkannya dengan efektif. Hal ini dilakukan dengan tujuan agar para investor dalam negeri maupun asing mendapatkan perlindungan atas modal yang diinvestasikannya karena banyak perusahaan yang belum menerapkan GCG secara konsisten.

Untuk memastikan bahwa komitmen Indonesia untuk benar-benar menerapkan dan menjalankan GCG dengan efektif, maka pada tahun 1999 dibentuklah Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) yang mengatur mengenai Pedoman *Good Corporate Governance* (GCG) yang kemudian pada tahun 2004 diubah namanya menjadi Komite Nasional Kebijakan

Governance (KNKG). Pedoman GCG ini diharapkan menjadi panduan bagi perusahaan dalam membangun, melaksanakan, dan mengomunikasikan praktek GCG kepada para pemangku kepentingan (*stakeholders*). Komite ini bertugas dalam memberikan rekomendasi dan mengawasi penerapan GCG di Indonesia. Dengan penerapan pedoman tersebut, perusahaan yang sudah menerapkan GCG diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan (Haryani & Muchamad, 2011).

2.2.2 Pengertian *Corporate Governance*

Keberadaan *corporate governance* menjadi perhatian ketika munculnya permasalahan keagenan (*agency problem*) yaitu adanya pemisahan antara kepemilikan dengan pengendalian perusahaan. Pemilik perusahaan (prinsipal) memerkerjakan agen (manajer) yang menjalankan kegiatan operasional perusahaan yang medelegasikan kepentingan *principal* (Jensen & Meckling, 1976). *Principal* harus memastikan bahwa agen dapat menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingannya dengan menghasilkan keuntungan bagi perusahaan dan *return* bagi *principal*. *Corporate Governance* merupakan suatu alat yang memiliki kendali penting dalam mengelola *agency problem* dan meminimalkan dampak negatif dari timbulnya *agency problem* tersebut berupa *agency cost*. *Agency cost* timbul untuk melindungi kepentingan prinsipal dan mengurangi kemungkinan akan perilaku agen yang tidak sesuai (*misbehave*).

Istilah *corporate governance* (CG) atau tata kelola perusahaan pertama kali diperkenalkan oleh *Sir Adrian Cadbury* yang disebabkan oleh skandal perusahaan yang terjadi di United Kingdom pada akhir tahun 1980-an dan awal 1990-an. Skandal penyimpangan pelaporan keuangan yang terjadi di United Kingdom menyebabkan dibentuknya *Financial Aspects of Corporate Governance Committee* yang kemudian menghasilkan *Cadbury Report* pada tahun 1992. *Cadbury Report* menguraikan mengenai sejumlah rekomendasi untuk pemisahan peran/tugas atas *chief executive* dan *chairman*, komposisi yang seimbang dalam dewan direksi, proses seleksi untuk direktur non-eksekutif, transparansi pelaporan keuangan, dan kebutuhan untuk *internal control* yang baik. Pada dasarnya *corporate governance* adalah mengenai *check and balance* semua organ

organisasi yaitu Rapat Umum Pemegang saham (RUPS), Dewan Komisaris, dan Dewan Direksi.

Menurut OECD (1999), *Corporate Governance* merupakan suatu sistem dimana operasi bisnis perusahaan yang diatur dan dikendalikan. Struktur *corporate governance* menspesifikasikan antara distribusi atas hak dan kewajiban di antara para pihak di dalam perusahaan, seperti dewan, manajer, pemegang saham, dan para pemangku kepentingan lainnya yang menjelaskan peraturan dan prosedur dalam membuat keputusan yang terkait dalam permasalahan perusahaan. Dengan demikian, diharapkan *corporate governance* dapat menyediakan suatu struktur yang sesuai dengan tujuan perusahaan yang telah dibuat serta digunakan untuk memonitor kinerja perusahaan.

Di Indonesia, terdapat lembaga independen yang khusus mengurus *corporate governance* seperti *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI). Menurut FCGI, *corporate governance* merupakan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara para pemegang saham, manajer, kreditor, pemerintah, karyawan, dan para pemangku kepentingan lainnya baik pihak internal maupun eksternal sehubungan dengan hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Lembaga lainnya seperti IICG yang membuat pemeringkatan atas penerapan *corporate governance* di perusahaan-perusahaan Indonesia dalam suatu bentuk indeks angka setiap tahun. Pemeringkatan yang dilakukan berdasarkan survei terhadap praktik CG yang menghasilkan skor *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). IICG mendefinisikan *corporate governance* sebagai serangkaian mekanisme yang mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan (*stakeholders*).

Kebutuhan akan GCG adalah untuk mengendalikan kemungkinan konflik kepentingan di antara para pihak. Harford et al., (2008) dalam Isshaq et al, (2009) mengatakan bahwa tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang lemah merupakan indikator utama atas munculnya konflik kepentingan (*conflict of interests*). *Corporate governance* merupakan suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang diharapkan dapat memberikan dan meningkatkan

nilai perusahaan kepada para pemegang saham (Siallagan & Mas'ud, 2006). Meskipun terdapat beberapa sudut pandang mengenai pengertian *corporate governance*, pada dasarnya keberadaan *corporate governance* penting untuk melindungi pemilik perusahaan (prinsipal) dan tujuan utamanya adalah meningkatkan nilai pemegang saham, dengan tetap memerhatikan para pemangku kepentingan lainnya (*stakeholders*).

2.2.3 Asas *Good Corporate Governance*

Menurut KNKG (2006) terdapat lima prinsip *corporate governance* yang harus diterapkan oleh perusahaan dengan tujuan dalam pencapaian kesinambungan usaha (*sustainability*) perusahaan dengan tetap memerhatikan para pemangku kepentingan (*stakeholders*).

Berikut adalah ke lima prinsip GCG yang harus diterapkan oleh setiap perusahaan :

1. **Tranparansi (*Transparency*)**

Untuk menjaga objektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh para pemangku kepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur, dan para pemangku kepentingan lainnya.

2. **Akuntabilitas (*Accountability*)**

Perusahaan harus dapat memertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Oleh karena itu, setiap perusahaan harus dikelola secara benar, terukur, dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memerhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

3. Tanggung Jawab (*Responsibility*)

Perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*.

4. Independensi (*Independency*)

Untuk melancarkan pelaksanaan asas GCG, perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.

5. Kewajaran (*Fairness*)

Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memerhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

2.2.4 Manfaat *Corporate Governance*

Pentingnya implementasi *corporate governance* diharapkan dapat memberikan manfaat. Manfaat yang dihasilkan harus lebih besar daripada biaya yang dikeluarkan. Secara garis besar berikut adalah manfaat atas pengimplementasian *corporate governance* di suatu perusahaan :

- Pengelolaan sumber daya perusahaan secara amanah dan bertanggung jawab, yang akan meningkatkan kinerja perusahaan secara *sustainable*. Sehingga, dapat menunjukkan efisiensi atas pengelolaan sumber daya yang langka.
- Perbaikan citra perusahaan sebagai suatu agen ekonomi yang bertanggung jawab (*good corporate citizen*) sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (*value of the firm*). *Good corporate governance* memiliki akses yang positif dalam pembangunan ekonomi dan kinerja perusahaan yang baik.

- Memudahkan suatu perusahaan dalam perolehan modal yang dapat mengalir ke perusahaan dimana yang dapat dilihat dari penerapan standar *corporate governance* yang diterima secara internasional.
- Meningkatkan nilai pemegang saham dan melindungi para pemangku kepentingan dengan meningkatkan kinerja dan akuntabilitas perusahaan.
- Menciptakan lingkungan yang terpercaya sehingga dapat meningkatkan keyakinan investor terhadap perusahaan sehingga menjadi lebih atraktif sebagai target investasi.
- Memudahkan akses terhadap investasi baik domestik dan asing.
- *Corporate governance* mempunyai peran penting dalam menjaga integritas perusahaan dan mengelola risiko atas adanya kecurangan perusahaan, seperti manajemen yang melanggar kode etik perusahaan ataupun korupsi. Sehingga, diharapkan dengan adanya *corporate governance* dapat melindungi Direksi dan Dewan Komisaris dari tuntutan hukum jika sewaktu-waktu perusahaan terlibat perbuatan hukum.

Sedangkan menurut KNKG (2006) yang dituangkan dalam pedoman *good corporate governance*, maksud dan tujuan atas penerapan *corporate governance* adalah sebagai berikut:

- Mendorong tercapainya kesinambungan perusahaan melalui pengelolaan yang didasarkan pada asas transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi serta kewajaran dan kesetaraan.
- Mendorong pemberdayaan fungsi dan kemandirian masing-masing organ perusahaan, yaitu Dewan Komisaris, Direksi, dan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
- Mendorong pemegang saham, anggota Dewan Komisaris dan anggota Direksi agar dalam membuat keputusan dan menjalankan tindakannya dilandasi oleh nilai moral yang tinggi dan kepatuhan terhadap peraturan perundang-undangan.
- Mendorong timbulnya kesadaran dan tanggung jawab sosial perusahaan terhadap masyarakat dan kelestarian lingkungan terutama di sekitar perusahaan.

- Mengoptimalkan nilai perusahaan bagi pemegang saham dengan tetap memerhatikan pemangku kepentingan lainnya.
- Meningkatkan daya saing perusahaan secara nasional maupun internasional, sehingga meningkatkan kepercayaan pasar yang dapat mendorong arus investasi dan pertumbuhan ekonomi nasional yang berkesinambungan.

2.3 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan didefinisikan sebagai siapa yang memiliki perusahaan dan mengontrol perusahaan. Kepemilikan suatu perusahaan memiliki arti bahwa adanya hak dalam memilih atau mengemukakan pendapat untuk keputusan ekonomis atau juga hak untuk mengontrol (*control rights*) jalannya operasional perusahaan. Struktur kepemilikan akan memiliki motivasi yang berbeda dalam memonitor perusahaan serta manajemen.

Untuk negara-negara maju seperti Amerika Serikat, Inggris, Kanada, Australia, dll memiliki struktur kepemilikan yang menyebar (*disperse*). Kepemilikan tersebar cenderung memiliki persentase saham yang tidak lebih dari 10%. Penyebaran kepemilikan perusahaan dilakukan dengan cara memecah kepemilikan terkonsentrasi yang pada hakikatnya bertujuan untuk menciptakan distribusi atau pemerataan kepemilikan yang berkeadilan. Dengan kepemilikan tersebar ini maka akan munculnya *shareholder's free rider* sehingga tidak adanya pengawasan yang dilakukan kepada manajer (*insiders*) atas kinerja perusahaan. Maka kemungkinan adanya perilaku manajer yang dapat merugikan para pemegang saham tersebut. Kepemilikan *insiders* juga dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan saling menyelaraskan antara kepentingan *insiders* maupun *outsiders*, namun sisi negatifnya adalah kepemilikan yang didominasi oleh *insiders* dapat berdampak pada penurunan nilai perusahaan (Isshaq et al, 2009).

Sedangkan, untuk negara-negara Asia struktur kepemilikan terpusat atau terkonsentrasi dimana cenderung masih didominasi oleh kepemilikan keluarga. Kepemilikan keluarga cenderung memiliki *agency problem* yang kecil karena perusahaan tersebut didirikan atas dasar kepercayaan. Perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki orientasi jangka panjang atau keberlangsungan

perusahaan tersebut. Permasalahan di dalam kepemilikan keluarga adalah antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Pemegang saham mayoritas bisa saja melakukan pengambilalihan (*expropriation*) saham yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas. Oleh, karena itu, perlu adanya peraturan yang mengatur mengenai perlindungan atas para pemegang saham minoritas.

Struktur kepemilikan dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti budaya dan sistem hukum yang dianut oleh masing-masing negara. Di Indonesia, struktur kepemilikan di atur dalam Undang-Undang PT No 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (PT) pasal 48 ayat 2 bahwa persyaratan kepemilikan saham diatur dalam anggaran dasar dengan tetap memerhatikan persyaratan yang ditetapkan oleh instansi yang berwenang sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan.

Struktur kepemilikan diyakini mampu memengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan adanya kontrol yang dimiliki (Wahyudi & Pawestri, 2006). Struktur kepemilikan yang memberikan pengaruh terhadap penentuan nilai perusahaan seperti kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Kepemilikan institusional memiliki orientasi yang berbeda dengan kepemilikan manajerial atau individu. Berikut adalah penjelasan lebih lanjut mengenai struktur kepemilikan saham yaitu kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial.

1) Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang didominasi oleh kepemilikan institusi atau badan (seperti Dana Pensiun, Perusahaan Asuransi, *Mutual Funds*, dan lain-lain). Kepemilikan institusional merupakan salah satu faktor yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Pemegang saham institusional akan menjadi lebih aktif dalam mengawasi perusahaan dibandingkan pemegang saham individual karena besarnya

kepemilikan di perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan. Kepemilikan institusional bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan dimana pemegang saham institusional diasumsikan memiliki orientasi investasi jangka panjang yang dapat memberikan dorongan yang lebih besar untuk menciptakan nilai perusahaan yang optimal.

2) **Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial menggambarkan adanya proporsi kepemilikan saham biasa oleh manajemen (Dewan Komisaris dan Direksi) di dalam perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki manajemen. Semakin tinggi kepemilikan saham manajerial di suatu perusahaan maka mengindikasikan manajemen untuk termotivasi dalam meningkatkan kinerjanya yang juga merupakan keinginan dari para pemegang saham.

Menurut Wahyudi & Pawestri (2006) struktur kepemilikan manajerial akan menyejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Dengan adanya kepemilikan manajemen di dalam perusahaan, maka pihak manajemen dapat merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambilnya demikian pula kerugian dari keputusan tersebut. Dengan demikian kepemilikan manajerial ini diperkirakan dapat mendekatkan dan menyelaraskan kepentingan para pemegang saham dengan kepentingan manajemen (Faritsi, 2011). Sehingga, permasalahan mengenai keagenan dapat diasumsikan akan hilang atau berkurang apabila seorang manajer berperan juga sebagai seorang pemilik perusahaan.

2.4 *Cash Holding (Kepemilikan Kas)*

Kas merupakan bagian dari aset lancar yang paling likuid dan tidak membutuhkan waktu konversi dan batasan waktu tertentu untuk digunakan. Sebagai aset yang paling likuid maka konsep likuiditas merupakan hal yang penting dalam melakukan analisis laporan keuangan. Menurut konsep likuiditas, ini diartikan sebagai sejumlah kas atau setara kas yang dimiliki atau dipegang oleh perusahaan dan dapat meningkat selama periode waktu tertentu.

Menurut PSAK No.1 (revisi 2009) tentang Penyajian Laporan Keuangan bahwa suatu aset diklasifikasikan sebagai aset lancar jika aset tersebut digunakan dalam jangka waktu siklus operasi normal perusahaan atau dimiliki untuk tujuan jangka pendek atau dalam jangka waktu 12 (dua belas) bulan dari tanggal neraca. Selain itu, beberapa kas atau setara kas yang penggunaannya tidak dibatasi.

Untuk dapat diklasifikasikan sebagai aset lancar, maka kas harus bebas dari batasan apapun yang dapat menghalangi perusahaan untuk menyimpannya (*deposits*) di Bank atau menggunakannya untuk membayar kepada kreditor. Jika kas tersebut dibatasi untuk pembayaran hutang jangka pendek tertentu, maka perusahaan tetap mengklasifikasikannya sebagai kas bagian dari aset lancar namun pembatasan atas penggunaan kas tersebut harus diungkapkan dalam laporan keuangan.

Dalam konteks ini, yang dimaksud dengan kas adalah uang kas yang ada di perusahaan dan uang yang disimpan di Bank, yang siap dan bebas dipergunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan untuk jangka pendek. Pada umumnya, kas harus tersedia untuk pembayaran hutang jangka pendek yang menunjukkan akan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang jangka pendeknya.

Kebanyakan perusahaan memiliki beberapa rekening Bank (*Bank Accounts*) dan dana kas kecil (*petty cash funds*), tetapi perusahaan biasanya menggabungkan semua rekening kas dan menyajikannya dalam satu akun kas saja pada neraca. Dalam mengukur kekayaan pemegang saham maka kita menekankan perhatian kita kepada uang yang ada di tangan (*cash holding*) yang ketika digunakan untuk melakukan investasi dan menghasilkan pengembalian (*return*) kepada pemegang saham.

Unsur-unsur yang dapat dianggap sebagai kas (Dunia, 2005) adalah :

- ✓ Rekening giro di Bank
- ✓ Cek-cek tunai yang diterima
- ✓ Pos Wesel
- ✓ *Traveler's Check* adalah cek yang dikeluarkan untuk perjalanan
- ✓ Uang kas perusahaan (baik Rupiah dan Koin)

Sedangkan, unsur-unsur berikut yang tidak dapat digolongkan sebagai bagian dari kas pada neraca (Dunia, 2005) adalah :

- ✓ Cek mundur (*post-dated checks*)
- ✓ Cek kosong dari pihak ketiga (*NSF Checks*)
- ✓ Persediaan perangko
- ✓ Dana yang disisihkan untuk tujuan tertentu
- ✓ Rekening giro pada Bank di luar negeri yang tidak dapat segera dipakai

2.5 Penelitian – Penelitian Terdahulu

Tujuan utama perusahaan adalah dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan meningkatkan nilai perusahaan maka diharapkan dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Peningkatan nilai perusahaan ditunjukkan dengan keberhasilan perusahaan yang menerapkan tata kelola perusahaan yang baik dalam mengawasi perilaku manajer atas kinerja yang telah dilakukan. Strategi yang dilakukan oleh manajemen dalam mengelola sumber daya yang dimiliki perusahaan agar dapat menciptakan pertumbuhan perusahaan yang menghasilkan *profit* yang optimum.

Penelitian atas penerapan *corporate governance* dengan menggunakan indikator *market to book (Price to Book – PBV)* sebagai kinerja perusahaan dilakukan oleh Yani (2010). Hasil menunjukkan bahwa PBV dipengaruhi signifikan oleh penerapan *corporate governance*. Sedangkan, indikator kinerja perusahaan lainnya yaitu *stock return* tidak dipengaruhi signifikan oleh penerapan *corporate governance*. Variabel *corporate governance* yang digunakan berupa nilai skor *corporate governance index* atas penerapan *corporate governance* yang

dilakukan oleh IICD berdasarkan kriteria OECD dengan menggunakan sampel yang termasuk dalam Kompas 100 untuk periode 2005-2007.

Penelitian yang dilakukan oleh Rachmawati & Triatmoko (2007) mengenai faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan dengan menggunakan mekanisme *corporate governance* yaitu keberadaan komite audit, komposisi komisaris independen, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial. Hasil menunjukkan bahwa keberadaan komite audit dan komposisi komisaris tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Indikator nilai perusahaan yang digunakan adalah *price-to-book value* (PBV). Ini menggambarkan bahwa adanya kemungkinan keberadaan komite audit dan komposisi komisaris yang tinggi tidak menjadi jaminan dalam memberikan kinerja perusahaan yang baik. Selain itu, kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan, maka dengan adanya kepemilikan institusional diharapkan dapat memberikan pengawasan yang lebih baik terhadap performa perusahaan. Sedangkan, untuk kepemilikan manajerial di perusahaan diharapkan dapat menyalurkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen dalam mencapai tujuan perusahaan. Hasil ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi & Pawestri (2006) bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan PBV.

Selarka (2005) melakukan penelitian mengenai bagaimana struktur kepemilikan dapat memengaruhi nilai perusahaan. Dengan menggunakan data perusahaan India, melakukan tes bagaimana dampak kepemilikan *insiders* dan *outsiders* terhadap nilai pasar perusahaan dengan menggunakan indikator *market-to-book-ratio*. Hasil menunjukkan bahwa adanya hubungan yang kuat antara nilai pasar perusahaan dan saham yang dimiliki oleh *insiders*. Hal ini didukung dengan adanya tindakan *expropriation* (pengambilalihan) oleh kepemilikan *insiders* sampai mencapai tingkat tertentu sehingga dapat meningkatkan kekayaan pribadi. Dengan demikian, adanya kepemilikan *insiders* di suatu perusahaan akan menjadi rendah atau tinggi ditandai dengan hubungan antara nilai perusahaan dan kepemilikan *insiders* menjadi positif sehingga akan mempermudah dalam pencapaian tujuan perusahaan.

Penelitian mengenai *cash holding* menghasilkan beragam variasi. Kas sebagai aset perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi diharapkan dapat dikelola dengan baik sehingga dapat berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Lins & Kalcheva (2006) dalam penelitiannya mengenai hubungan *cash holding* dan *firm value*. *Firm value* sebagai variabel dependen yang digunakan diukur melalui Tobin's Q. Sedangkan untuk variabel independen terdiri dari *cash holdings*, *dividend payment*, *managerial control* dan *shareholders right*. Hasil dari penelitian ini adalah ditemukan hubungan yang negatif antara *cash holdings* dengan *firm value*. Dengan demikian, kepemilikan kas yang besar di perusahaan akan mendorong manajer untuk melakukan investasi yang justru dapat berdampak negatif terhadap kekayaan pemegang saham.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Isshaq et al, (2009) mengatakan bahwa banyak faktor lain yang memengaruhi nilai perusahaan seperti *corporate governance*, struktur kepemilikan, dan *cash holding* dan terdapat hubungan yang signifikan dan positif yaitu variabel ukuran dewan (*board size*), dividen, dan *leverage*. Sedangkan variabel yang signifikan negatif terhadap nilai perusahaan adalah peluang investasi. Sedangkan, untuk *cash holding* dan struktur kepemilikan yang tidak memiliki hubungan signifikan terhadap nilai perusahaan. Perbedaan penelitian ini adalah terletak pada variabel mekanisme *corporate governance* yang menggunakan nilai skor CG yang berasal dari IICD atas penerapan CG oleh setiap perusahaan berdasarkan kriteria OECD.

2.6 Pengembangan Hipotesis

Corporate governance merupakan suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang diharapkan dapat memberikan dan meningkatkan nilai perusahaan kepada pemegang saham. Keberadaan dan penerapan *corporate governance* dinyatakan dapat memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Suatu perusahaan yang dikelola dengan baik maka akan memberikan perhatian bagi investor yang akan melakukan investasi di perusahaan tersebut. Karena investor cenderung akan menghindari perusahaan yang memiliki predikat *corporate governance* yang buruk. Para investor yakin bahwa perusahaan yang menerapkan *good corporate governance* telah berupaya untuk meminimalkan

risiko keputusan yang salah atau yang menguntungkan diri sendiri, sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan yang pada akhirnya dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Sayidah, 2007).

Penelitian ini menggunakan hasil survei IICD untuk mengukur penerapan *corporate governance* untuk masing-masing perusahaan. Indeks tersebut merupakan hasil atas survei mengenai pelaksanaan *corporate governance* berdasarkan kriteria OECD. Berbagai penelitian telah membuktikan bahwa pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja yang juga berdampak pada nilai perusahaan. Yani (2010) dengan menggunakan skoring indeks *corporate governance* yang dikeluarkan oleh IICD mengatakan bahwa penerapan *corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan indikator PBV. Perusahaan yang telah menerapkan *corporate governance* dengan baik maka akan mengarahkan pada kinerja perusahaan yang baik pula di jangka panjang yang tercermin pada nilai saham perusahaan. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut :

H₁ = Mekanisme Corporate Governance berpengaruh positif terhadap kesejahteraan pemegang saham

Proporsi kepemilikan dapat berpengaruh dalam mengarahkan pada kinerja perusahaan yang berdampak terhadap nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan manajerial diharapkan dapat menyelaraskan antara kepentingan para pemegang saham dan manajerial sehingga memudahkan dalam pencapaian tujuan perusahaan berupa penciptaan nilai yang optimal bagi perusahaan. Adanya hubungan yang kuat antara nilai perusahaan di pasar yang digambarkan dengan saham yang dimiliki oleh *insiders* (manajerial). Hubungan ini menjelaskan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial sampai pada batas tertentu akan mendorong langkah dalam melakukan pengambilalihan (*expropriation*), di sisi lain hal ini akan memotivasi perilaku manajer untuk mengurangi *personal wealth effects* karena didukung dengan besarnya kepemilikan manajer di perusahaan.

Wahyudi & Pawestri (2006) berpendapat bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui

keputusan pendanaan. Rachmawati & Hanung (2007) juga berpendapat bahwa struktur kepemilikan memiliki hubungan positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial di perusahaan maka nilai perusahaan akan meningkat. Sehingga, hipotesa yang dapat diajukan berdasarkan penjelasan di atas adalah :

H₂ = Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kesejahteraan pemegang saham

Kas yang dimiliki oleh perusahaan menggambarkan likuiditas perusahaan tersebut dalam menggunakan dan mengelola kas tersebut untuk kegiatan operasional perusahaan. Besarnya kepemilikan kas yang ada di perusahaan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Jika jumlah kas terlalu rendah maka akan berakibat kurangnya dana yang akan digunakan untuk operasi perusahaan dan investasi di masa depan. Sebaliknya, jika kepemilikan kas tinggi, seperti penelitian yang dilakukan oleh Harford (1999) yang dikutip oleh Isshaq et al, (2009) bahwa dengan adanya nilai kas yang berlebihan atau kepemilikan kas yang tinggi pada perusahaan cenderung membuat penurunan nilai perusahaan melalui akuisisi dan merger yang ditandai dengan rendahnya pengawasan yang dilakukan terhadap manajer dalam pengelolaan kas perusahaan.

Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lins dan Kalceva, (2004) yang menunjukkan adanya hubungan negatif antara *cash holding* dengan nilai perusahaan. Hasil penelitiannya menemukan bahwa untuk Negara dengan perlindungan terhadap pemegang saham (*shareholders*) yang lemah maka mengakibatkan nilai perusahaan menjadi rendah saat manajer mengendalikan kas yang berlebihan. Berdasarkan penjelasan yang dipaparkan sebelumnya maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H₃ = Cash Holding berpengaruh negatif terhadap kesejahteraan pemegang saham

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Kerangka Pemikiran

Pada penelitian ini, kesejahteraan pemegang saham merupakan variabel dependen (*shareholder's welfare*) yang dipengaruhi oleh *corporate governance*, kepemilikan manajerial, dan *cash holding* dimana variabel-variabel tersebut berfungsi sebagai variabel independen. Ke dua variabel tersebut yaitu variabel dependen dan independen memiliki hubungan satu sama lain yang kemudian akan dijelaskan sebagai berikut.

Kebutuhan akan tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*) diharapkan dapat mengendalikan kemungkinan atas konflik kepentingan yang muncul. *Corporate governance* merupakan suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang diharapkan dapat memberikan dan meningkatkan nilai perusahaan kepada para pemegang saham. Perusahaan yang menerapkan tata kelola perusahaan dengan baik mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki komitmen dalam mencapai tujuan perusahaan berupa *optimum value* bagi para pemangku kepentingan (*stakeholders*) yang salah satunya adalah pemegang saham (*shareholders*). Oleh karena itu, perusahaan yang menerapkan *corporate governance* diharapkan dapat memberikan peningkatan terhadap nilai perusahaan yang kemudian diikuti dengan kesejahteraan pemegang saham.

Penerapan akan *corporate governance* memberikan dampak baik terhadap kinerja perusahaan karena adanya pengawasan atas setiap perilaku manajer yang dapat merugikan perusahaan. Manajer sebagai pihak yang memiliki wewenang dalam mengendalikan operasional perusahaan hendaknya selalu mempertimbangkan atas setiap keputusan yang dibuat dan dampak kepada para pemegang saham sebagai pihak yang telah memercayakan modalnya kepada perusahaan. Manajer yang memiliki proporsi kepemilikan saham di perusahaan akan mendorong manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan dimana besar kecilnya proporsi kepemilikan manajer dapat memengaruhi nilai perusahaan. Hal

ini dapat dilihat dari seberapa dekat tujuan manajemen yang dapat diselaraskan dengan tujuan pemegang saham dalam penciptaan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham.

Pemanfaatan dan penggunaan sumber daya perusahaan yang bijak menggambarkan bahwa perusahaan memikirkan setiap dampak yang akan diperolehnya di masa depan bagi perusahaan. Sumber daya yang perlu diperhatikan dalam pengelolaannya adalah kas. Kepemilikan kas di suatu perusahaan akan mengindikasikan tingkat likuiditas perusahaan tersebut, jika kas pada perusahaan tersebut cukup atau tidak berlebih. Jika jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan terlalu rendah maka akan berakibat kurangnya dana yang diperlukan untuk operasi dan investasi di masa depan. Sedangkan, jika kepemilikan kas yang tinggi pada perusahaan maka cenderung akan membuat nilai perusahaan menurun melalui akuisisi dan *merger* (Harford et al, 2008).

Pengendalian akan kas yang dilakukan oleh manajer akan berdampak pada nilai perusahaan yang juga akan berdampak pada lemahnya perlindungan terhadap para pemegang saham. Suatu perusahaan yang tidak menerapkan *corporate governance* maka akan sulit untuk mengawasi perilaku manajer yang dapat merugikan perusahaan dalam hal kebijakan kas. Mengingat kas merupakan aset perusahaan yang sangat mudah untuk dicuri.

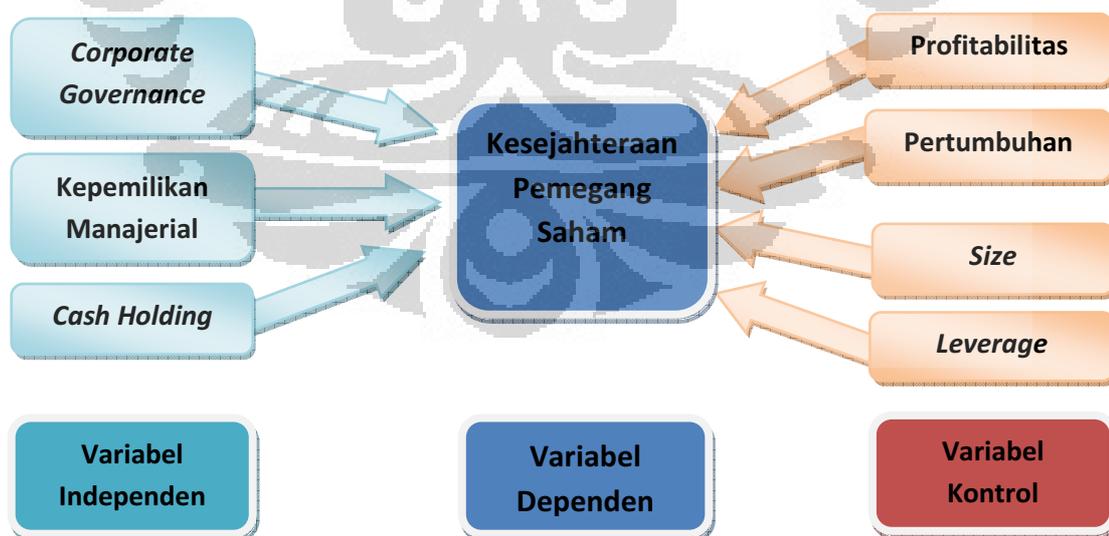
Perusahaan percaya bahwa penerapan CG ini akan berdampak positif bagi perusahaan berupa peningkatan kinerja perusahaan yang tumbuh dan mengarahkan pada peningkatan nilai perusahaan yang menghasilkan *profit*. Perusahaan yang menghasilkan *profit* menggambarkan keberhasilan perusahaan dalam mengelola operasionalnya yang dicerminkan dengan hasil penggunaan sumber daya dalam menciptakan keuntungan bagi para pemegang saham. Sedangkan, perusahaan yang tumbuh menunjukkan adanya kemampuan perusahaan untuk memertahankan kelangsungan hidup di masa depan dalam menghadapi persaingan yang semakin ketat dalam dunia bisnis.

Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula kebutuhan akan tata kelola perusahaan karena diharapkan dapat mengawasi perilaku manajer dalam mengelola sumber daya perusahaan yang efisien dan efektif. Ukuran perusahaan mencerminkan kekuatan perusahaan dalam menghadapi kompetisi dan

persaingan dengan perusahaan lain. Perusahaan yang memiliki aset besar menggambarkan perusahaan yang relatif stabil dan mampu untuk mengelola aset tersebut untuk dapat menghasilkan keuntungan (laba) bagi perusahaan.

Perusahaan yang dikelola dengan baik akan menggambarkan pada pengelolaan sumber daya (aset) perusahaan yang lebih baik. Sehingga, setiap investasi yang dilakukan oleh manajer akan memberikan hasil yang positif berupa pertumbuhan perusahaan yang diikuti dengan *profit* yang dihasilkan kemudian peningkatan nilai perusahaan. Suatu perusahaan dengan pengelolaan aset yang efektif ditandai dengan rasio hutang yang dimiliki perusahaan tersebut rendah. Perusahaan yang memiliki utang yang rendah menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam mengelola asetnya untuk menutupi utang-utang yang dimiliki perusahaan. Sehingga, banyak hal yang dapat memengaruhi keberhasilan operasional perusahaan yang dapat memengaruhi kinerja yang kemudian berdampak pada penciptaan nilai dan peningkatan nilai perusahaan.

Jadi, *corporate governance*, kepemilikan manajerial, dan *cash holding* perusahaan dapat memengaruhi kesejahteraan pemegang saham dimana dikendalikan dengan variabel kontrol seperti profitabilitas, pertumbuhan, total aset, dan *leverage*. Hubungan ini digambarkan dalam skema pada gambar berikut



Gambar 3 Kerangka Pemikiran

3.2 Model Penelitian

Penelitian ini diuji dengan menggunakan analisis regresi berganda untuk menguji hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen. Berikut adalah model penelitian :

$$PBV_{it} = \alpha + \beta_1 DCG_{it} + \beta_2 OWNM_{it} + \beta_3 LnCH_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 Dloss_{it} + \beta_6 D_ROE_{it} + \beta_7 SG_{it} + \beta_8 LnTA_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan :

PBV_{it} : *Price to Book Value* perusahaan i pada periode t menggambarkan kesejahteraan pemegang saham

α : Koefisien konstanta

β_{1-9} : Koefisien regresi variabel

DCG_{it} : *Dummy variable* atas mekanisme *Corporate Governance* (DCG) perusahaan i pada periode t

$OWNM_{it}$: Kepemilikan Manajerial perusahaan i pada periode t

$Ln CH_{it}$: Logaritma Natural *Cash Holding* perusahaan i pada periode t

ROE_{it} : *Return on Equity* (Profitabilitas) perusahaan i pada periode t

$Dloss_{it}$: *Dummy Variable* untuk perusahaan yang memiliki ROE negatif (*loss*) pada perusahaan i pada periode t

D_ROE_{it} : Interaksi antara ROE (*profitabilitas*) dengan *Dummy Variable* pada perusahaan i pada periode t

SG_{it} : *Sales Growth (Growth)* perusahaan i pada periode t

$Ln TA_{it}$: Logaritma Natural Total Aset (*Size*) perusahaan i pada periode t

LEV_{it} : *Leverage (Debt to Total Asset)* perusahaan pada periode t

ε_{it} : eror

Di dalam model penelitian ini, variabel PBV menjadi variabel dependen yang menggambarkan kesejahteraan pemegang saham, sementara variabel independen utama adalah terdiri dari *corporate governance*, kepemilikan manajerial, dan *cash holdings*. Model penelitian di atas akan diestimasi dengan bantuan program statistik Eviews. Untuk melihat kontribusi kemampuan dalam menjelaskan variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen yang dilihat dari koefisien determinasi R^2 dalam hal ini yang digunakan adalah *adjusted R²*. *Adjusted R²* lebih baik dibandingkan R^2 karena koefisien determinasi cenderung memberikan gambaran yang lebih kuat dibandingkan R^2 . Nilai *adjusted R²* yang semakin mendekati satu merupakan indikator yang menggambarkan semakin kuatnya kemampuan dalam menjelaskan perubahan variabel independen terhadap variabel dependen.

3.3 Operasionalisasi Variabel

Penelitian ini menggunakan sembilan variabel yang terdiri dari satu variabel dependen, tiga variabel independen, dan enam variabel kontrol. Variabel dependen atau terikat adalah kesejahteraan pemegang saham (PBV). Variabel independen atau bebas yang digunakan antara lain mekanisme *corporate governance* (CG), kepemilikan manajerial (OWNM), dan *cash holding* (CH) kepemilikan kas perusahaan di akhir tahun (CH). Sedangkan, untuk variabel kontrol yang digunakan adalah profitabilitas (ROE), *dummy* variabel untuk perusahaan yang *loss* atau perusahaan dengan ROE negatif (Dloss), interaksi antara ROE dan *dummy variable* (D_ROE), pertumbuhan penjualan (SG), ukuran perusahaan (Total Aset –TA), dan *leverage* (LEV) yang menggambarkan *financial risk* perusahaan.

3.3.1 Variabel Kesejahteraan Pemegang saham (*Shareholders Welfare – PBV*)

Kesejahteraan pemegang saham sebagai variabel dependen. Dalam penelitian ini, variabel dependen diukur dengan menggunakan rasio *Price-to-Book Value* (PBV) atau *market-to-book ratio*. Rasio PBV merupakan perbandingan antara harga saham akhir tahun atau per 31 Desember dengan nilai buku ekuitas

akhir tahun atau per 31 Desember. Perolehan data rasio PBV berasal dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Rasio PBV digunakan karena berhubungan dengan kepercayaan investor terhadap perusahaan yang diinterpretasikan dalam nilai pasar suatu perusahaan. Ini dijadikan sebagai dasar bagi investor dalam membeli saham suatu perusahaan dengan mempertimbangkan *per dollar of book value*. Sehingga, *PBV ratio* menggambarkan kelipatan nilai buku (*book value*) pada harga pasar sekarang (*current market price*) (Penman, 2007). Rasio ini dijadikan sebagai indikator kesejahteraan pemegang saham. Rasio PBV juga telah digunakan oleh Variaya, Roger, & David, (1987), Selarka (2005), Wahyudi & Pawestri (2006), Rachmawati & Triatmoko (2007), Permanawati (2009).

3.3.2 Variabel Mekanisme *Corporate Governance* (DCG)

Variabel mekanisme *corporate governance* yang digunakan dalam penelitian ini adalah pemeringkatan atas penerapan *corporate governance* berupa *scorecard* yang diperoleh dari lembaga IICD selama periode 2007-2010. IICD merupakan lembaga yang melakukan penilaian berupa pemeringkatan (*ranking*) berupa pemberian skor yang tidak dilakukan setiap tahun. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini hasil skor CG yang diperoleh dari IICD berupa tahun 2007 dan 2008. Sedangkan, untuk tahun 2009 IICD tidak melakukan pemeringkatan dan tahun 2010 hanya sedikit perusahaan yang memiliki skor CG dari IICD. Sehingga, agar sampel yang digunakan dalam penelitian ini cukup maka untuk tahun 2009 dan 2010 menggunakan skor CG tahun 2008 dengan asumsi tidak ada peningkatan atau penurunan skor CG yang signifikan selama dua tahun. Nilai *scorecard* yang digunakan merupakan hasil keseluruhan penerapan *corporate governance* yang berasal dari survei IICD. Hasil survei yang dihasilkan oleh IICD berdasarkan kriteria-kriteria OECD. Hasil pemeringkatan dinyatakan dalam bentuk persentase.

Kriteria hasil survei IICD dengan total rata-rata skor 90%-100% diberikan predikat bagus sekali (*Excellent*) yang menggambarkan bahwa perusahaan patuh terhadap peraturan yang ada dan menunjukkan komitmen yang positif atas praktek *Good Corporate Governance* (GCG). Untuk total rata-rata skor 80%-89%

mendapatkan predikat bagus (*Good*) dimana perusahaan patuh terhadap persyaratan minimum dari peraturan yang ada. Sedangkan, untuk perusahaan yang mendapatkan persentase total rata-rata skor sekitar 60%-79% mendapatkan predikat patut (*Fair*) dimana perusahaan patuh terhadap persyaratan minimum atas penerapan *corporate governance* dari peraturan yang ada. Dan, perusahaan yang mendapatkan persentase total rata-rata skor kurang dari 60% maka perusahaan mendapat predikat buruk (*Poor*) yang menggambarkan bahwa perusahaan tidak patuh terhadap persyaratan minimum dari peraturan yang ada dan tidak menunjukkan komitmen yang positif atas praktek *Good Corporate Governance*.

Berdasarkan data yang diperoleh dari IICD atas penerapan CG berupa persentase indeks, maka dalam penelitian ini variabel mekanisme *corporate governance* menggunakan variabel *dummy*. Penggunaan variabel *dummy* ini dilakukan dengan cara untuk masing-masing tahun dicari nilai tengah (*median*). Berdasarkan data indeks CG yang diperoleh dari IICD maka untuk tahun 2007 dan 2008 masing-masing memiliki nilai tengah sebesar 64,65% dan 66,71% kemudian untuk perusahaan yang memiliki nilai skor persentase CG di atas nilai tengah akan diberi angka “1” sedangkan untuk perusahaan yang memiliki skor persentase CG di bawah nilai tengah diberi angka “0”. Tujuan penggunaan variabel *dummy* ini adalah untuk melihat perbandingan perusahaan yang memiliki skor CG yang baik dan dengan membagi dua kelompok berdasarkan nilai tengah tersebut.

3.3.3 Variabel Kepemilikan Manajerial (OWNM)

Struktur kepemilikan diproksikan dengan *managerial ownership* atau kepemilikan manajerial yang diartikan sebagai proporsi jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh Dewan Direksi per akhir tahun atau per 31 Desember dalam perusahaan yang ditetapkan dalam persentase (%) oleh Isshaq et al, (2009); Wahyudi & Pawestri (2006); Selarka (2005). Dengan adanya jumlah kepemilikan manajerial diharapkan dapat menyelaraskan antara kepentingan manajer dan para pemegang saham. Sehingga, dengan kepemilikan manajerial diharapkan dapat mencapai tujuan perusahaan yaitu peningkatan kekayaan atau kesejahteraan pemegang saham. Kepemilikan manajerial diformulasikan sebagai berikut :

OWNM = \sum persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh Dewan Direksi dalam perusahaan.

3.3.4 Variabel *Cash Holding* (Kepemilikan Kas - CH)

Total kas digunakan sebagai proksi dari *cash holding*. *Cash holding* diukur dengan logaritma natural dari total saldo kas (LnCH) akhir tahun atau per 31 Desember yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut PSAK No.1 (revisi 2009) tentang Penyajian Laporan Keuangan bahwa kas sebagai aset lancar yang dimiliki perusahaan digunakan dalam jangka waktu siklus operasi normal perusahaan atau dimiliki untuk tujuan jangka pendek atau dalam jangka waktu 12 (dua belas) bulan dari tanggal neraca. Perlu diperhatikan bahwa total kas akhir tahun atau per 31 Desember yang digunakan dalam penelitian ini adalah tidak dibatasi dan kas yang siap digunakan untuk operasional perusahaan.

Total kas yang dimaksud adalah terdiri dari uang kas perusahaan (baik Rupiah dan koin maupun mata uang asing), rekening giro di Bank, cek-cek tunai yang diterima, pos wesel, maupun *Traveler's Check* adalah cek yang dikeluarkan untuk perjalanan yang siap digunakan dan tidak dibatasi penggunaannya. Pengaruh kepemilikan kas menghasilkan berbagai variasi terhadap nilai perusahaan. Besar kecilnya jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan diharapkan dapat memberikan pengaruh terhadap kekayaan pemegang saham. Dampak negatif terhadap kepemilikan aset kas yang besar akan berpengaruh terhadap kinerja operasional perusahaan di masa depan. Kepemilikan kas (*cash holding*) diformulasikan oleh Isshaq et al, (2009) sebagai berikut :

LnCH = Logaritma natural atas jumlah saldo kas akhir tahun (per 31 Desember) yang dimiliki oleh perusahaan.

3.3.5 Variabel Kontrol

Variabel kontrol berfungsi untuk mengontrol variabel independen dan/atau variabel dependen. Tujuan atas munculnya variabel kontrol ini ini yang paling penting adalah untuk menetralkan pengaruh variabel-variabel lain di luar yang

tidak perlu dan menjadikan penghubung antara variabel independen dan variabel dependen.

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- **Profitabilitas (ROE)**

Profitabilitas sebagai variabel kontrol diproksikan dengan *Return on Equity* (ROE). ROE mengukur pengembalian nilai buku kepada pemilik atau yang diterima oleh pemegang saham sebagai *residual owner*. ROE menggambarkan keberhasilan perusahaan dalam mengelola operasionalnya yang dicerminkan dengan hasil penggunaan sumber daya dalam menciptakan keuntungan bagi para pemegang saham. Perhitungan ROE didapat dengan membagi laba bersih dengan nilai buku ekuitas. Data ROE dapat diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Penggunaan ROE sebagai proksi profitabilitas disebabkan oleh adanya unsur penyebut ekuitas pemegang saham yang mewakili kesejahteraan pemegang saham dengan menghubungkan terhadap profitabilitas perusahaan. Penelitian lain yang menggunakan variabel ROE adalah Ramezani, Luc & Alan, (2002), Wirawati (2008), Yani (2010), dan Iqbal et al (2011).

- **Dummy Variable (DLoss)**

Penggunaan *dummy variable* ini adalah menandai atau memberikan perlakuan yang berbeda untuk perusahaan yang memiliki nilai profitabilitas negatif atau perusahaan yang mengalami *loss* ditandai dengan rasio ROE yang negatif selama periode 2007-2010. Untuk perusahaan yang memiliki rasio ROE negatif akan diberi angka “1” sebaliknya perusahaan yang memiliki ROE positif (*profit*) akan diberi angka “0”. Tujuan *dummy variable* ini untuk mengontrol perusahaan yang memiliki rasio ROE negatif. Hal ini dilakukan untuk membedakan antara perusahaan yang mengalami *loss* dan *profit*.

- **Interaksi antara ROE dan Variabel *Dummy* (D_ROE)**

Variabel interaksi profitabilitas (ROE) dan Dloss digunakan menggambarkan efek gabungan dari profitabilitas dan *dummy variable* pada perusahaan. Perhitungan interaksi dilakukan dengan mengalikan ROE dan *dummy variable*. Dengan demikian, interaksi antara variabel ROE dan *dummy* menggambarkan bahwa perusahaan yang *profit* akan memiliki nilai PBV yang lebih besar dengan perusahaan yang *loss*.

- **Pertumbuhan (*Growth* – SG)**

Pertumbuhan merupakan sifat positif dalam hal kemampuan untuk menghasilkan nilai (Subramanyam, 2007). Pertumbuhan perusahaan dijadikan sebagai variabel kontrol yang dapat diukur dengan pertumbuhan penjualan (*sales growth*) yang dapat dihitung dengan membandingkan selisih antara penjualan tahun berjalan dan penjualan tahun lalu sebagai basisnya. Data *sales growth* dapat diperoleh langsung dari *financial base* yang berasal dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI).

Menurut Weston & Copeland (1992) dalam Setyanto et al, (2006). mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang positif mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut dapat memertahankan keberlangsungan hidup perusahaan di masa depan. Pertumbuhan penjualan dijadikan sebagai proksi pertumbuhan karena ini menggambarkan penjualan yang dihasilkan perusahaan dari tahun ke tahun yang menandakan adanya perkembangan atau pertumbuhan yang sedang dialami oleh perusahaan atas keberhasilan melaksanakan strategi penjualan dalam menghadapi persaingan yang semakin kompetitif. Penelitian yang dilakukan terkait dengan pertumbuhan penjualan seperti Ramezani et al, (2002); Ditmar & Mahrt-Smith (2007); Harford et al, (2008); Kusnadi (2011).

- **Size (Ukuran Perusahaan- TA)**

Total aset digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini yang menggambarkan sebagai ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari total aset ($\ln TA$).

$\ln TA$ = Logaritma natural atas jumlah saldo aset akhir tahun yang dimiliki oleh perusahaan.

Total aset akhir tahun per 31 Desember yang digunakan sebagai ukuran besar kecilnya perusahaan karena mencerminkan kekuatan perusahaan dalam menghadapi kompetisi dan persaingan di jaman era globalisasi. Perusahaan yang memiliki jumlah aktiva yang besar menggambarkan perusahaan yang relatif stabil dan mampu untuk mengelola aset tersebut untuk dapat menghasilkan keuntungan (laba) bagi perusahaan. Sebaliknya, perusahaan yang relatif memiliki jumlah aset yang kecil menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola aset tersebut dalam penciptaan keuntungan masih relatif kecil. Penggunaan total aset ini sebagai proksi ukuran perusahaan karena total aset merupakan bagian dari ROE ($ROA \times Leverage$) sehingga berhubungan dengan profitabilitas dan ekuitas pemegang saham.

- **Leverage (LEV)**

Leverage mengukur seberapa besar sebuah perusahaan dalam menggunakan utang yang berasal dari luar perusahaan untuk membiayai operasional dan ekspansi perusahaan. *Leverage* sering diartikan sebagai pendongkrak kinerja perusahaan dan selalu identik dengan utang. *Leverage* dihitung dengan menggunakan rasio *debt to asset* yaitu nilai total buku total utang per akhir tahun atau per 31 Desember (*Total Debt/TD*) dibagi dengan total aset akhir tahun atau per 31 Desember (*Total Assets/TA*). Data *leverage* dapat diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

Penggunaan rasio *debt to assets* ini karena ingin melihat seberapa mampu total aset yang dimiliki perusahaan dalam menutupi seluruh utang perusahaan sehingga *leverage* ini sering dijadikan sebagai ukuran dalam mengukur risiko keuangan (*financial risk*). Semakin rendah rasio utang ini maka semakin bagus kondisi perusahaan tersebut yang digambarkan dengan keberhasilan perusahaan dalam pengelolaan asetnya untuk menutupi utang-utang yang dimiliki oleh perusahaan. Sebaliknya, semakin tinggi rasio *leverage* maka semakin tinggi akan timbulnya kemungkinan adanya *fraud* (kecurangan) yang dilakukan manajemen sehingga akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan yang kemudian juga akan mengurangi kesejahteraan pemegang saham.

Berdasarkan penjelasan di atas berikut maka tabel 3.1 memberikan tanda atas masing – masing variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen :

Tabel 3.1 : Prediksi Tanda Variabel Independen dan Variabel Kontrol terhadap Variabel Dependen

No	Variabel	Keterangan	Prediksi Tanda
1	Independen	Mekanisme <i>Corporate Governance</i> (CG)	+
2	Independen	Kepemilikan Manajer (OWNM)	+
3	Independen	<i>Cash Holding</i> (CH)	-
4	Kontrol	Profitabilitas (ROE)	+
5	Kontrol	<i>Dummy Variable</i> (DLoss)	-
6	Kontrol	Interaksi antara ROE dan DLoss (D_ROE)	-
8	Kontrol	<i>Sales Growth</i> (SG)	+/-
9	Kontrol	<i>Total Aset</i> (TA)	+/-
10	Kontrol	<i>Leverage</i> (LEV)	-

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

3.4 Rancangan Pengumpulan Data

3.4.1 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dilakukan yang berhubungan dengan penelitian ini adalah data sekunder yaitu mengacu pada informasi yang dikumpulkan dari sumber yang telah ada. Pengumpulan data penelitian menggunakan metode dokumentasi dengan mengumpulkan data yang sesuai dengan keperluan penelitian dari sumber data sekunder yang tersedia. Sumber data sekunder dapat berupa buku dan *periodicals*, publikasi pemerintah untuk indikator ekonomi, jurnal, sensus data, dan *financial database*, laporan keuangan, dan lain-lain baik yang dipublikasikan kepada masyarakat umum atau tidak (Sekaran, 2010).

Sumber data yang digunakan berupa data laporan keuangan dan laporan tahunan (*annual report*) yang termasuk dalam perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2007 – 2010 yang diperoleh dari www.idx.co.id dan sudah memiliki penilaian *corporate governance* yang dilakukan oleh IICD. Data sekunder lainnya yang digunakan adalah *financial database* yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) untuk periode tahun 2007 – 2010 dan skor penilaian atas penerapan *corporate governance* untuk setiap perusahaan yang berasal dari *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD)

3.4.2 Metode Pengambilan Sampel

Sampel yang digunakan adalah data kuantitatif yaitu data yang diukur dalam suatu skala numerik. Sampel yang dipilih akan diambil dari populasi berupa perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2007–2010 yang termasuk dalam perusahaan non keuangan dan telah memiliki penilaian atas *corporate governance* yang dilakukan oleh IICD.

Teknik pengambilan *sample* adalah *non probability sampling* yang termasuk dalam metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel dengan cara mendapatkan informasi yang diinginkan dari kelompok sasaran tertentu atau memenuhi kriteria yang ditentukan sebelumnya disebut dengan *judgement sampling*. Kriteria pemilihan sampel yang akan diteliti :

1. Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2007 – 2010.
2. Perusahaan non keuangan yang mempublikasikan laporan keuangan dan *annual report* selama periode tahun 2007–2010.
3. Seluruh laporan keuangan, *annual report* dan data yang dibutuhkan untuk menghitung variabel operasional tersedia dengan lengkap.
4. Perusahaan yang mengikuti program pemeringkatan *scorecard* (*Corporate Governance Index*) yang dilakukan oleh IICD selama tahun 2007-2010.
5. Perusahaan yang tidak memiliki nilai ekuitas akhir tahun atau per 31 Desember negatif.

Berdasarkan kriteria–kriteria di atas, maka penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 168 perusahaan dengan jumlah 672 observasi. Untuk rincian perusahaan yang dijadikan sampel dapat dilihat pada lampiran di akhir penelitian ini.

Tabel 3.2 : Pemilihan Perusahaan Sampel

Perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI selama tahun 2007-2010	1189
Perusahaan yang mengikuti program pemeringkatan <i>scorecard</i> (<i>Corporate Governance Index</i>) yang dilakukan oleh IICD selama tahun 2007-2010	212
Perusahaan yang memiliki nilai ekuitas negatif per akhir tahun atau per 31 Desember	16
Perusahaan yang tidak sesuai dengan data penelitian	28
Jumlah sampel yang dijadikan dalam objek penelitian	168

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

3.4.3 Uji *Outlier*

Outlier merupakan data yang nilainya jauh berbeda atau menyimpang dari nilai-nilai lain yang umum. *Outlier* dapat mendistorsi model statistik dan

menyebabkan nilai residual yang sangat besar. Cara mengatasi adanya *outlier* adalah sebagai berikut:

- a. Dengan melakukan cek ulang data aslinya, ada kemungkinan terjadi kesalahan pada saat *entry* data.
- b. Jika data *outlier* dianggap akan mengacaukan hasil maka sebaiknya data tersebut dihilangkan.
- c. Jika data tersebut ada kemungkinan berulang maka data tersebut sebaiknya tidak dihilangkan.
- d. Untuk menghilangkan adanya *outlier* dapat melakukan *treatment winsorize*. Untuk setiap *outlier* yang ada pada masing-masing variabel digantikan dengan nilai yang didapatkan dari perhitungan dengan rumus $mean \pm (3 \times \text{standar deviasi})$.

3.4.4 Metode Pengolahan Data

Berdasarkan model penelitian yang telah ditetapkan sebelumnya maka pengolahan atas data–data yang telah dikumpulkan terkait dengan seluruh variabel dengan menggunakan regresi linear berganda dengan aplikasi pengolahan data E-views 6.1 untuk data panel yaitu menggabungkan antara *cross section* dan *time series*.

3.5 Teknik Pengujian Asumsi

3.5.1 Pengujian Ekonometri

1. Uji Multikolinearitas (Kolinearitas Jamak)

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui adanya kolerasi (hubungan) yang tinggi (kuat) di antara variabel independen. Suatu model penelitian yang baik akan memiliki nilai multikolinearitas yang rendah sebab dengan rendahnya nilai tersebut maka model tersebut dapat memisahkan efek parsial yang terdapat pada satu variabel bebas terhadap variabel bebas lainnya.

Pengujian multikolinearitas ini dilakukan dengan menggunakan *software* SPSS yaitu dengan memeriksa nilai *Variance Inflation Factor* (VIF)

dimana dikatakan terdapat korelasi atau masalah multikolinearitas jika nilainya lebih dari atau sama dengan 10.

Menurut Nachrowi & Usman (2006), terdapat beberapa cara yang dilakukan untuk mengatasi permasalahan multikolinearitas, yakni sebagai berikut:

- Mengeluarkan salah satu variabel bebasnya yang tidak signifikan dari model penelitian
- Mengubah variabel, yakni dengan melakukan suatu perbedaan (*difference*), membuat rasio, atau dengan mengubah bentuk dari X menjadi $1/X$ atau X^2 dan lain-lain.
- Menambah atau mengurangi data.
- Menransformasi variabel independen.

2. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah dalam persamaan regresi terdapat kesamaan *varians* yang tidak seragam sehingga *error*-nya menjadi tidak konsisten. Padahal yang dibutuhkan adalah *error* yang konsisten dari variasi yang seragam. Oleh karena itu, persamaan regresi yang baik adalah persamaan yang mengandung homokedastisitas. Jika asumsi homokedastisitas tidak terpenuhi maka estimator pada model regresi yang digunakan tidak berada pada kondisi minimum varians (Gujarati, 2004).

Asumsi dalam model regresi ini adalah

1. Nilai residual memiliki nilai rata-rata nol (0)
2. Nilai residual memiliki nilai varians yang konstan
3. Nilai residual suatu observasi tidak saling berhubungan dengan residual observasi lainnya

Berdasarkan asumsi-asumsi di atas maka diharapkan hasil dari model penelitian ini adalah BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Menurut

Nachrowi & Usman (2006), permasalahan heterokedastisitas dapat diatasi melalui :

- *Treatment White* yang terdapat pada EViews
- Metode *Generalized Least Square* (GLS)
- Transformasi dengan $1/X$
- Transformasi dengan $1/\sqrt{x}$, $E(Y)$, atau logaritma

Pengujian heteroskedastisitas pada model regresi berganda dapat dilakukan dengan metode uji *White's General Heteroscedasticity Test* atau dikenal dengan Uji *White*. Hipotesa yang diajukan dalam pengujian ini adalah :

H_0 : Tidak ada heterokedastisitas

H_1 : Ada heterokedastisitas

Apabila nilai probabilitas dari $Obs \cdot R^2$ lebih kecil dari tingkat $\alpha = 5\%$ maka H_0 ditolak sehingga disimpulkan model regresi mengandung heterokedastisitas. Sedangkan, apabila nilai probabilitas dari $Obs \cdot R^2$ lebih besar dari tingkat $\alpha = 5\%$ maka H_0 tidak ditolak sehingga disimpulkan model regresi sudah homokedastisitas.

Sedangkan cara yang dapat dilakukan untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas adalah dengan menggunakan *Weighted Least Square*, yaitu dengan membobotkan setiap variabel dengan *varians* yang tidak konstan yang memiliki tujuan untuk membuat agar varians menjadi konstan.

3. Uji Autokorelasi

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya apakah terdapat *error*. Autokorelasi lebih mudah timbul pada data yang bersifat runtut waktu, karena berdasarkan sifatnya, data masa sekarang dipengaruhi oleh data pada masa-masa sebelumnya. Autokorelasi dapat berbentuk autokorelasi

positif dan autokorelasi negatif. Apabila model regresi mengandung autokorelasi maka estimator (taksiran) metode kuadrat kecil masih linear, tidak bias, dan tidak mempunyai varian yang minimum sehingga autokorelasi juga akan menyebabkan estimator hanya bersifat LUE, tidak lagi BLUE. Regresi berganda mengasumsikan bahwa *error* tidak berhubungan antara observasi (non-autokorealsi) agar model bersifat BLUE.

Cara yang digunakan untuk mendeteksi adanya autokorelasi dalam suatu model data panel yaitu uji *Durbin-Watson* (Nachrowi & Usman, 2006). Sedangkan cara mengatasi autokorelasi, yaitu dengan metode *First difference* dan *first order autoregressive* atau AR(1). Jika statistik *Durbin Watson* mendekati angka 2 (dua) maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi. Hipotesis yang dapat diajukan dari pengujian ini adalah :

H_0 : Tidak ada autokorelasi

H_1 : Ada autokorelasi

3.5.2 Pengujian Statistik

Untuk menguji hipotesis yang telah diajukan sebelumnya maka digunakanlah pengujian statistik. Terdapat tiga tahapan dalam melakukan pengujian atas uji statistik yakni sebagai berikut:

1. Uji Signifikansi (Uji F)

Tujuan dalam melakukan pengujian ini adalah untuk mengetahui pengaruh dari variabel independen secara keseluruhan terhadap variabel dependen. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai signifikansi nilai F pada tabel ANOVA. Adapun hipotesa yang digunakan dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

$H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = 0$

(model tidak dapat menjelaskan variabel dependen secara signifikan)

H_1 : Minimal ada 1 variabel yang $\neq 0$

(model dapat menjelaskan variabel dependen secara signifikan)

Uji F ini dilakukan dengan menggunakan dua cara yaitu (1) Membandingkan antara F (*table*) dan F (*statistic*), dimana jika F (*statistic*) lebih besar daripada F (*table*) maka H_0 ditolak, atau (2) Membandingkan antara probabilitas F (*statistic*) dengan α dimana jika F (*statistic*) lebih kecil dari α maka H_0 ditolak. Apabila H_0 ditolak dapat ditarik kesimpulan bahwa model penelitian terbukti dapat menjelaskan variabel sehingga secara keseluruhan variabel independen mempengaruhi variabel dependennya secara signifikan.

2. Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Tujuan dari pengujian signifikansi parsial adalah untuk mengetahui apakah secara individu variabel-variabel independen yang digunakan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependennya. Pengujian ini dilakukan dengan memerhatikan signifikansi pada tabel koefisien dengan hipotesis sebagai berikut:

$$H_0 : \alpha_n = 0$$

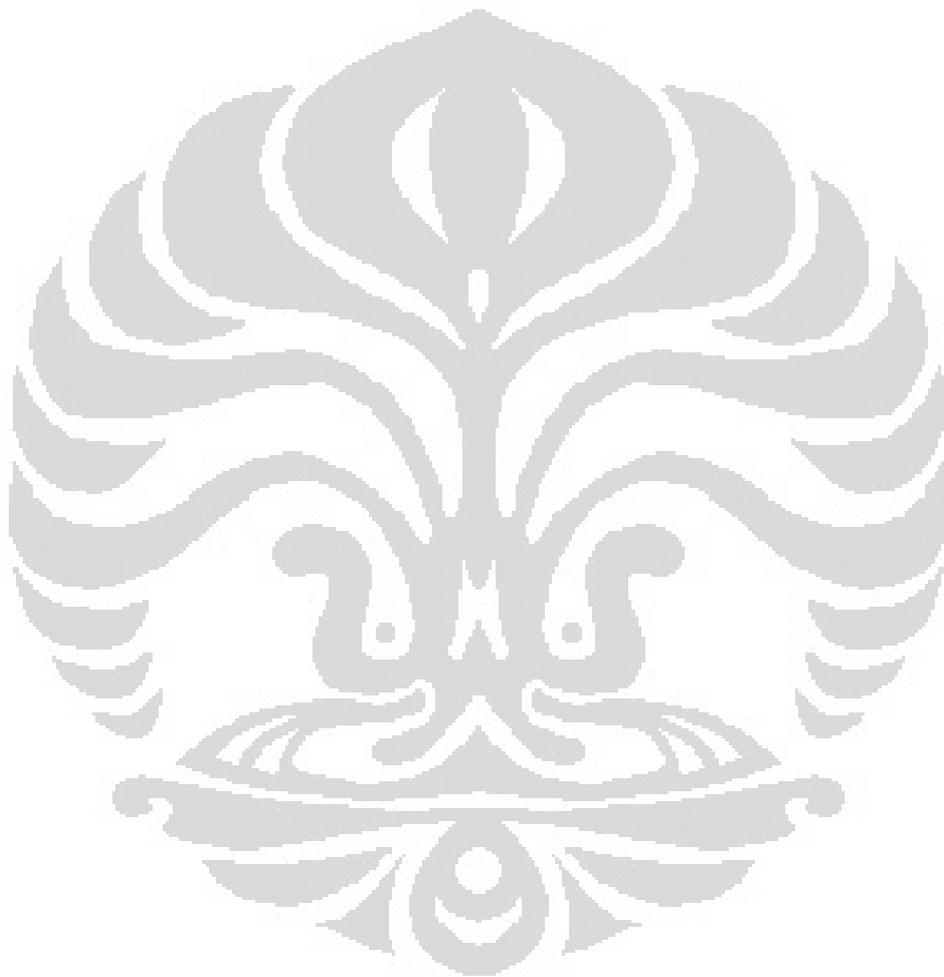
$$H_1 : \alpha_n \neq 0$$

Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan antara nilai probabilitas t (*statistic*) dengan α atau membandingkan nilai t (*statistic*) dengan t (*table*). Jika nilai dari probabilitas t (*statistic*) kurang dari α , atau t (*statistic*) kurang dari t (*table*) maka H_0 ditolak. Penolakan H_0 ini berarti variabel independennya secara individual berpengaruh signifikan terhadap variabel dependennya.

3. Uji Koefisien Determinasi (Uji R^2)

Tujuan dari pengujian koefisien determinasi adalah untuk mengetahui tingkat kecocokan model penelitian yang dipakai. Pengujian ini dapat

memprediksi pergerakan dari variabel dependen yang dijelaskan oleh pergerakan variabel independennya.



BAB 4

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Proses pemilihan sampel menghasilkan data panel yang menggunakan 169 sampel perusahaan untuk periode penelitian selama 2007 sampai dengan 2010 dengan jumlah observasi 672. Untuk memperoleh gambaran umum sampel data penelitian, berikut disajikan data statistik deskriptif untuk sampel secara keseluruhan selama periode 2007 - 2010.

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
PBV	1.624702	0.995000	13.97000	0.090000	1.717424
DCG	0.505952	1.000000	1.000000	0.000000	0.500337
OWNM	0.001533	0.000000	0.054100	0.000000	0.006373
CH	24.99422	25.12732	29.97660	18.48834	2.276694
ROE	0.067759	0.080600	0.846000	-2.062600	0.231508
DLOSS	0.154762	0.000000	1.000000	0.000000	0.361947
D_ROE	-0.044300	0.000000	0.000000	2.062600	0.170378
SG	0.205424	0.138150	8.680900	-1.000000	0.635351
TA	28.03403	27.95735	32.35714	24.06895	1.536248
LEV	0.490774	0.510000	0.970000	0.030000	0.212150

Keterangan :

PBV = *Price Book Value*
 DCG = *Dummy Variable* indeks *Corporate Governance*
 OWNM = Persentase Kepemilikan Manajerial
 CH = Jumlah Kepemilikan Kas Perusahaan Akhir Tahun
 ROE = *Return On Equity*
 DLOSS = *Dummy Variable* untuk ROE yang Bernilai Negatif
 D_ROE = Interaksi antara ROE dan DLOSS
 SG = *Sales Growth* (Pertumbuhan Penjualan)
 TA = Total Aset Perusahaan
 LEV = *Leverage (Debt to Assets)*

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Tabel 4.1 memperlihatkan deskripsi secara statistik untuk semua variabel yang digunakan dalam model penelitian. Hasil perhitungan dengan menggunakan bantuan program statistik pada Eviews versi 6.0.

Nilai rata-rata (*mean*) untuk variabel PBV yang dihasilkan pada perusahaan non keuangan dengan rentang tahun 2007-2010 adalah 1,62 kali yang berarti rata-rata harga saham perusahaan di pasar dinilai lebih tinggi daripada nilai bukannya (*overvalued*). Hal ini mengindikasikan bahwa rata-rata kinerja perusahaan yang dijadikan sebagai sampel dianggap baik oleh pasar karena PBV bernilai rata-rata lebih dari 1 (satu) sehingga dapat meningkatkan harga saham perusahaan yang kemudian dapat berdampak baik bagi para pemegang saham yang akan menguntungkan bagi mereka. Variabel PBV memiliki nilai *median* sebesar 0,99 kali yang menggambarkan bahwa setengah dari perusahaan yang dijadikan sebagai sampel menghasilkan PBV dengan rata-rata kurang dari 0,99 kali dengan PBV minimum sebesar 0,09 kali pada perusahaan PT Jaya Pari Steel Tbk pada tahun 2008 dan setengah perusahaan yang dijadikan sebagai sampel memiliki rata-rata lebih dari 0,99 kali dengan PBV maksimum 13,97 kali pada Perusahaan PT Mitra Investindo untuk tahun 2007. Standar deviasi untuk PBV sebesar 1,71 kali, dengan demikian bahwa rata-rata perusahaan yang dijadikan sebagai sampel memiliki kisaran PBV antara -3,51 kali dan 6,75 kali ($1,62 \pm (3 \times 1,71)$).

Variabel indeks *Corporate Governance* - CG (DCG) menggunakan *dummy variable* berdasarkan nilai tengah. Dimana perusahaan yang memiliki persentase CG di atas nilai tengah diberi angka "1" sedangkan untuk perusahaan yang memiliki persentase CG di bawah nilai tengah akan diberi angka "0". Berdasarkan data statistik deskriptif di tabel 4.1 yang dihasilkan pada perusahaan sampel dengan rentang tahun 2007–2010 memiliki rata-rata persentase CG sebesar 0,5060 atau sebesar 50,60%. Hal ini mengindikasikan bahwa rata-rata persentase penerapan CG perusahaan yang dijadikan sebagai sampel masih dianggap rendah karena persentase atas penerapan CG hanya bernilai rata-rata sebesar 50,60%. Variabel DCG ini memiliki nilai maksimum, minimum, dan median masing-masing sebesar 1, 0, dan 1. Hasil tersebut dikarenakan penggunaan variabel *dummy* dimana angka 1 untuk perusahaan sampel yang telah menerapkan

CG dengan baik sedangkan 0 untuk perusahaan yang masih kurang dalam menerapkan CG. Standar deviasi untuk DCG sebesar 0,5003 atau sebesar 50,03% dengan demikian bahwa rata-rata perusahaan yang dijadikan sebagai sampel memiliki indeks CG dengan kisaran antara -99,49% dan 200,69% ($50,60\% \pm (3 \times 50,03\%)$).

Variabel kepemilikan manajerial (OWNM) yang merupakan proksi dari kepemilikan manajerial memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,001533 atau 0,15% dari seluruh perusahaan sampel. Hal ini mengindikasikan bahwa rata-rata kepemilikan manajerial yang terdapat di perusahaan sampel selama periode 2007-2010 masih rendah hanya sebesar 0,15%. Kepemilikan manajerial pada perusahaan sampel dengan rentang 2007-2010 memiliki nilai maksimum sebesar 0,0541 atau 5,41% pada perusahaan PT Citatah Industri Marmer Tbk untuk tahun 2009 dan memiliki nilai minimum sebesar 0,00 atau 0,00%. Variabel kepemilikan manajerial memiliki standar deviasi sebesar 0,0064 atau 0,64% sehingga rata-rata perusahaan sampel memiliki kisaran kepemilikan manajerial antara -1,77% dan 2,07% ($0,15\% \pm (3 \times 0,64\%)$).

Variabel kepemilikan kas (*Cash Holding* – CH) yang diproksikan dengan jumlah kepemilikan kas perusahaan akhir tahun (\ln CH) memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 24,99 dengan nilai minimum dan maksimum masing-masing sebesar 18,49 pada perusahaan PT Suryainti Permata Tbk. untuk tahun 2010 dan 29,98 pada perusahaan PT Indofood Sukses Makmur Tbk. Untuk tahun 2010. Hal ini menggambarkan secara keseluruhan perusahaan sampel memiliki jumlah kas yang relatif sama. Kepemilikan kas mempunyai nilai tengah (*median*) sebesar 25,13 yang menunjukkan setengah dari perusahaan sampel memiliki kas dengan rata-rata kurang dari 25,13 dan setengahnya lagi memiliki kas lebih dari 25,13. Variabel kepemilikan kas (*Cash Holding*) memiliki nilai standar deviasi sebesar 2,28 sehingga rata-rata perusahaan sampel memiliki kas antara 18,15 dan 31,83 ($24,99 \pm (3 \times 2,28)$).

Perusahaan sampel memiliki rata-rata ROE sebesar 0,0678 atau 6,78% yang memiliki nilai tertinggi sebesar 0,8460 atau 84,60% pada perusahaan PT International Nickel Indonesia Tbk. untuk tahun 2007 dan nilai terendah sebesar -2,0626 atau -206,26% pada perusahaan PT Argo Pantes Tbk. untuk tahun 2009

yang artinya selama empat tahun (2007-2010) atas penggunaan modal sendiri, rata-rata perusahaan sampel mampu menghasilkan rata-rata laba sebanyak 6,81% dengan *range* antara rugi minimum -206,26% dan mencapai laba maksimum sebesar 84,6%. Nilai median ROE menunjukkan 0,0806 atau 8,06% yang berarti 50% perusahaan sampel menghasilkan ROE rata-rata kurang dari 8,06% dan 50% sampel lain memiliki ROE rata-rata lebih dari 8,06%. Standar deviasi ROE sebesar 0,2315 atau 23,15% artinya sangat secara sederhana rata-rata perusahaan sampel menghasilkan ROE antara -62,67% dan 76,23% ($6,78\% \pm (3 \times 23,15\%)$).

Variabel *dummy loss* (DLoss) yaitu proksi untuk mengontrol ROE yang bernilai negatif atau perusahaan yang mengalami rugi (*Loss*) memiliki rata-rata (*mean*) dan median sebesar 0,1548 dan 0,00. Standar deviasi yang dimiliki variabel Dloss adalah 0,3620 sehingga perusahaan yang mengalami *loss* dengan kisaran antara -0,9312 dan 1,2408 ($0,1548 \pm (3 \times 0,3620)$). Selama periode penelitian, nilai rata-rata variabel interaksi antara ROE dan variabel *dummy loss* (D_ROE) sama dengan -0,0443 atau -4,43% yang berarti perusahaan sampel mengalami kerugian rata-rata sebesar 4,43%. Interaksi D_ROE menghasilkan nilai maksimum 0% dan minimum -2,0626 atau -206,26%. Standar deviasi variabel interaksi D_ROE sebesar 0,1704 atau 17,04% dengan demikian rata-rata perusahaan sampel yang memiliki ROE negatif atau perusahaan yang mengalami *loss* dengan kisaran antara -55,55% dan 46,69% ($-4,43\% \pm (3 \times 17,04\%)$).

Variabel pertumbuhan (*growth*) berupa pertumbuhan penjualan (*sales growth*) memiliki nilai *mean* sebesar 0,2054 atau 20,54% dari seluruh perusahaan sampel. Hal ini mengindikasikan rata-rata perusahaan sampel mengalami pertumbuhan penjualan yang positif atau peningkatan pertumbuhan penjualan dengan kisaran antara pertumbuhan penjualan minimum -1,00 atau -100% pada perusahaan PT Citra Kebun Raya Agri Tbk. untuk tahun 2010 dan pertumbuhan penjualan maksimum 8,6809 atau 868,09% pada perusahaan PT Dayaindo Resources International Tbk. untuk tahun 2007. Pertumbuhan penjualan perusahaan memiliki nilai tengah (*median*) sama dengan 0,1382 atau 13,82% sehingga 50% perusahaan sampel menghasilkan pertumbuhan penjualan dengan rata-rata kurang dari 13,82% dan 50% perusahaan sampel lainnya menghasilkan pertumbuhan penjualan lebih dari 13,82%. Nilai standar deviasi untuk

pertumbuhan penjualan sebesar 0,6354 atau 63,54% dengan kisaran rata-rata perusahaan sampel mengalami pertumbuhan penjualan antara -170,08% dan 211,16% ($20,54\% \pm (3 \times 63,54\%)$).

Variabel *size* yang diukur dengan Ln TA memiliki *mean* dan median masing-masing sebesar 28,03 dan 27,96 dengan standar deviasi sebesar 1,54 serta nilai minimum 24,07 pada perusahaan PT. Alam Karya Unggul Tbk. untuk tahun 2010 dan maksimum sebesar 32,36 PT Astra International Tbk. untuk tahun 2010. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki ukuran (*size*) yang relatif sama. Sementara itu, *leverage* diukur TD/TA yang memiliki *mean* dan median masing-masing sebesar 0,49 kali dan 0,51 kali dengan standar deviasi sebesar 0,21 kali serta memiliki nilai minimum dan maksimum sebesar 0,03 kali pada perusahaan PT Citra Kebun Raya Agri Tbk. untuk tahun 2009 dan 0,97 kali pada perusahaan PT Argo Pantes Tbk. untuk tahun 2009. Hal ini mencerminkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki tingkat risiko keuangan yang sedang.

4.2 Analisa Regresi Berganda

4.2.1 Estimasi Model Penelitian

Dalam penaksiran model regresi data panel, dikenal tiga pendekatan yang terdiri dari pendekatan kuadrat terkecil (*Pooled Least Square* - PLS), pendekatan efek tetap (*Fixed Effect Model* – FEM), dan pendekatan model efek acak (*random Effect Model* – REM). PLS adalah pendekatan yang paling sederhana dalam pengolahan data panel yaitu dengan menggunakan metode kuadrat terkecil biasa yang diterapkan dalam data yang berbentuk *pooled*. Pendekatan *fixed effect* merupakan pendekatan dengan memasukkan variabel boneka (*dummy variable*) untuk mengizinkan terjadinya perbedaan nilai parameter yang berbeda-beda antara *cross section* dan *time series*. Pendekatan *random effect* merupakan pendekatan dengan memasukkan parameter-parameter yang berbeda baik *cross section* maupun *time series* ke dalam error.

Keunggulan dari pendekatan efek tetap adalah FEM dapat membedakan efek individual dan efek waktu, dan FEM tidak perlu mengasumsikan bahwa komponen error tidak memiliki korelasi dengan variabel bebas yang mungkin sulit

untuk dipenuhi. Sedangkan keunggulan pendekatan efek acak adalah bahwa REM mempunyai parameter lebih sedikit sehingga derajat kebebasannya lebih besar dibandingkan dengan FEM (Nachrowi & Usman, 2006).

Untuk menentukan model data panel yang dipilih, maka diperlukan beberapa tahapan pengujian, yaitu :

1. **Chow Test** (Uji Chow) untuk memilih antara PLS dan FEM
2. **Hausman Test**, (Uji Hausman) untuk memilih antara FEM dan REM

Pemilihan metode panel dengan melakukan pengujian yang pertama yaitu *Chow Test* digunakan untuk memilih antara *Pooled Least Square* (PLS) atau *Fixed Effect Model* (FEM). Berikut adalah hasil uji Chow :

Tabel 4.2 Uji Chow

Effect Test	Prob.
Cross-section F	0.0000

Sumber : Output Eviews 6.0 “telah diolah kembali”

Pada pengujian *Chow* ini, nilai yang harus diperhatikan adalah nilai probabilitas dari *F-statistic*. Hipotesis yang diajukan dalam uji Chow adalah sebagai berikut :

H_0 : *Pooled Least Square* (PLS) Model

H_1 : *Fixed Effect Model* (FEM)

Jika nilai probabilitas *F-statistic* lebih kecil dari tingkat signifikansi α (5%) maka H_0 ditolak. Nilai probabilitas *F-statistic* model adalah 0,0000, dengan demikian metode data panel yang dipilih antara *Pooled least Squared* (PLS) Model dan *Fixed Effect Model* (FEM) adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Selanjutnya, jika dalam uji Chow telah didapat kesimpulan bahwa model yang dipilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM), maka perlu dilakukan uji selanjutnya yaitu Uji Hausman yang dilakukan untuk memilih antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM). Berikut adalah hasil uji Hausman :

Tabel 4.3 Uji Hausman

Test Summary	Prob.
Cross-section random	0.0000

Sumber : Output Eviews 6.0 “telah diolah kembali”

Dalam pengujian Hausman ini, nilai yang harus diperhatikan adalah nilai probabilitas dari *Chi Square*. Hipotesa yang digunakan dalam uji Hausman adalah sebagai berikut :

H_0 : *Random Effect Model* (REM)

H_1 : *Fixed Effect Model* (FEM)

Jika nilai probabilitas *chi-square* lebih kecil dari tingkat signifikansi α (5%), maka H_0 ditolak. Nilai probabilitas *chi-square* model adalah 0,0000, sehingga metode data panel yang tepat antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM) adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Dengan demikian, berdasarkan uji Chow dan uji Hausman, metode data panel yang tepat untuk digunakan pada model regresi adalah *Fixed Effect Model*.

Tabel 4.4 Hasil Pengujian Metode

Uji	Hasil	Metode yang Digunakan
Chow	FEM	<i>Fixed Effect Method</i>
Hausman	FEM	

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

4.3 Hasil Pengujian Asumsi Klasik

Masalah-masalah penyimpangan asumsi yang dapat timbul pada model regresi terutama regresi linear meliputi masalah multikolinearitas, heterokedastisitas, dan autokorelasi. Penyimpangan tersebut mengakibatkan model menjadi tidak valid, hasil-hasil pengujian menyesatkan, dan variasi residual yang diperoleh tidak sesuai dengan semestinya atau dengan kata lain hasil estimasinya tidak lagi bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*)

4.3.1 Uji Multikolinearitas

Untuk mengetahui model penelitian memang bersifat *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE), maka model penelitian harus terbebas dari masalah multikolinearitas yaitu variabel independen tidak saling berkorelasi (berhubungan) secara kuat. Permasalahan multikolinearitas ini dapat mengakibatkan kesulitan dalam menduga sehingga mengakibatkan hasil penelitian menjadi *bias*. Untuk mendapatkan hasil penelitian yang terbaik maka khususnya untuk pengujian multikolinearitas menggunakan aplikasi *software* SPSS versi 17.0. Berikut adalah hasil pengujian multikolinearitas dari model penelitian :

Tabel 4.5 Nilai VIF

Variabel Persamaan	VIF
DCG	1.125
OWNM	1.037
CH	3.003
ROE	4.802
DLOSS	1.823
DROE	4.224
SG	1.024
TA	2.776
LEV	1.170

Sumber : Output SPSS 17 “telah diolah kembali”

Berdasarkan tabel 4.5 untuk hasil pengujian multikolinearitas dengan menggunakan aplikasi *software* SPSS, maka dapat dinyatakan di antara variabel independen dalam model penelitian ini tidak terdapat indikasi pelanggaran multikolinearitas. Hal ini dikarenakan koefisien VIF yang masih berada di bawah 10 (sepuluh). Dengan demikian, model penelitian ini terbebas dari permasalahan multikolinearitas.

4.3.2 Uji Heteroskedastisitas

Pengujian selanjutnya yaitu pengujian heteroskedastisitas. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan untuk mengetahui apakah ada gejala heteroskedastisitas, jika tidak ada gejala heteroskedastisitas maka model regresi

dianggap memenuhi satu asumsi dari model yang bersifat BLUE, yaitu model penelitian bersifat homokedastisitas (varians error homogen). Masalah heterokedastisitas menurut Gujarati (2004) untuk data panel dapat teratasi dengan menggunakan metode *Generalized Least Square* (GLS). Jika metode GLS digunakan maka diasumsikan sudah tidak terdapat masalah heterokedastisitas di dalam model regresi. Sehingga, pengujian heterokedastisitas tidak perlu dilakukan. Berdasarkan uji Chow dan uji Hausman yang telah dilakukan sebelumnya maka metode *Fixed Effect Model* (FEM) yang tepat dilakukan. Di dalam metode FEM, penggunaan GLS dilakukan dengan memberikan *weighted* pada *Fixed Effect Model* (FEM). Dengan demikian, penggunaan GLS ini dapat mengatasi masalah heterokedastisitas di dalam model regresi.

4.3.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk memastikan bahwa model penelitian bersifat BLUE atau terbebas dari gejala autokorelasi yang artinya tidak ada *error* antar observasi yang saling berkorelasi. Untuk mendeteksi gejala autokorelasi bisa melalui metode *Durbin Watson* yaitu pengamatan terhadap nilai statistik *Durbin Watson* (d) yang dihasilkan dengan menggunakan aplikasi *software* Eviews. Menurut Winarno (2006) apabila nilai d berada di antara 1,54 dan 2,46 maka dapat dikatakan tidak ada masalah autokorelasi. Sama halnya dengan mengatasi masalah heterokedastisitas pada data panel, bahwa penggunaan metode *Generalized Least Square* (GLS) pada *Fixed Effect Model* (FEM) juga dapat mengatasi masalah autokorelasi, sehingga diasumsikan tidak terdapat masalah autokorelasi di dalam model regresi.

4.4 Hasil Pengujian Statistik

Model data panel yang digunakan berdasarkan pengujian *Chow Test* dan *Hausman Test* adalah *Fixed Effect Method* (FEM). Selanjutnya, agar model diasumsikan tidak memiliki masalah heterokedastisitas dan autokorelasi maka dalam metode FEM digunakan *Generalized Least Square* (GLS) dengan cara memberikan *weight* pada data *cross section*-nya. Berikut adalah hasil akhir estimasi yang digunakan untuk menganalisis dalam pengujian statistik :

Tabel 4.6 Hasil Estimasi Model Regresi oleh Eviews

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.109324	2.290762	3.540012	0.0004
DCG	0.111713	0.069249	1.613204	0.1073
OWNM	14.73049	16.50156	0.892673	0.3725
CH	0.017997	0.022241	0.809171	0.4188
ROE	0.846421	0.271748	3.114723	0.0019
DLOSS	-0.167909	0.050452	-3.328109	0.0009
D_ROE	-2.105135	0.387963	-5.426126	0.0000
SG	0.232778	0.042647	5.458266	0.0000
TA	-0.253232	0.084446	-2.998752	0.0028
LEV	-0.177034	0.217939	-0.81231	0.4170
Weighted Statistics				
R-squared	0.789738	Mean dependent var	2.68082	
Adjusted R-squared	0.714978	S.D. dependent var	1.862934	
S.E. of regression	1.113079	Sum squared resid	613.2781	
F-statistic	10.56366	Durbin-Watson stat	2.289107	
Prob(F-statistic)	0.00000			

Sumber : Output Eviews 6.0 "telah diolah kembali"

Dari tabel 4.6 model atau persamaan regresi linear berganda berdasarkan hasil pengolahan data penelitian adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 PBV_{it} = & 8,109324 + 0,111713 DCG_{it} + 14,73049 OWNM_{it} + 0,017997 LnCH_{it} \\
 & + 0,846421 ROE_{it} - 0,167909 Dloss_{it} - 2,105135 D_ROE_{it} + 0,232778 \\
 & SG_{it} - 0,253232 LnTA_{it} - 0,177034 LEV_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Model regresi di atas menunjukkan prediksi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen yang dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

- Nilai konstanta sebesar 8,109324 menyatakan bahwa apabila mekanisme *corporate governance*, kepemilikan manajerial, *cash holding*, profitabilitas, variabel *dummy loss*, interaksi profitabilitas dan variabel *dummy loss*, pertumbuhan penjualan, total aset, dan *leverage* (semua

variabel independen) masing-masing bernilai nol maka kesejahteraan pemegang saham yang diukur dengan PBV akan bernilai 8,109324.

- Koefisien regresi DCG sebesar 0,111713 menyatakan bahwa apabila mekanisme *corporate governance* meningkat satu satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai nol maka kesejahteraan pemegang saham akan meningkat sebesar 0,111713.
- Koefisien regresi OWNM sebesar 14,73049 menyatakan bahwa apabila persentase kepemilikan manajerial meningkat satu satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai nol maka mengakibatkan peningkatan terhadap kesejahteraan pemegang saham sebesar 14,73049.
- Koefisien regresi lnCH sebesar 0,017997 menyatakan bahwa setiap peningkatan satu satuan kepemilikan kas (*cash holdings*) perusahaan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai nol, maka akan mengakibatkan peningkatan kesejahteraan pemegang saham sebesar 0,017997.
- Koefisien regresi ROE sebesar 0,846421 menyatakan bahwa apabila profitabilitas meningkat sebesar satu satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai nol, kesejahteraan pemegang saham akan meningkat sebesar 0,846421.
- Koefisien regresi Dloss sebesar $-0,167909$ menyatakan bahwa jika perusahaan yang memiliki ROE negatif yang diukur dengan menggunakan *dummy variable* meningkat maka dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai nol maka akan menyebabkan penurunan kesejahteraan pemegang saham sebesar 0,167909.
- Koefisien regresi D_ROE sebesar $-2,105135$ menyatakan bahwa jika interaksi profitabilitas dan *dummy variable* untuk perusahaan yang memiliki ROE negatif meningkat sebesar satu satuan dengan asumsi semua variabel independen bernilai nol maka mengakibatkan kesejahteraan pemegang saham akan menurun sebesar 2,105135.
- Koefisien SG sebesar 0,232778 yang menyatakan bahwa setiap peningkatan satu satuan dari pertumbuhan penjualan (*sales growth*) dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai nol maka akan

mengakibatkan peningkatan kesejahteraan pemegang saham sebesar 0,232778.

- Koefisien Regresi LnTA sebesar $-0,253232$ menyatakan bahwa setiap peningkatan satu satuan dari ukuran perusahaan (*size*) dengan asumsi semua variabel independen bernilai nol maka menyebabkan kesejahteraan pemegang saham akan menurun sebesar 0,253232.
- Koefisien regresi yang terakhir adalah LEV sebesar $-0,177034$ menyatakan bahwa setiap satu satuan meningkat dari *leverage* dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai nol maka kesejahteraan pemegang saham akan menurun sebesar 0,177034.

Berdasarkan tabel 4.6, nilai probabilitas *F-statistic* dari model penelitian ini adalah sebesar 0,000000 pada $\alpha = 5\%$ sehingga menunjukkan dengan tingkat keyakinan 95% dapat dinyatakan bahwa seluruh variabel independen secara serentak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (PBV).

Selain itu, hasil *output* regresi pada tabel 4.6 juga menghasilkan nilai *adjusted R-squared* (R^2) yang cukup besar yaitu 0,714978 Hal ini berarti 71,50% variasi dari kesejahteraan pemegang saham yang bisa dijelaskan oleh variasi dari variabel independen yang terdiri dari mekanisme *corporate governance* (DCG), kepemilikan manajerial (OWNM), *cash holdings* (CH), profitabilitas (ROE), *dummy variable loss* (DLoss), interaksi antara ROE dan Dloss (D_ROE), pertumbuhan penjualan (SG), ukuran perusahaan (TA), dan *leverage* (LEV). Sementara itu, sisanya sebesar 28,50% dijelaskan oleh variabel-variabel lainnya di luar model penelitian ini.

Nilai *adjusted-R²* sebesar 71,50% dapat dikatakan cukup tinggi sehingga menunjukkan bahwa model regresi ini mampu menjelaskan keadaan yang sebenarnya dengan baik. Hal ini disebabkan oleh penggunaan metode regresi *Generalized Least Square* (GLS) yang melakukan transformasi model melalui pembobotan (*weighted*) terhadap *standard error*.

4.5 Hasil Pengujian Hipotesis

4.5.1 Uji Signifikansi (Uji F)

Uji F bertujuan untuk menguji pengaruh DCG, OOWNM, CH, ROE, Dloss, D_ROE, TA, dan LEV secara simultan terhadap PBV sehingga dapat diketahui bahwa model penelitian memang dapat diterapkan dalam penelitian (uji kecukupan model). Hipotesis yang digunakan untuk uji F adalah :

H_0 : Tidak ada pengaruh signifikan secara simultan dari variabel independen DCG, OOWNM, CH, ROE, Dloss, D_ROE, TA, dan LEV berturut-turut terhadap variabel dependen PBV ($\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = 0$).

H_1 : Ada pengaruh signifikan secara simultan dari variabel independen DCG, OOWNM, CH, ROE, Dloss, D_ROE, TA, dan LEV berturut-turut terhadap variabel dependen PBV ($\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 \neq 0$).

Uji F dilakukan dengan cara membandingkan nilai probabilitas (*p-value*) *F-statistic* pada tabel 4.6 hasil regresi yang menggunakan aplikasi *software* Eviews dengan tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$). Kriteria keputusan yaitu apabila *p-value F-statistic* bernilai lebih kecil daripada α sebesar 0,05 maka H_0 ditolak. Berdasarkan tabel 4.6 diketahui nilai *p-value F-statistic* sama dengan 0,000000 yang berarti kurang dari nilai $\alpha = 5\%$ sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 ditolak. Jadi, secara statistik dengan tingkat keyakinan 95% dapat dikatakan bahwa ada pengaruh signifikan secara simultan dari variabel independen DCG, OOWNM, CH, ROE, Dloss, D_ROE, TA, dan LEV terhadap variabel dependen yaitu PBV.

4.5.2 Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk mengetahui apakah secara individu variabel-variabel independen (DCG, OOWNM, CH, ROE, Dloss, D_ROE, TA, dan LEV) yang digunakan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependennya (PBV). Hipotesa yang digunakan dalam pengujian ini adalah :

H_0 = Tidak ada pengaruh signifikan antara variabel independen ke- i dengan variabel dependen ($\beta_i = 0$)

H_1 = Ada pengaruh signifikan antara variabel independen ke- i dengan variabel dependen ($\beta_i \neq 0$)

Dimana i terdiri dari angka 1,2,3,4,5,6,7,8 yang menjelaskan variabel independen yang terdiri dari DCG, OWNM, CH, ROE, Dloss, D_ROE, TA, dan LEV secara berurutan. Uji t dilakukan dengan cara membandingkan nilai probabilitas t -statistik (p -value) dan tingkat signifikansi (α). Kriteria keputusan berupa tolak H_0 jika p -value lebih kecil dari α . Berikut adalah hasil pengujian t :

Tabel 4.7 Hasil Uji t

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.109324	2.290762	3.540012	0.0004
DCG	0.111713	0.069249	1.613204	0.1073*
OWNM	14.73049	16.50156	0.892673	0.3725
CH	0.017997	0.022241	0.809171	0.4188
ROE	0.846421	0.271748	3.114723	0.0019**
DLOSS	-0.167909	0.050452	-3.328109	0.0009**
D_ROE	-2.105135	0.387963	-5.426126	0.0000**
SG	0.232778	0.042647	5.458266	0.0000**
TA	-0.253232	0.084446	-2.998752	0.0028**
LEV	-0.177034	0.217939	-0.81231	0.4170

Sumber : Output Eviews 6.0 "telah diolah kembali"

* signifikansi pada $\alpha = 10\%$ * (*one tailed*)

** signifikansi pada $\alpha = 5\%$ (*one tailed*)

Dari table 4.7 dapat disimpulkan bahwa variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen hanyalah variabel mekanisme *corporate governance*, profitabilitas (ROE), *dummy variable loss* (DLoss), interaksi antara profitabilitas dan *dummy variable loss* (D_ROE), pertumbuhan penjualan (SG), dan total aset (TA) sedangkan variabel independen lainnya yaitu kepemilikan manajerial (OWNM), kepemilikan kas (CH), dan *leverage* (LEV) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Variabel independen

DCG, memiliki *p-value* lebih kecil dari tingkat signifikansi yaitu sebesar 10% ($\alpha = 0,10$) sedangkan variabel lainnya ROE, Dloss, D_ROE, SG dan TA memiliki *p-value* lebih kecil dari tingkat signifikansi 1% ($\alpha = 0,01$) sehingga diambil keputusan bahwa H_0 ditolak. Dengan demikian, secara statistik dengan tingkat keyakinan 90% dan 99% dapat dikatakan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara masing-masing variabel DCG, ROE, Dloss, D_ROE, SG, dan TA terhadap variabel dependen yaitu PBV.

Akan tetapi, variabel independen lainnya OOWNM, CH, dan LEV memiliki *p-value* lebih besar dari tingkat signifikansi sebesar 5% ($\alpha = 0,05$) sehingga keputusan yang diambil adalah H_0 diterima. Jadi, secara statistik dengan tingkat keyakinan 95% dapat dinyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel OOWNM, CH, dan LEV secara parsial terhadap variabel dependen yaitu PBV.

4.6 Analisis Hasil Pengujian Hipotesis

Dengan mempertimbangkan nilai koefisien regresi dan hasil uji t pada setiap variabel independen, maka variabel DCG berpengaruh signifikan positif terhadap PBV berarti semakin besar persentase *corporate governance* suatu perusahaan akan turut meningkatkan kesejahteraan pemegang *saham* (*shareholder's wealth*). Hal ini menunjukkan bahwa kebenaran hipotesis ke pertama dapat dibuktikan dan hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Yani (2010) yang mengatakan adanya pengaruh yang signifikan antara mekanisme *corporate governance* terhadap PBV. Selain itu, indikator PBV merupakan indikator yang lebih baik karena lebih sensitif terhadap perubahan penerapan CG di perusahaan.

Variabel mekanisme CG yang digunakan berupa indeks CG dari IICD menunjukkan pengaruh yang signifikan kepada kesejahteraan pemegang saham. Koefisien mekanisme CG yang positif telah sesuai dengan hipotesa pertama dan mendukung penelitian yang dilakukan oleh Yani (2010). Koefisien mekanisme CG yang positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi persentase indeks CG suatu perusahaan akan digambarkan dengan semakin tingginya rasio PBV. Sehingga, pasar akan merespon dengan baik atas perusahaan yang memiliki

peringkat tinggi atas penerapan CG dibandingkan perusahaan dengan peringkat yang rendah. Para investor akan memberikan nilai lebih kepada perusahaan yang memiliki predikat CG yang baik karena perusahaan telah menerapkan tata kelola perusahaan yang baik dan ini diharapkan akan berdampak positif pada nilai perusahaan serta para pemangku kepentingan lainnya khususnya para pemegang saham. Dengan adanya pengaruh yang kuat antara mekanisme CG dengan nilai perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan akan *good corporate governance* yang dapat meningkatkan prospek perusahaan di masa depan.

Kepemilikan manajerial telah dibuktikan memiliki pengaruh positif dengan kesejahteraan pemegang saham dan hal ini sesuai dengan hipotesa dua. Namun, pengaruh yang kuat antara kepemilikan manajerial dengan kesejahteraan pemegang saham tidak ditemukan. Semakin tinggi persentase kepemilikan manajerial di suatu perusahaan maka akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Rachmawati & Triatmoko (2007) dan Wahyudi & Pawestri (2006). Dengan adanya kepemilikan manajerial maka akan menyejajarkan atau menyelaraskan antara kepentingan manajer dan pemegang saham sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Namun, perusahaan-perusahaan di Indonesia memiliki persentase saham kepemilikan manajerial yang relatif rendah karena ditandai dengan kepemilikan saham di perusahaan Indonesia yang cenderung di dominasi oleh *blockholder* seperti kepemilikan institusional dan kepemilikan keluarga.

Dengan adanya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan, maka pihak manajemen dapat merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambilnya demikian pula kerugian dari keputusan tersebut. Sehingga, permasalahan keagenan (*agency problem*) diasumsikan dapat berkurang atau hilang apabila seorang manajer sekaligus sebagai seorang pemilik perusahaan. Namun, hasil ini tidak sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Isshaq et al, (2009), dimana kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena adanya kecenderungan investor untuk menghindari perusahaan yang memiliki *insiders ownership*.

Variabel kepemilikan kas (CH) berpengaruh positif dengan PBV berarti peningkatan kepemilikan kas di perusahaan pada akhir tahun akan turut meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Hasil ini menunjukkan bahwa kebenaran hipotesis ke tiga tidak dapat dibuktikan dan hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Isshaq et al, (2009) yang berpendapat bahwa seberapa likuid aset perusahaan yang ada di neraca perusahaan seperti kas akan memengaruhi nilai perusahaan secara positif. Mikkelson & Partch, (2003) dengan menggunakan 89 sampel perusahaan di Amerika Serikat berupa data perusahaan yang berasal dari *compustat* selama periode 1986-1991 mengatakan bahwa peningkatan kepemilikan kas (*cash holdings*) tidak selalu mengarahkan kepada kinerja perusahaan yang buruk. Tujuan utama perusahaan meningkatkan *cash holdings* adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi *cost of debt* yang tinggi dan tidak perlu *external fund* dalam melakukan peningkatan investasi. Dengan demikian, *cash holdings* ini akan mengarahkan kepada penurunan *leverage* dan perusahaan akan memperoleh keuntungan atas investasi yang dilakukan sehingga hal ini akan berdampak baik perusahaan dan pemegang saham.

Namun demikian, hasil ini tidak sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Lins & Kalcheva, (2004) dimana *cash holdings* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan bahwa untuk Negara dengan perlindungan terhadap pemegang saham (*shareholders*) yang lemah maka mengakibatkan nilai perusahaan menjadi rendah saat manajer mengendalikan kas yang berlebihan. Tanpa adanya perlindungan dan pengawasan yang baik atas pengelolaan kas akan mengarahkan pada penurunan nilai perusahaan karena manajer dapat melakukan investasi yang justru tidak menguntungkan bagi perusahaan. Di Indonesia, alasan perusahaan untuk menahan kas berlebih di perusahaan kemungkinan karena para pemegang saham mayoritas memiliki kecenderungan untuk tidak berharap mendapatkan dividen kas karena alasan pajak. Pendapatan dividen kas yang diterima oleh pemegang saham diakui sebagai pendapatan sehingga dikenakan sebagai objek pajak. Hasil ini juga mendukung teori keagenan bahwa manajer lebih suka untuk menahan keuntungan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan investasi daripada membagikannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Sementara itu, variabel profitabilitas yang diukur dengan ROE (*Return on Equity*) memperlihatkan pengaruh signifikan positif dengan kesejahteraan pemegang saham (PBV) berarti profitabilitas yang meningkat juga akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Hal ini membuktikan penelitian yang dilakukan oleh Ramezani et al, (2002), Utama & Anton (1998). Profitabilitas di sini adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Perusahaan yang memiliki ROE yang tinggi menunjukkan keberhasilan perusahaan yang mengakibatkan tingginya harga saham atau dijual di atas nilai bukunya sehingga menciptakan keuntungan bagi para pemegang saham. Dengan demikian, perusahaan yang *profit* juga ditandai dengan ROE yang positif dan tinggi akan memberikan sinyal atas kesuksesan keuangan perusahaan sehingga investor akan memberikan respon positif dan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Variabel lainnya yang juga berpengaruh negatif signifikan adalah *dummy variabel* dan interaksi antara profitabilitas dan *dummy variable* yang digunakan untuk mengontrol perusahaan yang *loss* atau yang memiliki nilai ROE yang negatif. Pengaruh negatif ini menggambarkan bahwa perusahaan yang memiliki ROE negatif akan berdampak pada penurunan kesejahteraan pemegang saham. Jika suatu perusahaan tidak dapat menghasilkan *profit* maka tujuan perusahaan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham tidak dapat tercapai. Perusahaan yang mengalami kerugian akan menggambarkan penurunan kemampuan perusahaan untuk tumbuh dan berkembang. Perusahaan tidak berhasil dalam pengelolaan operasionalnya yang dicerminkan dalam penciptaan keuntungan bagi para pemegang saham. Oleh karena itu, perusahaan yang *profit* akan memberikan keuntungan yang lebih besar kepada pemegang saham dibandingkan perusahaan yang rugi.

Pertumbuhan (*growth*) yang diukur dengan *sales growth* memperlihatkan adanya pengaruh yang signifikan positif dengan kesejahteraan pemegang saham. Pertumbuhan penjualan menggambarkan pertumbuhan perusahaan yang sebenarnya yang mengindikasikan keberhasilan perusahaan dalam menjual produknya. Dengan demikian, perusahaan yang sedang tumbuh menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan keuntungan bagi perusahaan dalam

melakukan kegiatan utama perusahaan berupa penjualan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Naimah & Utama (2006) bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi mampu meningkatkan nilai perusahaan yang kemudian diikuti dengan peningkatan kesejahteraan pemegang saham.

Variabel kontrol yang terakhir telah ditemukan berpengaruh signifikan dengan kesejahteraan pemegang saham (PBV) adalah variabel TA. Ukuran perusahaan (*size*) yang diukur dengan logaritma natural total aset (TA) menggambarkan pengaruh signifikan negatif yang mengindikasikan bahwa perusahaan yang berukuran kecil dianggap sebagai perusahaan yang baik atau memiliki prospek yang bagus dalam penciptaan kesejahteraan pemegang saham. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Siallagan & Machfoedz (2006) dan Permanawati (2009). Bethel & Julia (1993) sebagaimana yang dikutip oleh Pakpahan (2010) bahwa kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan, sehingga manajer hanya tertarik untuk melakukan investasi yang dapat meningkatkan pertumbuhan dan mengurangi investasi yang dapat berisiko bagi perusahaan meskipun tidak selalu keputusan tersebut dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Variabel yang terakhir adalah *leverage* yang secara negatif terkait dengan rasio PBV sehingga mencerminkan semakin besar *leverage* suatu perusahaan maka semakin rendah kesejahteraan pemegang saham sebaliknya semakin rendah *leverage* maka semakin bagus kondisi suatu perusahaan yang kemudian akan berdampak pada kesejahteraan pemegang saham yang meningkat. *Leverage* digunakan untuk mengukur *financial risk* suatu perusahaan yaitu kemampuan total aset suatu perusahaan dalam menutupi seluruh utang yang dimiliki. Hal ini mungkin disebabkan oleh ketakutan pasar terhadap kemungkinan adanya kesulitan keuangan yang akan dialami perusahaan sehingga ini dapat memberikan sinyal kepada para investor dalam membeli suatu saham di perusahaan sebagaimana hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Rachmawati & Triatmoko (2007).

BAB 5 PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan apakah variabel utama yang terdiri dari mekanisme *corporate governance*, kepemilikan manajerial, dan *cash holding* memiliki pengaruh terhadap kesejahteraan pemegang saham yang diukur dengan *price-to-book value* (PBV) pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2007-2010. Model penelitian ini diestimasi dengan menggunakan metode *Fixed Effect Model* (FEM) *Generalized Least Square*. Berdasarkan hasil analisis penelitian dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut :

- Hasil menunjukkan bahwa mekanisme *Corporate Governance* (CG) berpengaruh signifikan dan positif terhadap kesejahteraan pemegang saham.
- Kepemilikan manajerial memiliki koefisien positif dengan kesejahteraan pemegang saham tetapi pengaruh yang signifikan tidak ditemukan.
- Pengaruh yang kuat atas *cash holdings* terhadap kesejahteraan pemegang saham (PBV) juga tidak dapat dibuktikan.
- Profitabilitas (ROE) memiliki pengaruh yang positif dan signifikan dengan kesejahteraan pemegang saham (PBV). Pengaruh negatif dan signifikan ditemukan antara *dummy variable loss* dan kesejahteraan pemegang saham.
- Hasil pengujian interaksi antara profitabilitas dan *dummy variable loss*, diketahui bahwa ada pengaruh signifikan negatif dengan kesejahteraan pemegang saham yang mengindikasikan perusahaan yang rugi justru akan menurunkan kesejahteraan pemegang saham.
- Pertumbuhan secara positif dan signifikan berpengaruh terhadap kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi mampu meningkatkan nilai perusahaan yang kemudian diikuti dengan peningkatan kesejahteraan pemegang saham

- Ukuran (*size*) perusahaan memiliki pengaruh signifikan negatif dengan kesejahteraan pemegang saham bahwa perusahaan yang berukuran kecil dianggap sebagai perusahaan yang baik atau memiliki prospek yang bagus dalam penciptaan kesejahteraan pemegang saham
- Pengaruh yang negatif antara *leverage* dan kesejahteraan pemegang saham tetapi tidak memiliki pengaruh yang kuat. Perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang rendah diharapkan dapat mampu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.
- Nilai *adjusted R²* yang cukup tinggi yaitu sebesar 71,50% menerangkan bahwa variabel mekanisme *corporate governance* (DCG), kepemilikan manajerial (OWNM), *cash holdings* (CH), profitabilitas (ROE), *dummy variable loss* (DLoss), interaksi antara ROE dan Dloss (D_ROE), pertumbuhan penjualan (SG), ukuran perusahaan (TA), dan *leverage* (LEV) dalam model regresi mampu menjelaskan 71,50% variabel kesejahteraan pemegang saham (PBV) sedangkan sisanya sebesar 28,50% dijelaskan oleh variabel-variabel lainnya di luar model penelitian ini
- Hasil pengujian secara simultan yang menunjukkan pengaruh yang signifikan dan nilai *adjusted R²* yang cukup tinggi maka model tergolong cukup baik untuk diterapkan dalam model penelitian.

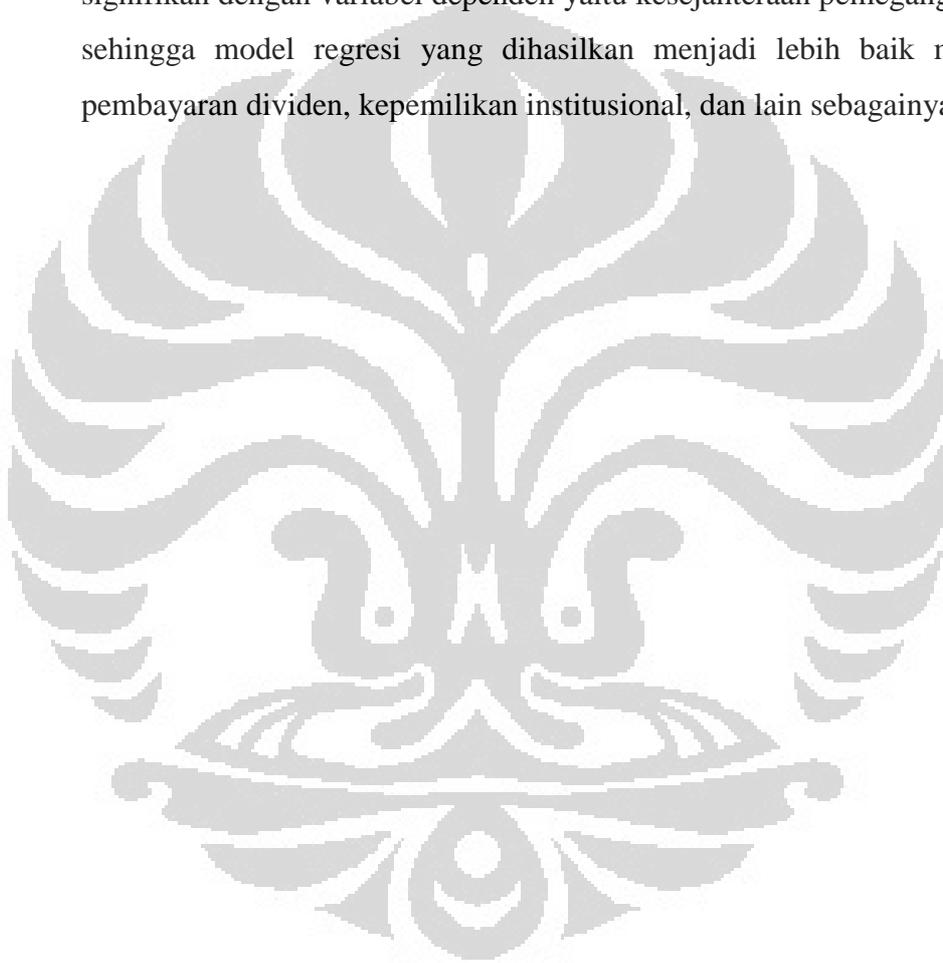
5.2 Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan penelitian yang dapat dijadikan pertimbangan dalam melakukan penelitian selanjutnya adalah penggunaan variabel mekanisme *corporate governance* berupa indeks persentase berdasarkan survei yang dilakukan oleh IICD, dimana penilaian survei tersebut tidak dilakukan setiap tahun sehingga adanya kesulitan dalam perolehan data mengenai penerapan *corporate governance* untuk perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Selain itu, tidak semua perusahaan yang terdaftar dalam BEI yang mengikuti survei yang dilakukan oleh IICD.

5.3 Saran

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan sebelumnya berikut adalah beberapa saran yang bisa dijadikan sebagai bahan pertimbangan bagi penelitian selanjutnya antara lain :

- Menambah jumlah sampel dan periode penelitian agar memperoleh hasil yang lebih baik.
- Dapat mengeksplorasi variabel independen lain yang berpengaruh signifikan dengan variabel dependen yaitu kesejahteraan pemegang saham, sehingga model regresi yang dihasilkan menjadi lebih baik misalnya pembayaran dividen, kepemilikan institusional, dan lain sebagainya.



DAFTAR REFERENSI

- Asian Development Bank (ADB). (2000). Corporate governance and finance in east asia: a study of indonesia, republic of korea, malaysia, philippines, and thailand. *Consolidated Report, vol. 1*. The Asian Development Bank, Manila.
- Brigham, Eugene F & Michael C. Ehrhardt. (2005). *Financial management theory and practice 11th edition*. USA: Thomson, Corporation, Inc.
- Besley, Scott & Eugene. F. Brigham , (2008). *Principles of finance 4th edition*. USA: South-Western College Pub.
- Dittmar, Amy & Jan Mahrt-Smith. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83, 599-634.
- Dunia, Firdaus. A. (2005). *Ikhtisar lengkap pengantar akuntansi edisi 2*. Depok: Lembaga Penerbit FEUI.
- Faritsi, Luqman Arfu. (2011). *Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat pemegangan kas perusahaan (corporate cash holding): studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada bursa efek indonesia pada periode 2005-2009*. Skripsi. Depok: Universitas Indonesia.
- Gujarati, Damodar N. (2004). *Basic econometrics 4th edition*. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Harford, Jarrad, Sattar A. Mansi & William F. Maxwell. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87, 535-555.
- Haryani, Linggar Pratiwi & Muchamad Syarifuddin. (2011). Pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap kinerja; transparansi sebagai variable intervening. *Simposium Nasional Akuntansi XIV*: Aceh.
- Ikatan Akuntansi Indonesia. (2009). *Standar akuntansi keuangan no.1 (revisi 2009): penyajian laporan keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ikkal, Muhammad, Sutrisno & Ali Djamhuri. (2011). Pengaruh profitabilitas dan kepemilikan insider terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan utang dan

- kebijakan dividen sebagai variabel intervening. *Simposium Nasional Akuntansi XIV: Aceh*.
- Isshaq, Zangina, Godfred A. Bokpon & Joseph Mensah Onumah. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the ghana stock exchange. *The Journal of Risk Finance*, 10, 488-499.
- Jensen, Michael C & Meckling W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Keown, J Arthur, John D. Martin, J. William Petty, & David F. Scott, JR. (2002). *Financial management: principles and application, 9th edition*. New Jersey. Pearson Education, Inc.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. (2006). *Pedoman umum good corporate governance indonesia*. Jakarta:
- Kusnadi, Yaunti (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, 554-570.
- Lins, Karl .V & Ivalina Kalcheva. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problem. *The Review of Financial Studies*, 20, 1087-1111.
- Mikkelson, Wayne. H & M. Megan Partch. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 275-294.
- Nachrowi, Djalal & Hardius Usman. (2006). *Pendekatan populer dan praktis ekonometri untuk analisis ekonomi dan keuangan*. Depok: Lembaga Penerbit FEUI.
- Naimah, Zahroh & Siddharta Utama. (2006). Pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan, dan profitabilitas perusahaan terhadap koefisien respon laba dan koefisien respon nilai buku ekuitas: studi pada perusahaan manufaktur di bursa efek jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi IX: Padang*.
- Pakpahan, Rosma. (2010). Pengaruh faktor-faktor fundamental perusahaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ekonomi, Keuangan, Perbankan, dan Akuntansi*, 2, 211-227.

- Penman, Stephen H. (2007). *Financial statement analysis and security valuation., 3th edition*. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Permanawati, Devi (2009). *Analisis hubungan antara profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan dengan kekayaan pemegang saham*. Skripsi. Depok: Universitas Indonesia.
- Presiden Republik Indonesia. (2007). Undang-undang No. 40 tahun 2007 tentang perseroan terbatas. Jakarta:
- Rachmawati, Andri & Hanung Triatmoko. (2007). Analisis faktor – faktor yang mempengaruhi kualitas laba dan nilai perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi X*: Makasar.
- Ramezani, Cyrus A, Luc Soenen, & Alan Jung. (2002). Growth, corporate profitability, and value creation. *Financial Analysts Journal*, 58, 56-67.
- Ross, Stephen A, Randolph W. Westerfield, & Bradford D Jordan. (2010). *Fundamentals of corporate finance 9th edition*. New York: Mcgraw-Hill Companies, Inc.
- Sartono, R Agus. (2009). *Manajemen keuangan teori dan aplikasi (edisi 4)*. Yogyakarta: Badan Penerbitan Fakultas Ekonomi (BPFE) Yogyakarta.
- Sayidah, Nur. (2007). Pengaruh kualitas corporate governance terhadap kinerja perusahaan publik (studi kasus peringkat 10 besar CGPI tahun 2003,2004,2005). *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 11, 1-19.
- Sekaran, Uma. (2003). *Research methods for business, 4th edition*. USA: John Willey & Son, Inc.
- Selarka, Ekta. (2005). Ownership concentration and firm value: a study from the indian corporate sector. *Emerging Markets Finance & Trade*, 42, 83-108.
- Setyanto, Eko Budi, Indira Januarti & Faisal. (2006). Pengaruh kualitas audit, kondisi keuangan perusahaan, opini audit tahun sebelumnya, pertumbuhan perusahaan terhadap opini audit going concern. *Simposium Nasional Akuntansi IX*: Padang.
- Siallagan, Hamonangan & Mas'ud Machfoedz (2006). Mekanisme corporate governance, kualitas laba dan nilai perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*: Padang.

- Subramanyam, K.R & John J. Wild. (2009). *Financial Statement Analysis* , 10th edition. New York: Mcgraw-Hill Companies, Inc.
- Utama, Siddharta & Anton Yulianto Budi Santosa. (1998) kaitan antara rasio price/book value dan imbal hasil saham pada bursa efek jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 1, 127-140.
- Variaya, Nikhil., Roger A. Kerin & David Weeks (1987). The realitionship between growth, profitability, and firm value. *Strategic Management Journal*, 8, 487-497.
- Venkiteshwaran, Vinod. (2011). Partial adjustment toward optimal cash holding levels. *Review of Financial Economics*, 20, 113-121.
- Wahyudi, Untung & Hartini Prasetyaning Pawestri (2006). Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan: dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. *Simposium Nasional Akuntansi IX*: Padang.
- Winarno, Wing Wahyu. (2006). Analisis ekonometri dan statistik dengan eviews edisi 2. Yogyakarta: UPS STIM YKPN.
- Wirawati, Ni Gusti Putu. (2008). Pengaruh faktor fundamental perusahaan terhadap price to book value dalam penilaian saham di bursa efek Jakarta dalam kondisi krisis moneter. *Buletin Studi Ekonomi*, 13, 92-102.
- Yani, Prawita. (2010). *Pengaruh perubahan penerapan corporate governance dengan kinerja perusahaan menggunakan dimensi pengukuran stock return dan price to book value*. Tesis. Depok: Universitas Indonesia.

<http://www.fcgi.or.id/corporate-governance/articles/77-what-is-happening-in-indonesia.htm> diunduh pada tanggal 2 Februari 2012

<http://www.fcgi.or.id/corporate-governance/about-good-corporate-governance.html> diunduh pada tanggal 2 Februari 2012

Lampiran 1
Nama-Nama Perusahaan Sampel

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Jenis Industri
1	AALI	PT Astra Agro Lestari Tbk.	Agriculture, Forestry and Fishing
2	ADHI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk.	Construction
3	ADMG	PT Polychem Indonesia Tbk.	Automotive and Allied Products
4	AKKU	PT Alam Karya Unggul Tbk.	Plastics and Glass Products
5	AKPI	PT Argha Karya Prima Industry Tbk.	Plastics and Glass Products
6	AKRA	PT AKR Corporindo Tbk.	Chemical and Allied Products
7	ALFA	PT Alfa Retailindo Tbk.	Wholesale and Retail Trade
8	ALMI	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk.	Metal and Allied Products
9	AMFG	PT Asahimas Flat Glass Tbk.	Plastics and Glass Products
10	ANTA	PT Anta Express Tour & Travel Service Tbk.	Hotel and Travel Services
11	APLI	PT. Asia Plast Industries Tbk.	Plastics and Glass Products
12	ARGO	PT Argo Pantes Tbk.	Textile Mill Products
13	ARNA	PT Arwana Citramulia Tbk.	Stone, Clay, Glass and Concrete Products
14	ASGR	PT Astra Graphia Tbk.	Electronic and Office Equipment
15	ASII	PT Astra International Tbk.	Automotive and Allied Products
16	ATPK	PT. ATPK Resources Tbk.	Mining and Mining Services
17	AUTO	PT. Astra Otoparts Tbk.	Automotive and Allied Products
18	BATA	PT Sepatu Bata Tbk.	Apparel and Other Textile Products
19	BAYU	PT Bayu Buana Tbk.	Hotel and Travel Services
20	BIPP	PT Bhuwanatala Indah Permai Tbk.	Real Estate and Property
21	BKSL	PT Sentul City Tbk.	Property & Construction
22	BLTA	PT Berlian Laju Tanker Tbk.	Transportation Services
23	BRAM	PT Indo Kordsa Tbk	Automotive and Allied Products
24	BRNA	PT Berlina Tbk.	Plastics and Glass Products
25	BUDI	PT Budi Acid Jaya Tbk.	Chemical and Allied Products
26	BUMI	PT Bumi Resources Tbk.	Mining and Mining Services
27	CEKA	PT Cahaya Kalbar Tbk.	Food and Beverages
28	CKRA	PT Citra Kebun Raya Agri Tbk.	Real Estate and Property
29	CLPI	PT Colopak Indonesia Tbk.	Chemical and Allied Products
30	CMPP	PT Centris Multi Persada Pratama Tbk.	Transportation Services
31	CNKO	PT Eksploitasi Energi Indonesia Tbk.	Mining and Mining Services
32	CNTX	PT Century Textile Industry (CENTEX) Tbk.	Textile Mill Products
33	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	Animal Feed and Husbandry
34	CTRA	PT Ciputra Development Tbk.	Real Estate and Property
35	CTRP	PT Ciputra Property Tbk.	Real Estate and Property
36	CTRS	PT Ciputra Surya Tbk.	Real Estate and Property

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Jenis Industri
37	CTTH	PT Citatah Industri Marmer Tbk.	Mining and Mining Services
38	DART	PT Duta Anggada Realty Tbk.	Real Estate and Property
39	DAVO	PT Davomas Abadi Tbk.	Food and Beverages
40	DILD	PT Intiland Development Tbk.	Real Estate and Property
41	DLTA	PT Delta Djakarta Tbk.	Food and Beverages
42	DUTI	PT Duta Pertiwi Tbk.	Real Estate and Property
43	DVLA	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk.	Pharmaceuticals
44	DYNA	PT Dynaplast Tbk.	Plastics and Glass Products
45	EKAD	PT Ekadharna International Tbk.	Adhesive
46	ELTY	PT Bakrieland Development Tbk.	Real Estate and Property
47	ENRG	PT Energi Mega Persada Tbk.	Mining and Mining Services
48	ESTI	PT Ever Shine Tex Tbk.	Apparel and Other Textile Products
49	EXCL	PT XL Axiata Tbk.	Telecommunication
50	FAST	PT Fast Food Indonesia Tbk.	Food and Beverages
51	FASW	PT Fajar Surya Wisesa Tbk.	Paper and Allied Products
52	FISH	PT FKS Multi Agro Tbk.	Wholesale and Retail Trade
53	FMII	PT Fortune Mate Indonesia Tbk.	Real Estate and Property
54	GGRM	PT Gudang Garam Tbk.	Tobacco Manufacturers
55	GJTL	PT Gajah Tunggal Tbk.	Automotive and Allied Products
56	GMTD	PT Gowa Makassar Tourism Development Tbk.	Real Estate and Property
57	HDTX	PT Pania Indosyntec Tbk.	Textile Mill Products
58	HERO	PT Hero Supermarket Tbk.	Wholesale and Retail Trade
59	HITS	PT Humpuss Intermoda Transportasi Tbk.	Transportation Services
60	IGAR	PT Champion Pacific Indonesia Tbk.	Plastics and Glass Products
61	IKAI	PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk.	Stone, Clay, Glass and Concrete Products
62	IKBI	PT Sumi Indo Kabel Tbk.	Cable
63	IMAS	PT Indomobil Sukses Internasional Tbk.	Automotive and Allied Products
64	INAF	PT Indofarma (Persero) Tbk.	Pharmaceuticals
65	INAI	PT Indal Aluminium Industry Tbk.	Metal and Allied Products
66	INCO	PT International Nickel Indonesia (INCO) Tbk.	Mining and Mining Services
67	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk.	Food and Beverages
68	INDR	PT Indorama Synthetics Tbk.	Apparel and Other Textile Products
69	INDS	PT Indospring Tbk.	Automotive and Allied Products
70	INKP	PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.	Paper and Allied Products
71	INTA	PT Intraco Penta Tbk.	Automotive and Allied Products
72	INTP	PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk.	Cement
73	ISAT	PT INDOSAT Tbk.	Telecommunication
74	JECC	PT Jembo Cable Company Tbk.	Cables

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Jenis Industri
75	JIHD	PT Jakarta International Hotel & Development Tbk.	Real Estate and Property
76	JPRS	PT Jaya Pari Steel Tbk.	Metal and Allied Products
77	JRPT	PT Jaya Real Property Tbk.	Real Estate and Property
78	JSPT	PT Jakarta Setiabudi Internasional Tbk.	Real Estate and Property
79	KAEF	PT Kimia Farma (Persero) Tbk.	Pharmaceuticals
80	KARK	PT Dayaindo Resources International Tbk.	Real Estate and Property
81	KBLI	PT KMI Wire and Cable Tbk.	Cables
82	KBLM	PT Kabelindo Murni Tbk.	Cables
83	KDSI	PT Kedawung Setia Industrial Tbk.	Fabricated Metal Products
84	KICI	PT Kedaung Indah Can Tbk.	Fabricated Metal Products
85	KIJA	PT Jababeka Tbk.	Real Estate and Property
86	KKGI	PT Resource Alam Indonesia Tbk.	Adhesive
87	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk.	Pharmaceuticals
88	KPIG	PT Global Land Development Tbk.	Real Estate and Property
89	LAMI	PT Lamicitra Nusantara Tbk.	Real Estate and Property
90	LION	PT Lion Metal Works Tbk.	Metal and Allied Products
91	LMPI	PT Langgeng Makmur Industri Tbk.	Plastics and Glass Products
92	LPCK	PT Lippo Cikarang Tbk.	Real Estate and Property
93	LPKR	PT Lippo Karawaci Tbk.	Real Estate and Property
94	LSIP	PT PP London Sumatra Indonesia Tbk.	Agriculture, Forestry and Fishing
95	LTLS	PT Lautan Luas Tbk.	Chemical and Allied Products
96	MAMI	PT Mas Murni Indonesia Tbk.	Real Estate and Property
97	MAPI	PT Mitra Adiperkasa Tbk.	Wholesale and Retail Trade
98	MASA	PT Multistrada Arah Sarana Tbk.	Automotive and Allied Products
99	MBAI	PT Multibreeder Adirama Indonesia Tbk.	Animal Feed and Husbandry
100	MDLN	PT Modernland Realty Tbk.	Real Estate and Property
101	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk.	Mining and Mining Services
102	MERK	PT Merck Tbk.	Pharmaceuticals
103	META	PT Nusantara Infrastructure Tbk.	Wholesale and Retail Trade
104	MICE	PT Multi Indocitra Tbk.	Whole sale and retail trade
105	MITI	PT Mitra Investindo Tbk.	Stone, Clay, Glass and Concrete Products
106	MLPL	PT Multipolar Tbk.	Electronic and Office Equipment
107	MPPA	PT Matahari Putra Prima Tbk.	Wholesale and Retail Trade
108	MRAT	PT Mustika Ratu Tbk.	Consumer Goods
109	MTDL	PT Metrodata Electronics Tbk.	Electronic and Office Equipment
110	MTSM	PT Metro Realty Tbk.	Real Estate and Property
111	MYOR	PT Mayora Indah Tbk.	Food and Beverages
112	MORE	PT Indonesia Prima Property Tbk.	Real Estate and Property

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Jenis Industri
113	PANR	PT Panorama Sentrawisata Tbk.	Hotel and Travel Services
114	PBRX	PT Pan Brothers Tex Tbk.	Apparel and Other Textile Products
115	PICO	PT Pelangi Indah Canindo Tbk.	Metal and Allied Products
116	PJAA	PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk.	Real Estate and Property
117	PLIN	PT Plaza Indonesia Realty Tbk.	Hotel and Travel Services
118	PNSE	PT Pudjadi & Sons Tbk.	Real Estate and Property
119	PRAS	PT Prima Alloy Steel Universal Tbk.	Automotive and Allied Products
120	PTBA	PT Bukit Asam (Persero) Tbk.	Mining and Mining Services
121	PTRO	PT Petrosea Tbk.	Construction
122	PUDP	PT Pudjadi Prestige Tbk.	Real Estate and Property
123	PWON	PT Pakuwon Jati Tbk.	Real Estate and Property
124	PYFA	PT Pyridam Farma Tbk.	Pharmaceuticals
125	RALS	PT Ramayana Lestari Sentosa Tbk.	Wholesale and Retail Trade
126	RBMS	PT Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	Real Estate and Property
127	RDTX	PT Roda Vivatex Tbk.	Textile Mill Products
128	RICY	PT Ricky Putra Globalindo Tbk.	Apparel and Other Textile Products
129	RIGS	PT Rig Tenders Tbk.	Transportation Services
130	RMBA	PT Bentoel Internasional Investama Tbk.	Tobacco Manufacturers
131	SCCO	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk.	Cables
132	SIIP	PT Suryainti Permata Tbk.	Real Estate and Property
133	SIMA	PT Siwani Makmur Tbk.	Plastics and Glass Products
134	SIPD	PT Sierad Produce Tbk.	Animal Feed and Husbandry
135	SMAR	PT Sinar Mas Agro Resources And Technology Tbk.	Food and Beverages
136	SMCB	PT Holcim Indonesia Tbk.	Cement
137	SMDM	PT Suryamas Dutamakmur Tbk.	Real Estate and Property
138	SMDR	PT Samudera Indonesia Tbk.	Transportation Services
139	SMGR	PT Semen Gresik (Persero) Tbk.	Cement
140	SMRA	PT Summarecon Agung Tbk.	Real Estate and Property
141	SMSM	PT Selamat Sempurna Tbk.	Automotive and Allied Products
142	SOBI	PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk.	Chemical and Allied Products
143	SONA	PT. Sona Topas Tourism Industry, tbk	Hotel and Travel Services
144	SPMA	PT Suparma Tbk.	Paper and Allied Products
145	SQBI	PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk.	Pharmaceuticals
146	SRSN	PT Indo Acidatama Tbk.	Apparel and Other Textile Products
147	SSIA	PT Surya Semesta Internusa Tbk.	Real Estate and Property
148	SSTM	PT Sunson Textile Manufacturer Tbk.	Textile Mill Products
149	SULI	PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk.	Lumber and Wood Products
150	TBLA	PT Tunas Baru Lampung Tbk.	Food and Beverages

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Jenis Industri
151	TBMS	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk.	Metal and Allied Products
152	TCID	PT Mandom Indonesia Tbk.	Consumer Goods
153	TGKA	PT Tigaraksa Satria Tbk.	Wholesale and Retail Trade
154	TINS	PT Timah (Persero) Tbk.	Mining and Mining Services
155	TIRT	PT Tirta Mahakam Resources Tbk.	Lumber and Wood Products
156	TKIM	PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	Paper and Allied Products
157	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.	Telecommunication
158	TMAS	PT Pelayaran Tempuran Emas Tbk.	Transportation Services
159	TMPI	PT AGIS Tbk.	Wholesale and Retail Trade
160	TOTO	PT Surya Toto Indonesia Tbk.	Stone, Clay, Glass and Concrete Products
161	TRST	PT Trias Sentosa Tbk.	Plastics and Glass Products
162	TSPC	PT Tempo Scan Pacific Tbk.	Pharmaceuticals
163	TURI	PT Tunas Ridean Tbk.	Automotive and Allied Products
164	UNIC	PT Unggul Indah Cahaya Tbk.	Chemical and Allied Products
165	UNSP	PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk.	Agriculture, Forestry and Fishing
166	UNTR	PT United Tractor Tbk.	Automotive and Allied Products
167	VOKS	PT Voksel Electric Tbk.	Cables
168	ZBRA	PT Zebra Nusantara Tbk.	Transportation Services

Lampiran 2

Output Eviews 6.0 Statistik Deskriptif

	PBV?	DCG?	OWNM?	CH?	ROE?	DLOSS?	D_ROE?	SG?	TA?	LEV?
Mean	1.624702	0.505952	0.001533	24.99422	0.067759	0.154762	-0.044300	0.205424	28.03403	0.490774
Median	0.995000	1.000000	0.000000	25.12732	0.080600	0.000000	0.000000	0.138150	27.95735	0.510000
Maximum	13.97000	1.000000	0.054100	29.97660	0.846000	1.000000	0.000000	8.680900	32.35714	0.970000
Minimum	0.090000	0.000000	0.000000	18.48834	-2.062600	0.000000	-2.062600	-1.000000	24.06895	0.030000
Std. Dev.	1.717424	0.500337	0.006373	2.276694	0.231508	0.361947	0.170378	0.635351	1.536248	0.212150
Skewness	2.726688	-0.023811	6.059245	-0.268373	-3.062879	1.909093	-6.524036	7.096290	0.294524	-0.154309
Kurtosis	13.71595	1.000567	43.58590	2.773877	23.84189	4.644637	58.45807	79.01892	3.007181	2.156535
Jarque-Bera	4047.983	112.0000	50234.04	9.498406	13213.47	483.9346	90883.80	167448.6	9.716806	22.58698
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.008659	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.007763	0.000012
Sum	1091.800	340.0000	1.030291	16796.12	45.53380	104.0000	-29.76970	138.0448	18838.87	329.8000
Sum Sq. Dev.	1979.146	167.9762	0.027256	3478.019	35.96276	87.90476	19.47818	270.8631	1583.598	30.20020
Observations	672	672	672	672	672	672	672	672	672	672
Cross sections	168	168	168	168	168	168	168	168	168	168

Lampiran 3
Output SPSS 17.0 Uji Multikolinearitas

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-3.109	1.148		-2.708	.007		
	DCG	.178	.123	.052	1.445	.149	.889	1.125
	OWNM	.173	9.290	.001	.019	.985	.965	1.037
	CH	.101	.044	.134	2.289	.022	.333	3.003
	ROE	5.146	.549	.694	9.382	.000	.208	4.802
	Dloss	.082	.216	.017	.378	.706	.549	1.823
	DROE	-7.286	.699	-.723	-10.418	.000	.237	4.224
	SG	.548	.092	.203	5.932	.000	.976	1.024
	TA	.045	.063	.040	.715	.475	.360	2.776
	LEV	.126	.295	.016	.425	.671	.855	1.170

a. Dependent Variable: PBV

Lampiran 4

Output Eviews 6.0 Pooled Least Square

Dependent Variable: PBV?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 07/17/12 Time: 23:03
 Sample: 2007 2010
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 168
 Total pool (balanced) observations: 672

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DCG?	0.249930	0.120577	2.072788	0.0386
OWNM?	-3.079122	9.248634	-0.332927	0.7393
CH?	0.123307	0.043482	2.835805	0.0047
ROE?	5.214146	0.550180	9.477156	0.0000
DLOSS?	0.035275	0.216380	0.163021	0.8706
D_ROE?	-7.320504	0.701860	-10.43015	0.0000
SG?	0.536332	0.092706	5.785320	0.0000
TA?	-0.087963	0.039315	-2.237367	0.0256
LEV?	0.207082	0.295246	0.701388	0.4833
R-squared	0.237112	Mean dependent var		1.624702
Adjusted R-squared	0.227907	S.D. dependent var		1.717424
S.E. of regression	1.509081	Akaike info criterion		3.674181
Sum squared resid	1509.866	Schwarz criterion		3.734586
Log likelihood	-1225.525	Hannan-Quinn criter.		3.697575
Durbin-Watson stat	1.149894			

Lampiran 5

Output Eviews 6.0 *Fixed Effect Model (FEM)*

Dependent Variable: PBV?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 07/17/12 Time: 23:06
 Sample: 2007 2010
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 168
 Total pool (balanced) observations: 672

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.89541	4.970787	2.393064	0.0171
DCG?	0.169580	0.247981	0.683842	0.4944
OWNM?	37.69532	32.05964	1.175787	0.2402
CH?	0.044684	0.069261	0.645155	0.5191
ROE?	1.755886	0.663643	2.645828	0.0084
DLOSS?	-0.248465	0.217164	-1.144133	0.2531
D_ROE?	-3.847195	0.817099	-4.708361	0.0000
SG?	0.438682	0.093712	4.681173	0.0000
TA?	-0.415077	0.171737	-2.416927	0.0160
LEV?	-0.480727	0.682557	-0.704302	0.4816
Fixed Effects (Cross)				
_AALI--C	4.595211			
_ADHI--C	0.718507			
_ADMG--C	-0.372996			
_AKKU--C	-1.571962			
_AKPI--C	-0.725568			
_AKRA--C	1.101000			
_ALFA--C	2.150116			
_ALMI--C	-1.197045			
_AMFG--C	-0.803301			
_ANTA--C	-0.860629			
_APLI--C	-1.434950			
_ARGO--C	1.629667			
_ARNA--C	-0.682795			
_ASGR--C	-0.464694			
_ASII--C	2.925950			
_ATPK--C	-0.240667			
_AUTO--C	0.017887			
_BATA--C	-0.553753			
_BAYU--C	-1.493659			
_BIPP--C	-1.280600			
_BKSL--C	-0.389348			
_BLTA--C	0.475340			
_BRAM--C	-1.286969			
_BRNA--C	-1.405645			
_BUDI--C	-0.389056			
_BUMI--C	4.532400			
_CEKA--C	-0.596517			
_CKRA--C	-1.157389			
_CLPI--C	2.064375			
_CMPP--C	-2.063920			
_CNKO--C	-0.731727			
_CNTX--C	-2.335571			

_CPIN--C	0.272571
_CTRA--C	0.111948
_CTRP--C	-0.570668
_CTRS--C	-0.477553
_CTTH--C	-2.752467
_DART--C	0.581575
_DAVO--C	-0.235783
_DILD--C	0.418687
_DLTA--C	-0.519345
_DUTI--C	-0.045942
_DVLA--C	-0.455800
_DYNA--C	-0.695732
_EKAD--C	-1.188275
_ELTY--C	0.003183
_ENRG--C	1.494065
_ESTI--C	-0.935861
_EXCL--C	2.150484
_FAST--C	1.553964
_FASW--C	1.997097
_FISH--C	0.744336
_FMII--C	-0.816251
_GGRM--C	1.350880
_GJTL--C	-0.054360
_GMTD--C	-1.812413
_HDTX--C	-0.693114
_HERO--C	0.457567
_HITS--C	0.300126
_IGAR--C	-1.420540
_IKAI--C	-0.879143
_IKBI--C	-1.320688
_IMAS--C	3.235578
_INAF--C	-0.487946
_INAI--C	-0.949699
_INCO--C	2.142865
_INDF--C	2.034846
_INDR--C	-0.585828
_INDS--C	-0.564853
_INKP--C	0.606756
_INTA--C	-1.999026
_INTP--C	2.756441
_ISAT--C	1.758427
_JECC--C	-0.951835
_JIHD--C	-0.393287
_JPRS--C	-1.867876
_JRPT--C	0.890724
_JSPT--C	0.313470
_KAEF--C	-0.747317
_KARK--C	-2.135847
_KBLI--C	-0.598910
_KBLM--C	-1.353964
_KDSI--C	-1.305329
_KICI--C	-2.180422
_KIJA--C	-0.227469
_KKGI--C	0.072783
_KLBF--C	2.094911
_KPIG--C	-0.888978
_LAMI--C	-0.857455
_LION--C	-1.718156
_LMPI--C	-1.299295

_LPCK--C	-0.921173
_LPKR--C	1.237718
_LSIP--C	2.244709
_LTLS--C	-0.752597
_MAMI--C	-1.569628
_MAPI--C	0.198679
_MASA--C	-0.447438
_MBAI--C	-0.779401
_MDLN--C	-0.661204
_MEDC--C	0.777936
_MERK--C	1.699658
_META--C	2.455985
_MICE--C	-1.133766
_MITI--C	4.126295
_MLPL--C	-0.362098
_MPPA--C	-0.029967
_MRAT--C	-1.625849
_MTDL--C	-0.875465
_MTSM--C	-1.686279
_MYOR--C	0.649807
_OMRE--C	0.768918
_PANR--C	-0.327074
_PBRX--C	-0.159323
_PICO--C	-0.112204
_PJAA--C	-0.512542
_PLIN--C	3.562021
_PNSE--C	-0.967154
_PRAS--C	-0.918133
_PTBA--C	5.477797
_PTRO--C	-0.655153
_PUDP--C	-2.409746
_PWON--C	2.916974
_PYFA--C	-1.848738
_RALS--C	0.573146
_RBMS--C	-2.057494
_RDTX--C	-1.138670
_RICY--C	-0.948038
_RIGS--C	-1.042093
_RMBA--C	1.245687
_SCCO--C	-0.536278
_SIIP--C	0.191476
_SIMA--C	-2.126384
_SIPD--C	-1.089369
_SMAR--C	1.343703
_SMCB--C	2.433312
_SMDM--C	-0.409143
_SMDR--C	-0.993151
_SMGR--C	1.802626
_SMRA--C	1.197745
_SMSM--C	0.113570
_SOBI--C	0.135017
_SONA--C	1.383368
_SPMA--C	-0.644913
_SQBI--C	-1.869323
_SRSN--C	2.561224
_SSIA--C	-0.248183
_SSTM--C	-0.591569
_SULI--C	1.099352
_TBLA--C	0.369071

_TBMS--C	-0.543788
_TCID--C	-0.238393
_TGKA--C	-0.565798
_TINS--C	1.368311
_TIRT--C	-1.048854
_TKIM--C	0.223640
_TLKM--C	4.341003
_TMAS--C	-1.037273
_TMPI--C	-0.158562
_TOTO--C	-0.231649
_TRST--C	-0.682491
_TSPC--C	0.255541
_TURI--C	-0.072334
_UNIC--C	-0.436369
_UNSP--C	0.318683
_UNTR--C	2.916442
_VOKS--C	-0.695778
_ZBRA--C	-1.356137

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.656135	Mean dependent var	1.624702
Adjusted R-squared	0.533872	S.D. dependent var	1.717424
S.E. of regression	1.172547	Akaike info criterion	3.377319
Sum squared resid	680.5592	Schwarz criterion	4.565289
Log likelihood	-957.7793	Hannan-Quinn criter.	3.837403
F-statistic	5.366579	Durbin-Watson stat	2.276705
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 6

Output Eviews 6.0 Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Pool: TEST
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.540003	(167,495)	0.0000
Cross-section Chi-square	528.101281	167	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: PBV?
Method: Panel Least Squares
Date: 07/17/12 Time: 23:07
Sample: 2007 2010
Included observations: 4
Cross-sections included: 168
Total pool (balanced) observations: 672

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.107078	1.148435	-2.705489	0.0070
DCG?	0.178271	0.122895	1.450602	0.1474
OWNM?	-1.168201	9.231927	-0.126539	0.8993
CH?	0.100775	0.044071	2.286665	0.0225
ROE?	5.126725	0.548529	9.346308	0.0000
DLOSS?	0.081229	0.216025	0.376017	0.7070
D_ROE?	-7.259594	0.698901	-10.38715	0.0000
SG?	0.547912	0.092366	5.931950	0.0000
TA?	0.045210	0.062881	0.718982	0.4724
LEV?	0.128476	0.295282	0.435097	0.6636
R-squared	0.245455	Mean dependent var		1.624702
Adjusted R-squared	0.235197	S.D. dependent var		1.717424
S.E. of regression	1.501939	Akaike info criterion		3.666160
Sum squared resid	1493.354	Schwarz criterion		3.733277
Log likelihood	-1221.830	Hannan-Quinn criter.		3.692154
F-statistic	23.92781	Durbin-Watson stat		1.169139
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 7

Output Eviews 6.0 *Random Effect Model (REM)*

Dependent Variable: PBV?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 07/17/12 Time: 23:07
 Sample: 2007 2010
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 168
 Total pool (balanced) observations: 672
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.403023	1.526483	-1.574222	0.1159
DCG?	0.212817	0.150163	1.417237	0.1569
OWNM?	1.037228	12.38670	0.083737	0.9333
CH?	0.117362	0.048491	2.420283	0.0158
ROE?	3.410150	0.550628	6.193201	0.0000
DLOSS?	-0.141995	0.197568	-0.718712	0.4726
D_ROE?	-5.539581	0.694323	-7.978395	0.0000
SG?	0.495627	0.084761	5.847324	0.0000
TA?	0.012872	0.074525	0.172724	0.8629
LEV?	0.138364	0.369294	0.374673	0.7080
Random Effects (Cross)				
_AALI--C	2.399385			
_ADHI--C	-0.024204			
_ADMG--C	-0.602953			
_AKKU--C	0.356080			
_AKPI--C	-0.527744			
_AKRA--C	0.254332			
_ALFA--C	1.832068			
_ALMI--C	-0.460084			
_AMFG--C	-0.651434			
_ANTA--C	-0.261374			
_APLI--C	-0.495943			
_ARGO--C	1.074995			
_ARNA--C	-0.339151			
_ASGR--C	-0.355441			
_ASII--C	0.383739			
_ATPK--C	0.729745			
_AUTO--C	-0.499174			
_BATA--C	-0.022384			
_BAYU--C	-0.420931			
_BIPP--C	-0.138920			
_BKSL--C	-0.251358			
_BLTA--C	-0.868714			
_BRAM--C	-0.292305			
_BRNA--C	-0.672816			
_BUDI--C	-0.325271			
_BUMI--C	1.556322			
_CEKA--C	-0.111409			
_CKRA--C	-0.008665			
_CLPI--C	1.983862			
_CMPP--C	-0.336541			
_CNKO--C	0.022016			

_CNTX--C	-1.264076
_CPIN--C	-0.606959
_CTRA--C	-0.442158
_CTRP--C	-0.568392
_CTRS--C	-0.397519
_CTTH--C	0.066194
_DART--C	0.115585
_DAVO--C	-0.617556
_DILD--C	0.251096
_DLTA--C	-0.168395
_DUTI--C	-0.373773
_DVLA--C	-0.099605
_DYNA--C	-0.284327
_EKAD--C	0.015156
_ELTY--C	-0.601692
_ENRG--C	0.350826
_ESTI--C	-0.221552
_EXCL--C	0.382684
_FAST--C	1.022641
_FASW--C	0.966988
_FISH--C	0.572617
_FMII--C	0.301654
_GGRM--C	0.034075
_GJTL--C	-0.865722
_GMTD--C	-0.786397
_HDTX--C	0.024434
_HERO--C	0.029923
_HITS--C	0.075971
_IGAR--C	-0.415557
_IKAI--C	0.770508
_IKBI--C	-0.548699
_IMAS--C	1.664627
_INAF--C	-0.215853
_INAI--C	-0.307013
_INCO--C	0.339963
_INDF--C	0.092091
_INDR--C	-0.796498
_INDS--C	-0.436935
_INKP--C	-0.742730
_INTA--C	-0.430733
_INTP--C	1.106642
_ISAT--C	-0.112196
_JECC--C	-0.488257
_JIHD--C	-0.761275
_JPRS--C	-0.687642
_JRPT--C	0.421993
_JSPT--C	-0.012184
_KAEF--C	-0.445082
_KARK--C	-1.101716
_KBLI--C	0.150636
_KBLM--C	-0.351915
_KDSI--C	-0.498910
_KICI--C	-0.378519
_KIJA--C	-0.117330
_KKGI--C	0.340320
_KLBF--C	0.851774
_KPIG--C	-0.465959
_LAMI--C	-0.368480
_LION--C	-0.567232

_LMPI--C	-0.335379
_LPCK--C	-0.630390
_LPKR--C	0.032295
_LSIP--C	1.031394
_LTLS--C	-0.726689
_MAMI--C	-0.388255
_MAPI--C	-0.262491
_MASA--C	-0.365233
_MBAI--C	-0.369282
_MDLN--C	-0.411249
_MEDC--C	-0.381010
_MERK--C	1.404960
_META--C	1.840703
_MICE--C	-0.168061
_MITI--C	3.486047
_MLPL--C	-1.195481
_MPPA--C	-0.983765
_MRAT--C	-0.519670
_MTDL--C	-0.634744
_MTSM--C	-0.071350
_MYOR--C	0.063782
_OMRE--C	0.661026
_PANR--C	0.113901
_PBRX--C	-0.156457
_PICO--C	0.316126
_PJAA--C	-0.409154
_PLIN--C	2.072487
_PNSE--C	-0.308754
_PRAS--C	-0.250386
_PTBA--C	2.979479
_PTRO--C	-0.620752
_PUDP--C	-0.595649
_PWON--C	1.640093
_PYFA--C	-0.171697
_RALS--C	0.084509
_RBMS--C	-0.353587
_RDTX--C	-0.494151
_RICY--C	-0.239338
_RIGS--C	-0.495262
_RMBA--C	0.409315
_SCCO--C	-0.338489
_SIIP--C	0.235072
_SIMA--C	-0.309858
_SIPD--C	-0.578620
_SMAR--C	0.144013
_SMCB--C	0.971145
_SMDM--C	-0.251619
_SMDR--C	-0.707563
_SMGR--C	0.311681
_SMRA--C	0.398720
_SMSM--C	0.181275
_SOBI--C	0.127435
_SONA--C	1.144198
_SPMA--C	-0.285873
_SQBI--C	-1.065803
_SRSN--C	2.335932
_SSIA--C	-0.358307
_SSTM--C	0.117975
_SULI--C	0.650827

_TBLA--C	-0.141923
_TBMS--C	-0.432875
_TCID--C	0.099320
_TGKA--C	-0.568224
_TINS--C	0.269869
_TIRT--C	-0.337991
_TKIM--C	-0.808629
_TLKM--C	1.297146
_TMAS--C	-0.762835
_TMPI--C	0.257454
_TOTO--C	-0.268366
_TRST--C	-0.532062
_TSPC--C	-0.127872
_TURI--C	-0.509407
_UNIC--C	-0.430964
_UNSP--C	-0.305748
_UNTR--C	0.867183
_VOKS--C	-0.423024
_ZBRA--C	0.213641

Effects Specification			
		S.D.	Rho
Cross-section random		0.894011	0.3676
Idiosyncratic random		1.172547	0.6324
Weighted Statistics			
R-squared	0.156475	Mean dependent var	0.890956
Adjusted R-squared	0.145007	S.D. dependent var	1.295149
S.E. of regression	1.197570	Sum squared resid	949.4239
F-statistic	13.64460	Durbin-Watson stat	1.741211
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.232626	Mean dependent var	1.624702
Sum squared resid	1518.745	Durbin-Watson stat	1.088496

Lampiran 8

Output Eviews 6.0 Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: TEST

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	37.556814	9	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
DCG?	0.169580	0.212817	0.038946	0.8266
OWNM?	37.695324	1.037228	874.390370	0.2151
CH?	0.044684	0.117362	0.002446	0.1417
ROE?	1.755886	3.410150	0.137231	0.0000
DLOSS?	-0.248465	-0.141995	0.008127	0.2376
D_ROE?	-3.847195	-5.539581	0.185566	0.0001
SG?	0.438682	0.495627	0.001597	0.1542
TA?	-0.415077	0.012872	0.023940	0.0057
LEV?	-0.480727	0.138364	0.329507	0.2808

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: PBV?

Method: Panel Least Squares

Date: 07/17/12 Time: 23:08

Sample: 2007 2010

Included observations: 4

Cross-sections included: 168

Total pool (balanced) observations: 672

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.89541	4.970787	2.393064	0.0171
DCG?	0.169580	0.247981	0.683842	0.4944
OWNM?	37.69532	32.05964	1.175787	0.2402
CH?	0.044684	0.069261	0.645155	0.5191
ROE?	1.755886	0.663643	2.645828	0.0084
DLOSS?	-0.248465	0.217164	-1.144133	0.2531
D_ROE?	-3.847195	0.817099	-4.708361	0.0000
SG?	0.438682	0.093712	4.681173	0.0000
TA?	-0.415077	0.171737	-2.416927	0.0160
LEV?	-0.480727	0.682557	-0.704302	0.4816

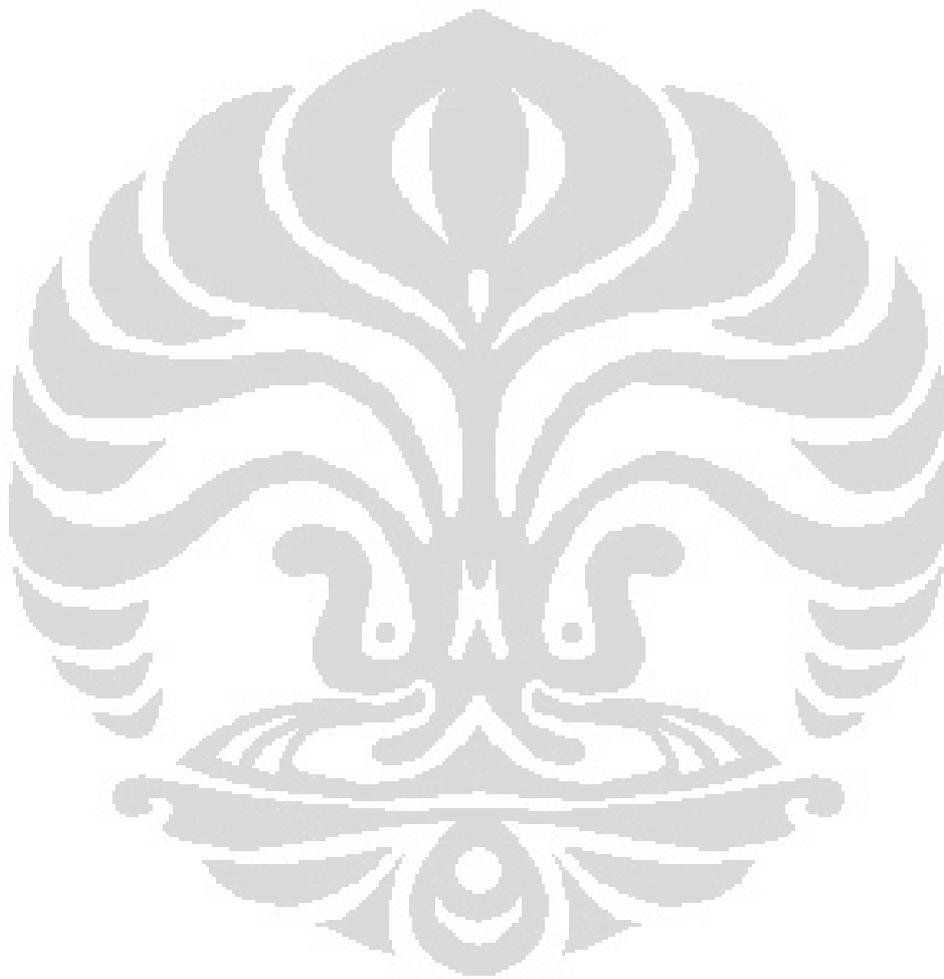
Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.656135	Mean dependent var	1.624702
Adjusted R-squared	0.533872	S.D. dependent var	1.717424

Universitas Indonesia

S.E. of regression	1.172547	Akaike info criterion	3.377319
Sum squared resid	680.5592	Schwarz criterion	4.565289
Log likelihood	-957.7793	Hannan-Quinn criter.	3.837403
F-statistic	5.366579	Durbin-Watson stat	2.276705
Prob(F-statistic)	0.000000		



Lampiran 9

Output Views 6.0 *Fixed Effect Model - Cross Section Weighted*

Dependent Variable: PBV?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
 Date: 07/17/12 Time: 23:08
 Sample: 2007 2010
 Included observations: 4
 Cross-sections included: 168
 Total pool (balanced) observations: 672
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.109324	2.290762	3.540012	0.0004
DCG?	0.111713	0.069249	1.613204	0.1073
OWNM?	14.73049	16.50156	0.892673	0.3725
CH?	0.017997	0.022241	0.809171	0.4188
ROE?	0.846421	0.271748	3.114723	0.0019
DLOSS?	-0.167909	0.050452	-3.328109	0.0009
D_ROE?	-2.105135	0.387963	-5.426126	0.0000
SG?	0.232778	0.042647	5.458266	0.0000
TA?	-0.253232	0.084446	-2.998752	0.0028
LEV?	-0.177034	0.217939	-0.812310	0.4170
Fixed Effects (Cross)				
_AALI--C	4.742729			
_ADHI--C	0.675227			
_ADMG--C	-0.723772			
_AKKU--C	-1.219193			
_AKPI--C	-0.866584			
_AKRA--C	0.992756			
_ALFA--C	2.055335			
_ALMI--C	-1.073827			
_AMFG--C	-0.780267			
_ANTA--C	-0.763115			
_APLI--C	-1.308264			
_ARGO--C	2.175537			
_ARNA--C	-0.608653			
_ASGR--C	-0.280938			
_ASII--C	2.516952			
_ATPK--C	0.155178			
_AUTO--C	0.045009			
_BATA--C	-0.302670			
_BAYU--C	-1.348523			
_BIPP--C	-1.144793			
_BKSL--C	-0.373946			
_BLTA--C	0.149711			
_BRAM--C	-0.965793			
_BRNA--C	-1.305583			
_BUDI--C	-0.408543			
_BUMI--C	4.159394			
_CEKA--C	-0.595102			
_CKRA--C	-1.148777			
_CLPI--C	2.280600			
_CMPP--C	-1.806260			
_CNKO--C	-0.807912			

_CNTX--C	-1.898484
_CPIN--C	0.224969
_CTRA--C	-0.099248
_CTRP--C	-0.678643
_CTRS--C	-0.595391
_CTTH--C	-1.357423
_DART--C	0.251195
_DAVO--C	-0.224042
_DILD--C	0.255934
_DLTA--C	-0.303898
_DUTI--C	-0.323086
_DVLA--C	-0.245601
_DYNA--C	-0.692645
_EKAD--C	-0.904122
_ELTY--C	-0.261641
_ENRG--C	1.128178
_ESTI--C	-1.039473
_EXCL--C	1.709449
_FAST--C	1.776436
_FASW--C	1.797282
_FISH--C	0.882906
_FMII--C	-0.928450
_GGRM--C	0.987368
_GJTL--C	-0.289327
_GMTD--C	-1.704225
_HDTX--C	-0.748664
_HERO--C	0.280329
_HITS--C	0.305808
_IGAR--C	-1.242500
_IKAI--C	-0.280352
_IKBI--C	-1.137649
_IMAS--C	3.098432
_INAF--C	-0.558991
_INAI--C	-1.095515
_INCO--C	2.091270
_INDF--C	1.598989
_INDR--C	-0.946917
_INDS--C	-0.492867
_INKP--C	-0.138800
_INTA--C	-1.138533
_INTP--C	2.623407
_ISAT--C	1.178405
_JECC--C	-0.995138
_JIHD--C	-0.404310
_JPRS--C	-1.699027
_JRPT--C	0.773406
_JSPT--C	0.155198
_KAEF--C	-0.699690
_KARK--C	-1.479101
_KBLI--C	-0.587930
_KBLM--C	-1.299130
_KDSI--C	-1.351343
_KICI--C	-1.881122
_KIJA--C	-0.383650
_KKGI--C	0.732550
_KLBF--C	2.078489
_KPIG--C	-0.958201
_LAMI--C	-0.880413
_LION--C	-1.350547

_LMPI--C	-1.288881
_LPCK--C	-1.052134
_LPKR--C	0.889674
_LSIP--C	2.197226
_LTLS--C	-0.802815
_MAMI--C	-1.551228
_MAPI--C	-0.024402
_MASA--C	-0.559905
_MBAI--C	-0.736709
_MDLN--C	-0.788118
_MEDC--C	0.472301
_MERK--C	2.193314
_META--C	2.251293
_MICE--C	-0.855660
_MITI--C	4.762243
_MLPL--C	-0.702064
_MPPA--C	-0.226336
_MRAT--C	-1.412093
_MTDL--C	-0.904697
_MTSM--C	-1.475098
_MYOR--C	0.591719
_OMRE--C	0.801024
_PANR--C	-0.276029
_PBRX--C	-0.170696
_PICO--C	-0.270848
_PJAA--C	-0.455483
_PLIN--C	3.333726
_PNSE--C	-0.688258
_PRAS--C	-1.034671
_PTBA--C	5.662490
_PTRO--C	-0.687217
_PUDP--C	-1.883991
_PWON--C	2.678432
_PYFA--C	-1.533305
_RALS--C	0.562577
_RBMS--C	-1.788130
_RDTX--C	-0.986622
_RICY--C	-1.024613
_RIGS--C	-1.055662
_RMBA--C	1.030040
_SCCO--C	-0.675868
_SIIP--C	-0.115200
_SIMA--C	-1.769741
_SIPD--C	-1.152810
_SMAR--C	1.168354
_SMCB--C	2.192857
_SMDM--C	-0.530737
_SMDR--C	-0.947868
_SMGR--C	1.785561
_SMRA--C	0.955278
_SMSM--C	0.223563
_SOBI--C	0.322780
_SONA--C	1.443472
_SPMA--C	-0.915387
_SQBI--C	-1.315956
_SRSN--C	2.652009
_SSIA--C	-0.438519
_SSTM--C	-0.569487
_SULI--C	0.952014

_TBLA--C	0.257582
_TBMS--C	-0.607264
_TCID--C	-0.067678
_TGKA--C	-0.626051
_TINS--C	1.432351
_TIRT--C	-1.140096
_TKIM--C	-0.380554
_TLKM--C	3.927779
_TMAS--C	-0.954740
_TMPI--C	-0.377294
_TOTO--C	-0.156309
_TRST--C	-0.864139
_TSPC--C	0.229234
_TURI--C	-0.068690
_UNIC--C	-0.645124
_UNSP--C	0.086050
_UNTR--C	2.689733
_VOKS--C	-0.795349
_ZBRA--C	-1.143974

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.789738	Mean dependent var	2.680820
Adjusted R-squared	0.714978	S.D. dependent var	1.862934
S.E. of regression	1.113079	Sum squared resid	613.2781
F-statistic	10.56366	Durbin-Watson stat	2.289107
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.648090	Mean dependent var	1.624702
Sum squared resid	696.4819	Durbin-Watson stat	2.221543
