

UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE
PERFORMANCE INDEX DAN KONSENTRASI KEPEMILIKAN
PERUSAHAAN TERHADAP EFISIENSI INVESTASI
(Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI dan IICG 2007 - 2010)**

SKRIPSI

IKHSAN LUTHFIARDI

0 8 0 6 3 7 9 2 0 3

**FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
ADMINISTRASI NIAGA – KEUANGAN**

DEPOK

Juli 2012



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE
PERFORMANCE INDEX DAN KONSENTRASI KEPEMILIKAN
PERUSAHAAN TERHADAP EFISIENSI INVESTASI
(Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI dan IICG Periode 2007 - 2010)**

SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat dalam memperoleh gelar Sarjana

IKHSAN LUTHFIARDI

0 8 0 6 3 7 9 2 0 3

FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK

PROGRAM STUDI ILMU ADMINISTRASI

KEKHUSUSAN ADMINISTRASI NIAGA

DEPOK

JULI 2012

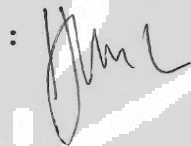
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Ikhsan Luthfiardi

NPM : 0806379203

Tanda Tangan :



Tanggal : 10 Juli 2012


HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :
 Nama : Ikhsan Luthfiardi
 NPM : 0806379203
 Program Studi : Administrasi Niaga
 Judul Skripsi : Analisis Pengaruh Corporate Governance
 Performance Index dan Konsentrasi Kepemilikan
 Perusahaan Terhadap Efisiensi Investasi
 (Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI dan IICG
 2007- 2010)

Telah berhasil dipertahankan dihadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ilmu Administrasi pada Program Studi Administrasi Niaga, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Umanto Eko P., S.Sos., M.Si ()

Penguji Ahli : Dra. Rachma Fitriati M.Si ()

Ketua Sidang : Drs. Asrori, MA, FLMI ()

Sekretaris Sidang : Dra. Tuti Herniati M.A ()

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 10 Juli 2012

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Penulisan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ilmu Administrasi Jurusan Administrasi Niaga pada Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.

Dalam penulisan skripsi ini, penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan skripsi ini, sangatlah sulit bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan terimakasih kepada :

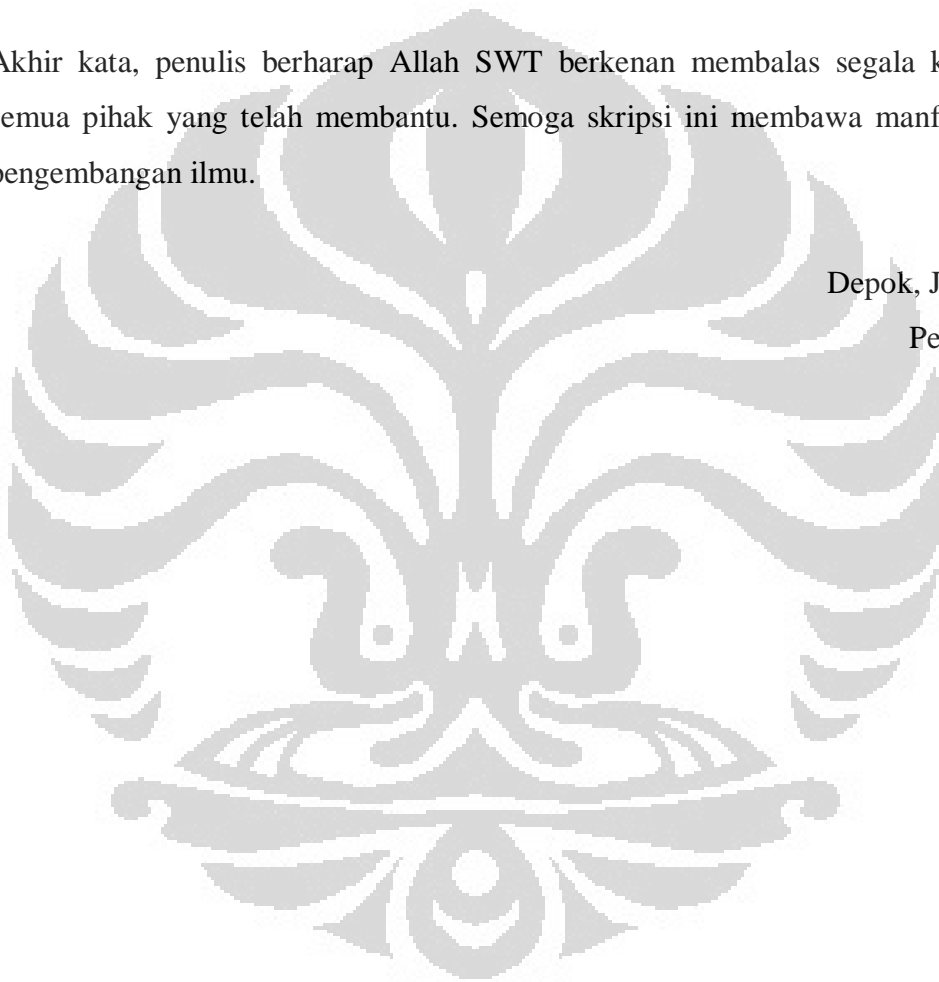
1. Prof. Dr. Bambang Shergi Laksmono, M. Sc. selaku Dekan Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia;
2. Drs. Asrori, MA, FLMI selaku Ketua Program Sarjana Ekstensi Departemen Ilmu Administrasi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia dan juga selaku ketua Sidang Skripsi;
3. Dra. Fibria Indriati , M. Si selaku ketua Program Studi Ilmu Administrasi Niaga Program Ekstensi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia;
4. Umanto Eko P. , S.Sos., M.Si selaku Dosen Pembimbing yang telah mencurahkan tenaga, pikiran dan waktunya untuk membantu penulis dalam menyusun skripsi ini;
5. Dra. Rachma Fitriati M.Si selaku penguji Ahli Sidang Skripsi yang berkenan memberikan arahan ilmu yang berharga bagi penulis;
6. Dra. Tuti Herniati M.A selaku Sekretaris Sidang Skripsi yang telah memberikan bimbingan dalam penyusunan skripsi;
7. Dra. Febrina Rosinta M.Si selaku Dosen Pembimbing Akademik (PA) yang telah mengkontribusikan dukungan kepada penulis;
8. Seluruh dosen dan sivitas akademika FISIP UI yang telah banyak memberikan pengetahuan, bimbingan selama penulis menuntut ilmu di FISIP UI;

9. Keluarga tercinta, Bapak, Mama, Mas Ari dan Anti yang senantiasa mengiringi penulis dengan doanya;
10. Sahabat – sahabat Adm Niaga UI, teman – teman AIS dan semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini;
11. Kumolo Retno K. M. Siwi yang telah memberikan semangat dan perhatiannya kepada penulis.

Akhir kata, penulis berharap Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga skripsi ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Depok, 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 : Ikhsan Luthfiardi
NPM : 0806379203
Program Studi : Administrasi Niaga
Departemen : Ilmu Administrasi
Fakultas : Ilmu Sosial dan Ilmu Politik
Jenis karya : Skripsi

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

Analisis Pengaruh *Corporate Governance Performance Index* dan Konsentrasi Kepemilikan Terhadap Efisiensi Investasi (Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI dan IICG periode 2007 – 2010)

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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok
Pada Tanggal : 10 Juli 2012

Yang menyatakan



(Ikhsan Luthfiardi)

LEMBAR PERNYATAAN PLAGIARISME

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Ikhsan Luthfiardi
NPM : 0806379203
Program Studi : Program Administrasi Niaga Ekstensi
Fakultas : Ilmu Sosial dan Ilmu Politik
Jenis Karya : Skripsi

Menyatakan Bahwa Skripsi terlampir adalah murni hasil pekerjaan saya. Tidak ada pekerjaan pihak lain yang saya gunakan tanpa menyebutkan sumbernya.

Materi dalam skripsi ini belum pernah disajikan / digunakan sebagai bahan untuk skripsi / makalah / tugas pada mata ajaran lainnya, kecuali saya menyatakan dengan jelas bahwa saya menggunakannya.

Saya memahami bahwa skripsi yang saya buat dan kumpulkan ini dapat diperbanyak dan / atau dikomunikasikan untuk tujuan mendeteksi adanya plagiarisme.

Saya bersedia menerima Sanksi yang diberikan, jika suatu waktu diketahui bahwa laporan yang saya buat adalah hasil plagiarism.

Jakarta, 10 Juli 2012

(Ikhsan Luthfiardi)
NPM : 0806379203

ABSTRAK

Nama : Ikhsan Luthfiardi

NPM : 0806379203

Judul : Analisis Pengaruh *Corporate Governance Performance Index* dan Konsentrasi Kepemilikan Terhadap Efisiensi Investasi

Kajian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Corporate governance performance index* sebagai gambaran pelaksanaan *Corporate governance* dan Konsentrasi kepemilikan perusahaan terhadap efisiensi investasi. Sebagai proksi *over-investment* dan *under-investment* menggunakan tingkat kas dan hutang perusahaan, dimana perusahaan dengan kas yang besar berpeluang *over-investment*, jika perusahaan dengan hutang yang besar berpeluang untuk *underinvestment*.

Dengan menggunakan data yang bersumber dari perusahaan – perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia serta hasil penelitian *CGPI* dalam kurun waktu 2007 – 2010. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *corporate governance performance index* tidak memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan, sedangkan struktur kepemilikan memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi.

Untuk penelitian selanjutnya agar menilai *corporate governance* dari aspek lainnya seperti *Transparency, Accountability, Responsibility, Disclosure* serta aspek lainnya, agar terlihat aspek mana yang mempengaruhi pengambilan keputusan investasi.

Kata kunci : *Corporate governance performance index*, Konsentrasi kepemilikan dan efisiensi investasi.

ABSTRACT

Name : Ikhsan Luthfiardi

NPM : 0806379203

**Title : Analysis of Corporate Governance and Ownership Structure Effect
On Investment Efficiency**

This study aims to analyze the influence of corporate governance performance index as a picture of the implementation of corporate governance and corporate ownership concentration on investment efficiency. As a proxy for over-investment and under-investment using cash and debt levels of companies, where companies with large cash over-investment opportunity, if firms with large debt likely to underinvestment.

By using data sourced from listing companies on the Indonesia Stock Exchange and the CGPI research results in the period 2007 to 2010. The results showed that the corporate governance performance index has no influence on the efficiency of corporate investment, while the ownership structure has an influence on the efficiency of investment.

For further research to assess other aspects of corporate governance such as Transparency, Accountability, Responsibility, Disclosure, and other aspects, in order to see which aspects that influence the investment decision.

Key words : Corporate governance, ownership structure, investment efficiency

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	iii
HALAMAN PENGESAHAN	iv
KATA PENGANTAR	v
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vii
LEMBAR PERNYATAAN PLAGIARISME	viii
ABSTRAK	ix
ABSTRACT	x
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
 BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Pertanyaan Penelitian	8
1.3. Tujuan Penelitian	8
1.4. Signifikansi Penelitian	9
1.5. Batasan Penelitian	9
1.6. Sistematika penelitian	10
 BAB II TINJAUAN LITERATUR	
2.1. Tinjauan Pustaka	11
2.2. Kerangka model Teoritis	14
2.2.1. Corporate Governance	14
2.2.1.1. Agency Theory	16
2.2.1.2. Stewardship Theroy	18
2.2.1.3. Prinsip – prinsip Corporate Governance	19
2.2.1.4. Konsep Good Corporate Governance	22
2.2.1.5. Manfaat Penerapan Corporate Governanace	23
2.2.1.6. Corporate Governance Perception Index	24
2.2.2. Investasi	27
2.2.3. Efisiensi Investasi	29
2.2.4. Struktur Kepemilikan	29
2.2.4.1. Kepemilikan Manajerial	31
2.2.4.2. Kepemilikan Institusional	32
2.2.4.3. Herfindahl Index	33
 BAB III METODOLOGI PENELITIAN	
3.1. Pendekatan Penelitian	34

3.2. Jenis Penelitian	35
3.3. Populasi dan Sampel	36
3.4. Metode Pengumpulan Data	36
3.5. Pengembangan Hipotesis	36
3.6. Variabel Penelitian	38
3.6.1. Variabel Independen	38
3.6.2. Variabel Dependen	41
3.6.3. Variabel kontrol	41
3.7. Model Analisis	42
3.8. Tahapan Penelitian	45

BAB IV ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN

4.1. Deskripsi Data Penelitian	46
4.2. Uji Asumsi Klasik	47
4.2.1. Uji Normalitas	48
4.2.2. Uji Autokorelasi	50
4.2.3. Uji Multikolinearitas	51
4.2.4. Uji Heterokedasitas	52
4.3. Model Regresi Berganda	54
4.3.1. Uji <i>R-Square</i>	54
4.3.2. Uji F	55
4.3.3. Uji Nilai t	55
4.4. Analisis Pembahasan	56
4.4.1. Variabel <i>Corporate governance</i> terhadap efisiensi investasi ...	56
4.4.2. Variabel Struktur Kepemilikan Terhadap Efisiensi Investasi ...	57
4.4.3. Variabel Kontrol	58
4.4.3.1. <i>Cash</i>	58
4.4.3.2. <i>Leverage</i>	58
4.4.3.3. <i>Market to book ratio</i>	59
4.5. Implikasi Manajerial	60

BAB V PENUTUP

5.1. Kesimpulan	62
5.2. Saran	63

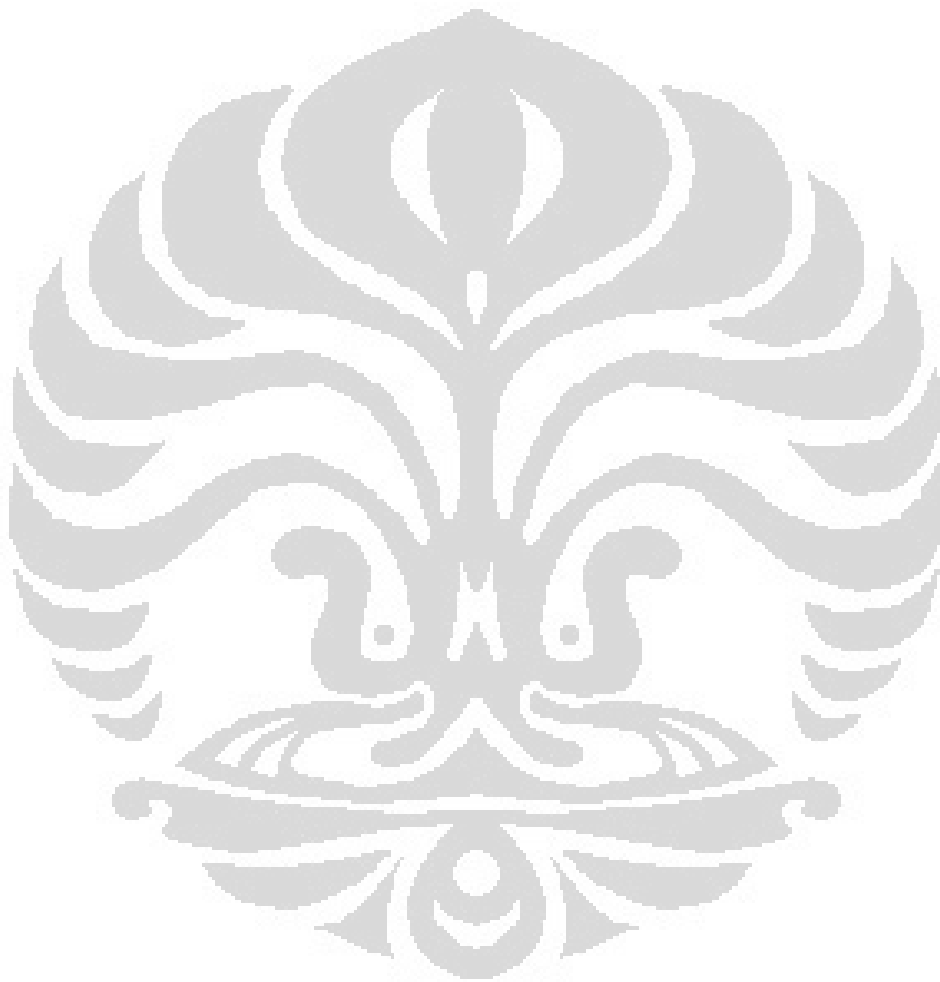
DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

DAFTAR GAMBAR

3.1	Tahap – tahap pekerjaan dalam metodologi Penelitian	46
4.1	Hasil Uji Normalitas	50
4.2	Hasil Uji Heterokedasitas – <i>Scatterplot</i>	55

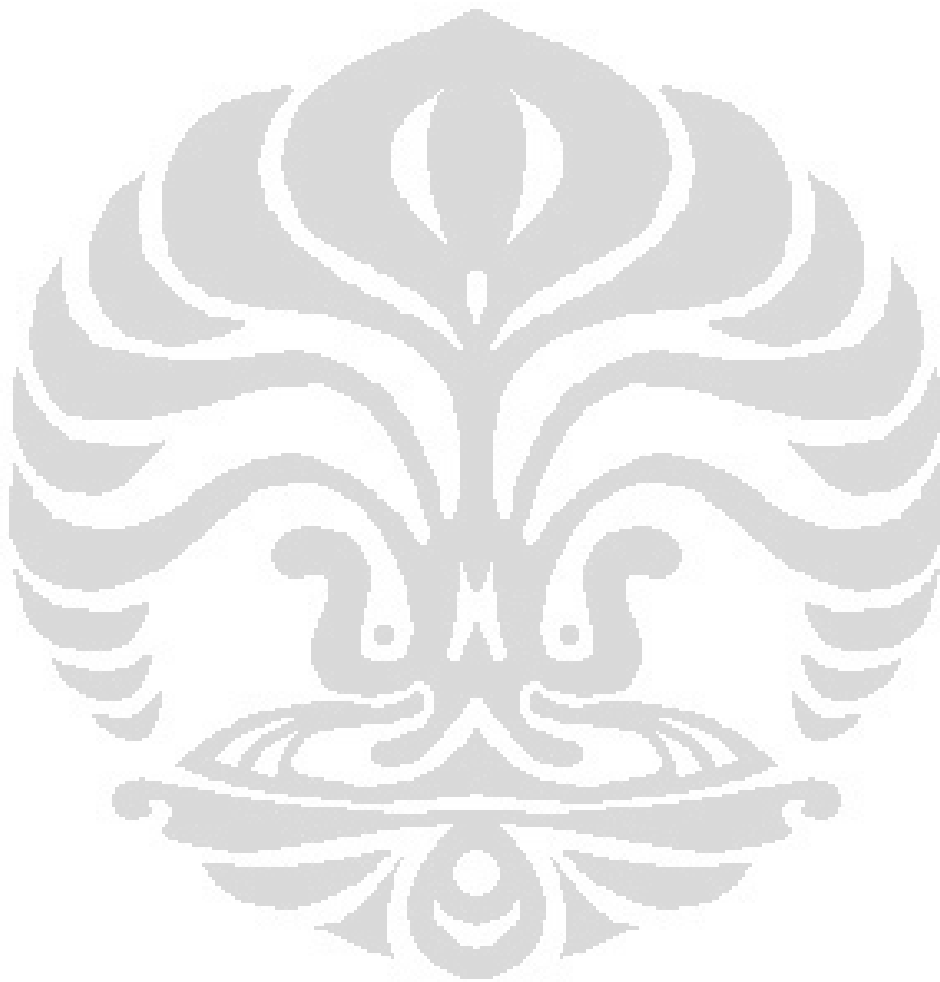


DAFTAR TABEL

1.1	Peringkat <i>Corporate Governance</i> di Negara – Negara ASEAN	4
2.1	Ringkasan Penelitian – Penelitian Terdahulu	13
3.1	Cakupan dan Bobot Penilaian CGPI	40
3.2	Operasionalisasi Variabel	44
4.1	Statistik Deskriptif	48
4.2	<i>One Sample Kolomogorov – Smirnov Test</i>	51
4.3	Aturan Membandingkan DW-Stat dengan Tabel DW	52
4.4	Hasil Uji Autokorelasi	52
4.5	Hasil Uji Moltikolinearitas	53
4.6	Hasil Uji <i>R-Square</i>	56
4.7	Hasil Uji F	57
4.8	Hasil Uji t	58
4.9	Ringkasan Hasil Penelitian	62

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Daftar Nama Perusahaan
Lampiran 2	Data Sampel Penelitian
Lampiran 3	Hasil Regresi Data Penelitian



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Proses pengelolaan perusahaan pada saat ini tidak cukup melihat perusahaan berjalan dengan baik, tetapi juga diperlukan instrumen baru, *Good Corporate Governance* (GCG) untuk lebih memastikan proses pengelolaan perusahaan berjalan dengan baik serta efisien. Ada dua hal yang ditekankan dalam konsep *corporate governance* pertama, pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar dan tepat pada waktunya. Kedua, kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu, dan transparan terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan *stakeholder*. Dari berbagai hasil pengkajian yang dilakukan oleh berbagai lembaga riset independen nasional dan internasional, menunjukkan rendahnya pemahaman terhadap arti penting dan strategisnya penerapan prinsip-prinsip *Corporate governance* oleh pelaku bisnis di Indonesia.

Corporate governance merupakan suatu sistem kontrol internal perusahaan yang memiliki tujuan utama mengelola risiko, menemukan peluang dan mengalokasikan modal / financial perusahaan pada untuk kepentingan yang terbaik bagi pemilik saham. Karna perusahaan yang telah menjalankan corporate governance dengan baik memiliki hasil tingkat kepercayaan publik yang tinggi dalam bisnis maupun pasar, dan juga membangun masa depan perusahaan yang cerah.

Penerapan *corporate governance* terjadi dimulai dari insiden kehancuran dari Enron Corporation pada awal dekade 2000, karena perusahaan terkemuka ini hancur setelah diketahui adanya penghancuran dokumen yang disinyalir untuk

menghilangkan jejak setelah pemeriksaan laporan keuangannya, kemudian diketahui diciptakannya beberapa *partnership* untuk mengalihkan utang-utang Enron dan juga terjadi *conflict of interest* oleh *accounting firm*, serta terjadi *misleading* yaitu pada saat-saat terakhir pengumuman bangkrut, pihak manajemen masih memberikan keyakinan kepada para karyawan tentang prospek perusahaan yang baik padahal harga saham Enron merosot ke harga di bawah \$1 per lembar (Emirzon, 2007). Hal serupa juga terjadi pada beberapa perusahaan terkemuka lainnya. Beberapa pengamat berkesimpulan penyebab hancurnya perusahaan tersebut adalah akibat lemahnya dalam penerapan *good corporate governance*.

Kemudian di Indonesia sendiri sejak adanya krisis finansial di berbagai negara di tahun 1997-1998 yang diawali krisis di Thailand (1997), Jepang, Korea, Malaysia, Hongkong, Singapura dan Indonesia yang akhirnya berubah menjadi krisis finansial Asia Pasifik ini dipandang sebagai akibat lemahnya praktik *Good Corporate Governance* (GCG). Hal ini disebabkan karena adanya kondisi-kondisi obyektif yang relatif sama di negara-negara tersebut antara lain adanya hubungan yang erat antara pemerintah dan pelaku bisnis, konglomerasi dan monopoli, proteksi, dan intervensi pasar sehingga membuat negara-negara tersebut tidak siap memasuki era globalisasi dan pasar bebas (Tjager dkk., 2003).

Adanya kegagalan beberapa perusahaan dan timbulnya kasus malapraktik keuangan akibat dari buruknya praktik *Corporate Governance* (CG). Menurut Pangestu dan Hariyanto (dalam Suprayitno dkk., *Komitmen Menegakkan Good Corporate Governance*, 2004), karakteristik lemahnya praktik CG di Asia Tenggara adalah (1) adanya konsentrasi kepemilikan dan kekuatan *insider shareholders* (termasuk pemerintah dan pihak-pihak yang berhubungan dengan pusat kekuatan), (2) lemahnya *governance* sektor keuangan, dan (3) ketidakefektifan *internal rules* dan tidak adanya perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas untuk berhadapan dengan pemegang saham mayoritas dan manajer.

GCG menjadi isu penting, terutama di Indonesia yang merasakan kondisi keuangan yang buruk akibat krisis tersebut dan masih berlanjut sampai saat ini, walaupun sudah berangsur pulih. Disamping itu, banyaknya kasus pelanggaran yang dilakukan oleh perusahaan emiten di pasar modal yang ditangani Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) menunjukkan rendahnya mutu praktik *GCG* di negara kita. Misalnya pada tahun 2001 adanya dugaan *insider trading* atas saham PT Bank Central Asia. *Insider trading* adalah salah satu perilaku buruk yang dilakukan orang dalam PT. BCA pada proses transaksi saham. Ini terlihat dalam bentuk gejolak di dalam transaksi dan pergerakan harga saham bank tersebut menjelang rencana divestasi. Diduga hal ini berhubungan dengan adanya pihak manajemen yang mengetahui serta memanfaatkan momentum penjualan saham kepada investor strategis untuk memperoleh keuntungan dengan memanipulasi informasi. Praktik perdagangan dengan menggunakan hak akses informasi oleh orang dalam (*inside information*) ini merupakan bentuk pelanggaran terhadap salah satu prinsip *GCG*, yaitu kewajaran (*fairness*).

Saat ini perkembangan corporate governance di Indonesia terus berkembang dengan baik tetapi lemahnya sistem politik, pelaksanaan dan budaya corporate governance mempengaruhi perkembangan corporate governance di Indonesia, laporan tentang penerapan good corporate governance yang diterbitkan oleh CLSA (2010) memberikan penilaian penerapan good corporate governance pada Negara – Negara di Asia Pasifik, memperlihatkan bahwa Indonesia masih berada di peringkat bawah dengan total skor 40 berada di atas Philippines yang di peringkat terakhir dengan skor 37, dan berada di bawah Korea dengan skor 45.

Tabel 1.1 Peringkat *Corporate Governance* di Negara – Negara ASEAN

Market ranked by corporate governance						
%	Total	CG rules		Political & regulatory	IGAAP	CG culture
		&practice	Enforcement			
Singapore	67	65	60	69	88	53
Hong Kong	65	59	63	67	80	54
Japan	57	45	53	62	75	53
Taiwan	55	50	47	56	78	46
Thailand	55	56	42	54	73	49
Malaysia	52	49	38	60	80	32
India	49	46	36	54	63	43
China	49	47	36	56	75	30
Korea	45	43	28	44	78	33
Indonesia	40	39	28	33	67	32
Philippines	37	35	15	37	75	25

Sumber : Asian Corporate Governance Association (2010)

The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) yang didirikan pada tanggal 2 Juni 2000 adalah sebuah lembaga independen yang melakukan kegiatan diseminasi dan pengembangan Tata Kelola Perusahaan yang Baik (*Good Corporate Governance - GCG*) di Indonesia. Memiliki pernyataan visi “Menjadi lembaga independen dan bermartabat untuk mendorong terciptanya perilaku bisnis yang sehat”, menjadi inspirasi IICG untuk senantiasa berupaya memasyarakatkan konsep, praktik dan manfaat GCG kepada dunia bisnis khususnya, dan masyarakat luas pada umumnya. Kegiatan utama yang dilakukan adalah melaksanakan riset penerapan GCG, yang hasilnya berupa *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* (Majalah SWA, 2005).

Corporate Governance Perception Index (CGPI) adalah riset dan pemeringkatan penerapan GCG di perusahaan publik yang tercatat di BEJ. Pelaksanaan CGPI dilandasi oleh pemikiran tentang pentingnya mengetahui sejauhmana perusahaan-perusahaan publik telah menerapkan GCG. Hasil riset dalam pemeringkatan yang telah dilakukan menunjukkan adanya proses pendekatan, penjabaran, dan penyempurnaan penerapan prinsip-prinsip GCG

secara berkelanjutan, sehingga dapat diungkap permasalahan yang seringkali muncul dan konsistensi kepatuhan terhadap pelaksanaan regulasi yang ada..

Menurut Salami (2011) *corporate governance* merupakan bagian yang penting dalam menentukan strategi investasi sebuah perusahaan, karna dalam penentuan investasi dapat memacu *agency problem* dan juga *conflict of interest*, hal tersebut dapat ditekan dengan penerapan *corporate governance* dalam perusahaan. Dalam penelitiannya, Salami membandingkan *corporate governance* terhadap efisiensi investasi yang dilihat dari rasio profitabilitasnya (*Return on Investment* dan *Earning per-Share*) didapatkan hubungan yang positif antara *corporate governance* terhadap efisiensi investasi, walaupun dalam penelitian lain Aluchna (2007) dan High Beam Research (2008) tidak melihat adanya hubungan langsung antara dua variable tersebut, tetapi Jensen (1986) dan Stulz (1990) berpendapat bahwa *governance* yang lemah menjadi indikator dari tingginya konflik kepentingan yang berasal dari inefisiensi investasi sebuah perusahaan, dilihat dari hal tersebut *corporate governance* merupakan alat yang penting untuk mengatur *agency problem* atau mengurangi efek dari *agency problem*. Dengan begitu, *corporate governance* diharapkan memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan karena diperkirakan dapat mengurangi tingkat *agency problem* untuk meningkatkan efisiensi investasi.

Efisiensi merupakan suatu tindakan untuk menggunakan sumber daya dengan tepat guna, tidak terjadi pemborosan sumber daya yang ada. Pada perusahaan, efisiensi dilakukan untuk menekan biaya dan memudahkan proses pengelolaan perusahaan agar dengan mudah mencapai tujuan perusahaan. Efisiensi suatu perusahaan dapat dibagi menjadi dua bagian, baik dari sisi finansial dan non-finansial. Sisi finansial dapat dilakukan dengan melakukan analisa terhadap profitabilitas perusahaan dan rasio rasio keuangan lainnya, sedangkan non-finansial dapat dilihat dari peraturan – peraturan internal perusahaan dan kepemilikan perusahaan.

Dalam penelitian ini efisiensi investasi perusahaan dilihat dari peluang terjadinya *over-investment* atau *under-investment* dengan melihat tingkat *cash* dan *leverage* perusahaan, dimana perusahaan dengan tingkat *cash* yang besar memiliki peluang *over-investment* sedangkan perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi berpeluang untuk terjadi *under-investment*. Aspek lain dalam penentuan investasi adalah aspek non-finansial, bisa berupa regulasi yang dibuat oleh perusahaan atau juga berupa pengambilan keputusan terhadap suatu investasi, struktur kepemilikan perusahaan berkaitan dengan pengambilan keputusan, logikanya adalah pemilik perusahaan sebagai pengambilan keputusan, dan pemilik cenderung tidak memperhitungkan aspek lain, hanya ingin mendapatkan keuntungan yang besar untuk meningkatkan nilainya di perusahaan.

Dalam penelitian Verdi (2006), efisiensi investasi didefinisikan dan diukur sebagai penyimpangan dari investasi yang diharapkan dengan menggunakan model investasi sederhana untuk memprediksi ekspektasi investasi sebagai fungsi peluang pertumbuhan. Dengan demikian, perusahaan dianggap melakukan in-efisien sebuah investasi jika terjadi *under-investment* dan *over-investment*. Secara konsep, Biddle *et.al.* (2006) mendefinisikan perusahaan yang memiliki tingkat efisiensi investasi tinggi adalah perusahaan yang melaksanakan sebuah investasi dengan *net present value* (NPV) positif, dimana *Under-investment* didefinisikan sebagai sebuah keadaan perusahaan melewatkan peluang investasi yang akan menghasilkan NPV positif, sedangkan *over-investment* diartikan sebagai keadaan dimana perusahaan melakukan investasi pada proyek dengan NPV yang negatif.

Jianhui dan Yunyun (2010) menyatakan bahwa adanya korelasi positif antara pemegang saham terbesar pertama terhadap tingkat *overinvestment*, sedangkan pemegang saham terbesar kedua berperan sebagai penahan dorongan *overinvestment* perusahaan, tetapi secara keseluruhan membatasi tingkat *overinvestment* dinilai kurang baik karena pada dasarnya hal tersebut meningkatkan investasi sebuah perusahaan, dengan struktur kepemilikan yang dilihat dari dua hal yaitu pertama, distribusi kepemilikan yang merupakan

perwujudan dari kuantitas struktur kepemilikan (state-owned firm), kedua, kepemilikan pribadi yang menggambarkan kualitas struktur kepemilikan (private-owned firm), tetapi dalam penelitian ini akan mencoba melihat pengaruh struktur kepemilikan dari tingkat kepemilikan saham pengaruhnya terhadap investasi perusahaan.

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan informasi asimetri (Itturiaga dan Sanz, 2000) dalam Faisal (2005). Menurut pendekatan keagenan, struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan. Salami, dengan menggunakan *Herfindahl Index of ownership concentration* mengukur tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan di Ghana dan melihat hubungannya dengan efisiensi investasi, hasilnya menunjukkan hubungan yang positif antara kedua variabel tersebut.

Kepemilikan Manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen (Sujono dan Soebiantoro, 2007), sedangkan kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya pada akhir tahun (Shien, et.al. 2006). Fama (1980) menyatakan bahwa dewan direksi merupakan mekanisme pengendalian internal utama yang memonitor manajer. Tiga karakteristik yang mempengaruhi *monitoring* adalah ukuran dewan direksi, komposisi dewan direksi dan struktur kepemilikan direksi (Jensen, 1993).

Dengan melihat penjabaran diatas penulis mencoba melihat apakah ada pengaruh *corporate governance performance index* dan struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi perusahaan, penelitian ini dirasa perlu karena ingin melihat faktor apa yang mempengaruhi efisiensi investasi tersebut, selain tingkat

cash dan *leverage* perusahaan, serta melihat apakah pelaksanaan *corporate governance* dan konsentrasi kepemilikan mempengaruhi efisiensi investasi.

1.2 Pertanyaan Penelitian

Peneliti mencoba melihat apakah adanya pengaruh *corporate governance performance index* dan konsentrasi kepemilikan yang dinilai dari *share ownership concentration* terhadap efisiensi investasi yang dihitung dari tingkat profitabilitasnya. Kemudian pada dasarnya penelitian itu dilakukan untuk mendapatkan informasi yang berguna dalam memecahkan dan menyelesaikan masalah. Untuk itu, setiap penelitian yang akan dilakukan selalu berangkat dari masalah. Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan pada latar belakang penelitian, maka identifikasi masalah yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *corporate governance performance index* mempengaruhi efisiensi investasi yang dinilai dari *over / under investment* pada perusahaan?
2. Apakah konsentrasi kepemilikan berpengaruh pada efisiensi investasi yang dinilai dari *over / under investment* pada perusahaan ?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan pokok permasalahan diatas, tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis :

1. Menganalisis pengaruh *corporate governance performance index* terhadap efisiensi investasi perusahaan.
2. Menganalisis pengaruh konsentrasi kepemilikan perusahaan terhadap efisiensi investasi perusahaan.

1.4 Signifikansi Penelitian

Hasil penelitian dalam karya akhir ini diharapkan akan memberikan kontribusi manfaat khususnya meliputi :

1. Signifikansi akademis

Secara Akademis, penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat untuk melengkapi penelitian – penelitian terdahulu, mengenai pengaruh penerapan corporate governance terhadap perusahaan baik dalam harga saham, return, serta performansi perusahaan tersebut. Disamping itu penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan serta menjadi referensi atau bahan masukan dalam penelitian serupa pada penelitian yang akan datang.

2. Signifikansi praktis

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat dan menjadi referensi bagi manajemen untuk lebih menerapkan corporate governance bagi perusahaan yang belum menerapkannya) serta dapat memberikan masukan untuk meningkatkan efisiensi investasi yang dilakukan oleh perusahaan.

1.5 Batasan Penelitian

Batasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Sampel penelitian adalah perusahaan – perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta Perusahaan – perusahaan yang terdaftar dalam riset *corporate governance performance index* yang diadakan oleh Indonesian Institute of Corporate Governance.
2. Periode penelitian yaitu dari tahun 2007 sampai dengan 2010

1.6 Sistematika Penelitian

Penulisan karya akhir ini disusun dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Dalam bab ini dijelaskan tentang latar belakang masalah, rumusan pokok masalah dan pertanyaan penelitian, tujuan, signifikansi, batasan, kerangka teori, metode serta sistematika penulisan.

BAB II KERANGKA TEORI DAN METODE PENELITIAN

Dalam bab ini membahas mengenai teori dan tinjauan literature penelitian sebelumnya yang terkait dengan penelitian ini, landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini antara lain berisi tentang teori-teori yang berkaitan dengan corporate governance dan kaitannya dengan efisiensi investasi serta perilaku investasi, model analisis dan hipotesis yang digunakan. Kemudian metodologi yang digunakan penulis seperti pendekatan penelitian, jenis atau tipe penelitian, variable penelitian, populasi, sampel, teknis analisis data, serta batasan penelitian.

BAB III GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN

Dalam bab ini akan membahas mengenai gambaran umum dari beberapa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

Dalam bab ini memaparkan mengenai proses pengolahan data, hasil temuan dan analisis pengolahan data terhadap variable yang ada, untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan penelitian yang dipaparkan pada rumusan masalah.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Dalam bab ini membahas mengenai kesimpulan dari hasil penelitian yang telah dilakukan dan juga memberikan saran-saran berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan.

BAB II

TINJAUAN LITERATUR

2.1 Tinjauan Pustaka

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai *corporate governance*, struktur kepemilikan perusahaan dan efisiensi investasi telah cukup banyak dihasilkan, baik di dalam negeri maupun di luar negeri, berikut adalah beberapa penelitian sebelumnya :

2.1.1 Penelitian di Dalam dan Luar Negeri

a. Ira Sabrina (2010)

Ira Sabrina (2010) menjelaskan hubungan antara *corporate governance* dan struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan, hasil dari penelitiannya menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *corporate governance* terhadap kinerja pasar (dengan menggunakan Tobin's Q) tetapi ada hubungan yang positif signifikan antara *Corporate Governance* dengan ROE (kinerja operasional). Sedangkan pada struktur kepemilikan tidak terdapat hubungan yang signifikan antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan, dikarenakan keberadaan manajer dan pemegang saham kurang memiliki pengaruh dalam peningkatan kinerja perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 42 perusahaan manufaktur yang mengikuti survey IICG dari tahun 2002 sampai dengan 2008 dan laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di BEI. Dengan variabel dependennya adalah kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q dan ROE sebagai ukuran kinerja perusahaan. Variable independennya *corporate governance* dan struktur kepemilikan.

b. Stella Maharani (2011)

Stella Maharani (2011) dalam penelitian tersebut melihat hubungan antara *corporate governance*, kualitas pelaporan (dengan *proxy* manajemen laba, kualitas akrual, *readability*) laporan tahunan perusahaan, dan efisiensi investasi yang dikaitkan dengan peluang *over-under investment*. Hasil penelitian tersebut menjelaskan bahwa *corporate governance* berhubungan positif signifikan terhadap manajemen laba dan *readability*, tetapi tidak signifikan dengan kualitas akrual. Kualitas akrual dan *readability* terbukti berhubungan positif terhadap efisiensi investasi tetapi untuk manajemen laba dan *corporate governance* tidak berhubungan signifikan dengan efisiensi investasi.

c. King A. Salami (2011)

Penelitian oleh King A. Salami pada tahun 2011 tentang hubungan antara *share ownership structure*, *corporate governance structure* dan *corporate investment efficiency*. Perusahaan yang menjadi sampel adalah yang masuk dalam *Ghana Stock Exchange*, perusahaan-perusahaan tersebut memiliki tingkat konsentrasi kepemilikan yang tinggi, serta beberapa perusahaan beroperasi secara efektif dengan menghasilkan ROE dan EPS yang positif. Terdapat hubungan yang positif antara *share ownership structure*, *corporate governance* dan *investment efficiency*, walaupun terdapat perbedaan hasil dengan beberapa penelitian sebelumnya.

d. Ji Jianhui dan Yunyun (2010)

Penelitian yang dilakukan oleh Jianhui dan Yunyun (2010) dalam penelitiannya yang menganalisa bagaimana struktur kepemilikan dapat mempengaruhi investasi perusahaan. Dalam penelitiannya diketahui adanya korelasi positif antara rasio pemegang saham atau tingkat pemegang saham terbesar terhadap tingkat *overinvestment* yang terjadi. Penelitian ini dilakukan terhadap seluruh

perseroan terbuka dalam jangka waktu 2001 – 2006. Billet, Garfinkel dan Yi Jiang (2011) menemukan bahwa tingkat corporate governance memiliki pengaruh terhadap inefisiensi investasi. Penelitian tersebut lebih menekankan pada struktur kepemilikan perusahaan yang mempengaruhi keputusan investasi, berbeda dengan Jianhui dan Yunyun; Billet, garfinkel dan yi jiang menjelaskan bahwa jika pelaksanaan corporate governance yang buruk maka tingkat *overinvestment* akan tinggi, hasil ini sama dengan penilitain yang dilakukan oleh Jianhui dan Yunyun (2010), tetapi BGY memperhitungkan hubungan hubungan antara corporate governance terhadap pemilihan investasi proyek yang besar.

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian – Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
1.	King A. Salami	<i>Analysis of the relationship between share ownership structure, corporate governance structure and corporate investment efficiency</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Corporate governance performance index - Share ownership concentration, herfindahl index. - Investment performance; ROE, EPS 	- Adanya hubungan yang positif antara ketiga variable tersebut.
2.	Stella Maharani (2011)	<i>Corporate governance, kualitas pelaporan keuangan dan efisiensi investasi.</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Corporate governance performance index. - Financial reporting quality - Efisiensi Investasi; Cash dan leverage 	<ul style="list-style-type: none"> - corporate governance berhubungan positif signifikan terhadap manajemen laba dan readability, tetapi tidak signifikan dengan kualitas akrual. - Kualitas akrual dan readability terbukti berhubungan positif terhadap efisiensi investasi tetapi untuk manajemen laba dan corporate governance tidak berhubungan signifikan dengan efisiensi investasi

3.	Jianhui dan Yunyun (2010)	<i>Ownership structure and investment efficiency</i>	-	<ul style="list-style-type: none"> - Pemegang saham tertinggi memiliki pengaruh dalam keputusan <i>overinvestment</i> - Pemegang saham kedua berpengaruh dalam menahan tingkat <i>overinvestment</i>
4.	Ira Sabrina (2010)	Pengaruh GCG dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Corporate governance</i> dengan <i>cgpi</i> - Kinerja perusahaan, Tobins'q dan ROE - Stuktur kepemilikan, <i>shre ownership</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - Tidak terdapat hubungan antara CG dengan kinerja pasar - Adanya hubungan antara CG terhadap ROE

Sumber : Olahan data peneliti

2.2 Kerangka Model Teoritis

2.2.1 Corporate Governance

Corporate governance is a company system of internal control, which has as its principal aim the management of risks that are significant to the fulfillment of its business objectives, with a view to safe guarding the company's assets and enhancing over time the value of the shareholders investment (Tsugoki Fujinuma, 1999). Berdasarkan pengertian diatas, *corporate governance* didefinisikan sebagai suatu sistem pengendalian internal perusahaan yang memiliki tujuan utama mengelola risiko yang signifikan guna memenuhi tujuan bisnisnya melalui pengamanan asset perusahaan dan meningkatkan nilai investasi pemegang saham dalam jangka panjang. Secara umum, *Corporate Governance* adalah sistem dan struktur yang baik untuk mengelola perusahaan dengan tujuan meningkatkan nilai pemegang saham serta mengakomodasi berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan (stakeholders) seperti kreditor, pemasok, asosiasi bisnis, konsumen, pekerja, pemerintah dan masyarakat luas.

Sejarah lahirnya GCG berawal dari reaksi para pemegang saham di Amerika Serikat pada 1980-an yang terancam kepentingannya. Sekadar menyegarkan ingatan kita, kala itu di AS terjadi gejolak ekonomi yang luar biasa. Banyak perusahaan melakukan restrukturisasi dengan

menghalalkan segala cara untuk merebut kontrol atas perusahaan lain seperti akuisisi internal, corporate divestiture, leverage buy out hingga hostile takeover. Perilaku seenaknya ini menimbulkan protes keras dari publik yang menilai manajemen perusahaan mengabaikan kepentingan para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Memang, badai merger dan akuisisi di era 1980-an banyak merugikan para pemegang saham akibat kesalahan manajemen dalam mengambil keputusan. Untuk menjamin dan mengamankan kepentingan pemegang saham, misalnya, muncul gagasan pemberdayaan komisaris sebagai salah satu wacana penegakan GCG.

Riset yang dilakukan oleh Asian Corporate Governance Association tentang praktek GCG di 11 negara Asia Pasifik (Singapore, Hongkong, Japan, Taiwan, Thailand, Malaysia, India, China, Korea, Indonesia dan Philippines), menempatkan Indonesia di posisi ke sepuluh dengan skor 40 pada 2010. Hasil survei tersebut cukuplah memberikan tanda bahwa sudah saatnya perusahaan-perusahaan Indonesia didorong untuk segera memperbaiki kualitas GCGnya. Sabrina (2010), Maher dan Andersson (1999), Gompers, Ishii dan Metrick (2003) pada penelitiannya memperlihatkan adanya hubungan antara Corporate Governance terhadap performa perusahaan. Jika adanya hubungan yang positif tersebut, kemungkinan akan mempengaruhi tingkat efisiensi investasi perusahaan juga, logikanya adalah, penerapan good corporate governance meningkatkan profitabilitas perusahaan, dimana efisiensi investasi dilihat juga dari profitabilitas perusahaan.

Dua teori yang terkait dengan *corporate governance* adalah *stewardship theory* dan *agency theory*. *Stewardship theory* dibangun di atas asumsi bahwa manusia pada hakekatnya dapat dipercaya, mampu bertindak dengan penuh tanggung jawab memiliki, integritas, dan kejujuran terhadap pihak lain. Dengan kata lain, *stewardship theory* memandang bahwa manajemen dapat dipercaya untuk bertindak dengan

sebaik-baiknya bagi kepentingan publik pada umumnya maupun *shareholders* pada khususnya.

Agency theory dikembangkan oleh Michael Johnson, yang mengartikan bahwa manajemen perusahaan bertindak sebagai ‘agents’ bagi para pemegang saham, yang akan bertindak dengan penuh kesadaran bagi kepentingannya sendiri, bukan sebagai pihak yang mengutamakan pemegang saham seperti dalam *stewardship model*. Bertentangan dengan *stewardship theory*, *agency theory* memandang bahwa manajemen *tidak dapat* dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya bagi kepentingan publik pada umumnya maupun *shareholders* pada khususnya.

Dalam perkembangannya, *agency theory* mendapat respons lebih baik karena lebih mencerminkan kenyataan yang ada pada manajemen. Berbagai pemikiran tentang *corporate governance* berkembang dengan bertumpu pada *agency theory* di mana pengelolaan perusahaan harus diawasi dan dikendalikan untuk memastikan bahwa pengelolaan dilakukan dengan penuh kepatuhan kepada berbagai peraturan dan ketentuan yang berlaku. Upaya ini menimbulkan apa yang disebut sebagai *agency costs*, yang menurut teori ini harus dikeluarkan sedemikian rupa sehingga biaya untuk mengurangi kerugian yang timbul karena ketidakpatuhan setara dengan peningkatan biaya *enforcement*-nya.

2.2.1.1 Agency Theory

Agency theory menjelaskan hubungan antara pihak prinsipal dan agen, dimana prinsipal adalah pihak yang memberikan mandat (*shareholder*) kepada pihak agen (manajemen). Prinsipal mendelegasikan tanggung jawab pengambilan keputusan kepada agen dimana hak dan kewajiban kedua belah pihak diuraikan dalam suatu perjanjian kerja yang saling menguntungkan. Model yang mendasari teori keagenan adalah manajemen diyakini oleh pemegang saham, dapat mengelola dan meningkatkan pendapatan (Jensen & Meckling, 1976).

Perusahaan *modern* menciptakan pemisahan antara kepemilikan dan pengawasan kekayaan (Berlee & Means, 1932). Pemilik menjadi prinsipal ketika mereka mengkontrak eksekutif untuk mengelola perusahaannya. Sebagai agen, eksekutif secara moral bertanggungjawab memaksimalkan utilitas pemegang saham. Eksekutif menerima status agen karena anggapan pada peluang memaksimalkan utilitasnya. Pada perusahaan modern, agen dan prinsipal dimotivasi oleh kesempatan untuk memperoleh keuntungan pribadi. Prinsipal menginvestasikan kekayaannya di perusahaan dan mendesain sistem yang kuat sebagai cara memaksimalkan utilitasnya. Agen menerima tanggung jawab mengelola investasi prinsipal, karena anggapannya terhadap kemungkinan peluang perolehan utilitas yang lebih besar daripada peluang lain.

Jika fungsi utilitas dari mementingkan diri sendiri agen dan prinsipal berkesuaian, tidak ada masalah; keduanya agen dan prinsipal akan menerima kenaikan utilitas individualnya. *Cost of agency* terjadi ketika kepentingan prinsipal dan agen berbeda. Peluang yang ada memungkinkan agen akan secara rasional memaksimalkan utilitas yang dimilikinya. Walsh & Seward (1990: 44) berargumen bahwa “jika manager perusahaan berkubu pada kepentingan mereka sendiri dengan semata-mata bertujuan menjamin kekuatannya, prestis, dan keuntungannya, organisasi kemungkinan kehilangan posisi pada lingkungan yang kompetitif dan akan gagal.” Jika mekanisme kontrol yang diusulkan oleh agen secara teoritis gagal, mekanisme pengawasan eksternal akan mengontrol *self-serving* manager (Walsh & Seward, 1990). Karena biaya mekanisme eksternal pada utilitas prinsipal lebih besar, mekanisme internal umumnya yang dipilih (Walsh & Seward, 1990).

Untuk melindungi kepentingan pemegang saham, meminimalkan biaya agensi dan menjamin kesesuaian kepentingan agen-prinsipal, teori agensi memberikan berbagai mekanisme. Dua mekanisme yang diterima

adalah alternatif skema kompensasi eksekutif dan struktur yang kuat (antara lain: Demsetz & Lehn, 1985; Jensen & Meckling, 1976). Skema insentif financial menyediakan *reward* dan *punishment* yang bertujuan menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal. Jika manajer menerima kompensasi yang menjadi subyek kesuksesan tujuan pemegang saham (misal: long term reward tergantung pada kinerja perusahaan), mereka akan menjadi termotivasi untuk berperilaku dengan cara konsisten dengan kepentingan pemegang saham.

2.2.1.2 Stewardship Theory

Stewardship Theory adalah teori yang menggambarkan situasi dimana para manajer tidak termotivasi oleh tujuan-tujuan individu tetapi lebih ditujukan pada sasaran hasil utama mereka untuk kepentingan organisasi, sehingga teori ini mempunyai dasar psikologi dan sosiologi yang telah dirancang dimana para eksekutif sebagai *steward* termotivasi untuk bertindak sesuai keinginan prinsipal, selain itu perilaku *steward* tidak akan meninggalkan organisasinya sebab *steward* berusaha mencapai sasaran organisasinya. Teori ini didesain bagi para peneliti untuk menguji situasi dimana para eksekutif dalam perusahaan sebagai pelayan dapat termotivasi untuk bertindak dengan cara terbaik pada principalnya (Donaldson dan Davis, 1989, 1991).

Pada *Stewardship Theory*, hal ini didasarkan pada perilaku yang dapat dibentuk untuk bekerjasama dalam organisasi, serta memiliki perilaku kolektif atau berkelompok yang lebih tinggi daripada perilaku individunya dan selalu bersedia untuk melayani. Pada teori stewardship terdapat suatu pilihan antara perilaku *self serving* dan pro-organisational, perilaku pelayan tidak akan dipisahkan dari kepentingan organisasi adalah bahwa perilaku eksekutif disejajarkan dengan kepentingan principal dimana para *steward* berada. *Steward* akan menggantikan atau mengalihkan *self serving* untuk berperilaku kooperatif. Sehingga meskipun kepentingan antara *steward* dan *principal* tidak sama, *steward* tetap akan

menjunjung tinggi nilai kebersamaan. Sebab *steward* berpedoman bahwa terdapat utilitas yang lebih besar pada perilaku kooperatif, dan perilaku tersebut dianggap perilaku rasional yang dapat diterima.

Mengacu pada teori *stewardship*, perilaku *steward* adalah kolektif, sebab *steward* berpedoman dengan perilaku tersebut tujuan organisasi dapat dicapai. Misalnya peningkatan penjualan atau profitabilitas. Perilaku ini akan menguntungkan principal termasuk *outside owner* (melalui efek positif yang ditimbulkan oleh laba dalam bentuk deviden dan *shareprices*), hal ini juga memberikan manfaat pada status manajerial, sebab tujuan mereka ditindak lanjuti dengan baik oleh *steward*. Para ahli teori *stewardship* mengasumsikan bahwa ada hubungan yang sangat kuat antara kesuksesan organisasi dengan kepuasan principal. *Steward* melindungi dan memaksimalkan *shareholder* melalui kinerja perusahaan, oleh karena itu fungsi utilitas *steward* dimaksimalkan.

Steward yang dengan sukses dapat meningkatkan kinerja perusahaan akan mampu memuaskan sebagian besar organisasi yang lain, sebab sebagian besar *shareholder* memiliki kepentingan yang telah dilayani dengan baik lewat peningkatan kemakmuran yang diraih organisasi. Oleh karena itu, *steward* yang pro organisasi termotivasi untuk memaksimalkan kinerja perusahaan, disamping dapat memberikan kepuasan kepada kepentingan *shareholder*.

2.2.1.3 Prinsip-prinsip corporate governance

Organization for Economic Co-operation and Development (*OECD*) yang beranggotakan beberapa Negara termasuk Negara – Negara Asia Pasifik telah mengembangkan *The OECD* pada bulan April 1998.

Prinsip – prinsip *corporate governance* yang dikembangkan oleh OECD mencakup 5 (lima) hal berikut ini.

1. Perlindungan hak – hak pemegang saham, kerangka yang dibangun dalam *corporate governance* haruslah mencakup hak – hak pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas, hak – hak tersebut mencakup hak dasar pemegang saham, yaitu :
 - a. Hak memperoleh jaminan keamanan atas metode pendaftaran kepemilikan;
 - b. Hak untuk mengalihkan atau memindahtangakan kepemilikan saham;
 - c. Hak untuk memperoleh informasi yang relevan tentang perusahaan secara berkala dan teratur;
 - d. Hak untuk ikut berpartisipasi dan memberikan suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS);
 - e. Hak untuk memilih anggota dewan komisaris dan direksi;
 - f. Hak untuk memperoleh pembagian laba (*profit*) perusahaan.
2. Perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham (*the equitable treatment of shareholders*). Adanya jaminan perlakuan yang sama terhadap seluruh pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas dan asing. Prinsip ini melarang adanya praktik perdagangan berdasarkan informasi orang dalam (*insider trading*) dan transaksi terhadap diri sendiri (*self trading*). Serta mengharuskan anggota dewan komisaris untuk terbuka ketika menemukan transaksi – transaksi yang mengandung benturan atau konflik kepentingan (*conflict of interest*).
3. Peranan pemangku kepentingan berkaitan dengan perusahaan (*the role of stakeholders*), memberikan pengakuan terhadap pemangku kepentingan serta mendorong kerjasama yang aktif antara perusahaan dan pemangku kepentingan dalam rangka menciptakan

lapangan kerja, kesejahteraan, serta kesinambungan usaha (*going concern*).

4. Pengungkapan dan transparansi (*disclosure and transparency*), harus ada pengungkapan yang tepat waktu dan akurat setiap permasalahan yang berkaitan dengan perusahaan. Pengungkapan tersebut mencakup informasi mengenai kondisi keuangan, kinerja, kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Informasi – informasi tersebut harus disusun, diaudit dan disajikan sesuai dengan standar yang tinggi, serta melakukan audit terhadap laporan keuangan yang independen dengan meminta auditor eksternal.
5. Tanggung jawab dewan komisaris atau direksi, adanya pedoman strategis perusahaan, pengawasan yang efektif dan pertanggungjawaban yang dilaksanakan oleh manajemen, dewan komisaris serta manajemen. Serta, memasukkan kewenangan dan kewajiban profesional dewan komisaris kepada pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya.

Prinsip – prinsip *good corporate governance* sesuai Pasal 3 Surat Keputusan Menteri BUMN N0. 117/M-MBU/2002 Tanggal 31 juli 202 tentang penerapan *Good Corporate Governance* pada BUMN sebagai berikut :

1. Transparansi (*Transparency*), keterbukaan dalam pelaksanaan proses pengambilan keputusan dan pengungkapan informasi yang relevan mengenai perusahaan.
2. Akuntabilitas (*Accountability*), kejelasan dalam fungsi, pelaksanaan dan pertanggungjawaban manajemen perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif dan ekonomis.

3. Pertanggungjawaban (*Responsibility*), kesesuaian pengelolaan perusahaan terhadap peraturan perundang – undangan yang berlaku dan prinsip – prinsip korporasi yang sehat.
4. Kemandirian (*Independency*), pengelolaan perusahaan yang professional tanpa adanya konflik kepentingan dan pengaruh atau tekanan dari pihak manapun yang tidak sesuai dengan peraturan perundangan yang berlaku dan prinsip – prinsip korporasi yang sehat.
5. Kewajaran (*Fairness*), keadilan dan kesetaraan dalam memenuhi hak – hak pemangku kepentingan yang timbul sebagai akibat dari perjanjian dan peraturan perundang – undangan yang berlaku.
6. Pengungkapan (*Disclosure*), penyajian informasi kepada para pemangku kepentingan baik diminta maupun tidak diminta, mengenai hal – hal yang berkenaan dengan kinerja operasional, keuangan dan risiko usaha perusahaan.

2.2.1.4 Konsep Good Corporate Governance

Implementasi dari prinsip – prinsip *good corporate governance* menyangkut pengembangan dua aspek yang saling berkaitan satu dengan lain, yaitu perangkat keras (*Hardware*) dan perangkat lunak (*Software*). *Hardware* bersifat teknis yaitu pembentukan atau perubahan struktur dan sistem organisasi. *Software*, bersifat psikososial mencakup perubahan paradigma, visi, misi, nilai (*value*), sikap (*attitude*) dan etika berperilaku (*behavioral ethics*). Sebagian besar perusahaan lebih menekankan pada aspek *hardware* karena hasil dari penerapannya lebih mudah dilihat dan dapat dilakukan lebih cepat dibandingkan dengan aspek *software*.

Gede Raka, menyatakan dalam *Good Corporate Governance* sebuah perusahaan bukanlah mesin pencetak keuntungan bagi pemiliknya,

tetapi sebuah entitas untuk menciptakan nilai bagi semua pihak yang berkepentingan serta perusahaan bukan hanya pengubah input menjadi output tetapi sebuah lembaga yang memiliki nilai, cita – cita, jati diri dan tanggung jawab sosial. Konsep *Good Corporate Governance* mencerminkan pentingnya sikap berbagi (*sharing*), peduli (*caring*) dan melestarikan. Perangkat tata kelola perusahaan terdiri dari struktur tata kelola (*governance structure*), mekanisme tata kelola (*governance mechanism*) dan prinsip – prinsip tata kelola (*governance principles*). Ketiga perangkat tersebut berjalan sebagai suatu kesatuan dalam sebuah sistem (*governance system*) yang akan berinteraksi dengan lingkungan internal dan eksternal perusahaan dalam mencapai tujuannya, dan efektifitas perangkat tata kelola ini dinilai dari seberapa jauh sistem tersebut memberikan hasil tata kelola (*governance outcomes*) yang diharapkan.

2.2.1.5 Manfaat Penerapan *Corporate Governance*

Nilai dari *corporate governance* adalah adanya peningkatan kinerja perusahaan melalui pemantauan kinerja manajemen dan adanya akuntabilitas manajemen terhadap *stakeholder* dan pemangku kepentingan lainnya, berdasarkan peraturan dan undang – undang yang berlaku. Selain itu, mekanisme pelaksanaan *corporate governance* juga memiliki beberapa manfaat, antara lain:

- Mengurangi *agency cost* yang merupakan biaya yang harus ditanggung pemegang saham karena penyalahgunaan wewenang sebagai akibat pendelegasian wewenang kepada pihak manajemen.
- Mengurangi biaya modal (*cost of capital*) sebagai dampak dari menurunnya tingkat bunga atas dana dan sumber daya yang dipinjam oleh perusahaan seiring dengan turunnya tingkat risiko perusahaan.
- Menciptakan dukungan para *stakeholder* dalam lingkungan perusahaan tersebut terhadap keberadaan dan berbagai strategi dan kebijakan yang ditempuh perusahaan.

Listyorini (2001) menyebutkan manfaat penerapan *corporate governance* adalah:

1. Meningkatkan efisiensi produktivitas

Adanya komitmen setiap individu untuk memajukan perusahaan, yang akan memperkecil keinginan pencapaian kepentingan pribadi atau kelompok untuk mencapai produktivitas yang tinggi.

2. Meningkatkan kepercayaan publik

Dengan pelaksanaan pengungkapan yang baik serta transparansi dalam pelaporan atau informasi perusahaan, akan meningkatkan kepercayaan investor serta publik.

3. Menjaga kelangsungan hidup perusahaan

Pelaksanaan *Good Corporate Governance* dengan mencapai efektivitas serta efisiensi produktivitas perusahaan, akan menjaga dan memperpanjang kelangsungan hidup perusahaan.

4. Dapat mengukur target kinerja perusahaan

Manajemen lebih terarah dalam mencapai sasaran – sasaran manajemen dan tidak melaksanakan hal lain yang tidak termasuk pencapaian kinerja manajemen.

2.2.1.6 *Corporate Governance Perception Index*

Corporate Governance Perception Index (CGPI) adalah program riset dan pemeringkatan penerapan GCG pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. CGPI diikuti oleh Perusahaan Publik (Emiten), BUMN, Perbankan dan Perusahaan Swasta lainnya. Program CGPI secara konsisten telah diselenggarakan pada setiap tahunnya sejak tahun 2001. CGPI diselenggarakan oleh IICG sebagai lembaga swadaya masyarakat independen bekerjasama dengan Majalah SWA sebagai mitra media publikasi.

Program ini dirancang untuk memicu perusahaan dalam meningkatkan kualitas penerapan konsep CG melalui perbaikan yang

berkesinambungan (continuous improvement) dengan melaksanakan evaluasi dan melakukan studi banding (benchmarking). Program CGPI akan memberikan apresiasi dan pengakuan kepada perusahaan-perusahaan yang telah menerapkan CG melalui CGPI Awards dan penobatan sebagai Perusahaan Terpercaya. Penghargaan CGPI Awards dan hasilnya dipaparkan di Majalah SWA salam Sajian Utama.

Hal – hal yang dinilai dalam penilaian CGPI sebagai berikut :

1. Komitmen yang menunjukkan wujud kesungguhan organisasi perusahaan dalam merumuskan, mengimplementasikan dan mengevaluasi strategi sesuai dengan prinsip-prinsip GCG, dan kesungguhan dalam hal ini dapat mendorong anggota perusahaan untuk ikut menerapkannya.
2. Transparansi yang menunjukkan kesungguhan perusahaan dalam menyampaikan berbagai informasi tentang perusahaan secara tepat waktu dan akurat, termasuk informasi tentang proses merumuskan, mengimplementasikan, serta mengevaluasi strategi yang dilakukannya, diharapkan dapat mendorong anggota perusahaan untuk ikut melakukannya.
3. Akuntabilitas yang memperlihatkan pertanggungjawaban seluruh proses pencapaian kinerja secara transparan dan wajar, termasuk mempertanggungjawabkan seluruh proses dalam merumuskan, mengimplementasikan serta mengevaluasi strategi, dan kesungguhan ini dapat dirasakan serta dapat mendorong anggota perusahaan untuk ikut melakukannya.
4. Responsibilitas yang menjamin terlaksananya peraturan perundang-undangan dan tanggungjawab terhadap masyarakat dan lingkungan termasuk dalam menjamin terlaksananya proses perumusan, implementasi serta evaluasi strategi secara bertanggung jawab.

5. Independensi, menjamin tidak adanya dominasi atau intervensi dari satu partisipan terhadap partisipan lainnya, termasuk dalam menjamin tidak adanya dominasi dan intervensi dari satu partisipan manapun dalam proses merumuskan, mengimplementasikan dan mengevaluasi strategi.
6. Keadilan, memperhatikan kepentingan pemegang saham (shareholders) dan pemangku kepentingan lainnya (stakeholder), termasuk dalam memperhatikan dan mempertimbangkan kepentingan seluruh stakeholder.
7. Kompetensi, menunjukkan kemampuannya untuk menggunakan otoritasnya sesuai dengan peran dan fungsinya, inovatif dan kreatif, termasuk menunjukkan kemampuannya untuk merumuskan, mengimplementasikan dan mengevaluasi strategi secara tepat.
8. Kepemimpinan, menunjukkan corak kepemimpinan yang dapat mentransformasikan organisasi kearah yang lebih baik, termasuk dalam menunjukkan corak kepemimpinan yang dapat membimbing organisasi untuk mencapai tujuan perusahaan dengan baik.
9. Kemampuan Bekerjasama, dalam mencapai tujuan bersama secara bermartabat, termasuk dalam menunjukkan kemampuan bekerjasamanya untuk merumuskan, mengimplementasikan, dan mengevaluasi strategi.
10. Visi, Misi dan Tata Nilai, memahami pokok-pokok yang terkandung di dalam pernyataan visi, misi dan tata nilai perusahaan yang akan menjadi panduan bagi perusahaan.
11. Moral dan Etika, menerapkan nilai-nilai moral dan etika dalam setiap proses bisnis sesuai dengan prinsip GCG.

12. Strategi yang menunjukkan kesungguhan organ perusahaan dalam merumuskan, mengimplementasikan dan mengevaluasi strategi sebagai respon terhadap perubahan agar perusahaan dapat mempertahankan kinerjanya secara berkelanjutan, dan kesungguhan ini dapat dirasakan serta mendorong anggota perusahaan untuk ikut melakukannya.

2.2.2 Investasi

Investasi, adalah pengeluaran atau perbelanjaan penanaman modal atau perusahaan untuk membeli barang-barang modal dan perlengkapan-perengkapan untuk menambah kemampuan memproduksi barang-barang dan jasa-jasa yang tersedia dalam perekonomian. Pengertian investasi menurut James C Van Horn (1981) yaitu kegiatan yang dilangsungkan dengan memanfaatkan kas pada masa sekarang ini, dengan tujuan untuk menghasilkan barang di masa yang akan datang. Menurut Fitz Gerald (1978) yaitu aktivitas yang berkaitan dengan usaha penarikan sumber-sumber yang dipakai untuk mengadakan modal barang pada saat sekarang ini. Barang modal tersebut akan menghasilkan aliran produk baru di masa yang akan datang. Fitz Gerald juga mengungkapkan bahwa investasi yaitu aktivitas yang berkaitan dengan usaha penarikan sumber-sumber untuk dipakai mengadakan barang.

Eljaili dalam *macro-economic investment theories* menjelaskan tiga pendekatan pada teori investasi, yaitu pendekatan klasik, pendekatan neo-klasik dan pendekatan Keynesian. Pendekatan Keynesian membaginya menjadi dua yaitu *Marginal efficiency of capital (MEC)* or *internal rate of return* dan *Marginal efficiency of investment (MEI)* perbedaan dari kedua teori ini, MEC memperlihatkan hubungan antara tingkat investasi dan persediaan modal yang diinginkan oleh perusahaan, sedangkan MEI menjelaskan hubungan antara tingkat investasi dan tingkat investasi aktual per tahun.

Ada berbagai cara dengan mana seseorang dapat mengevaluasi kembali pada pilihan investasi. Empat metode yang paling umum adalah:

- *Net Present Value*

NPV merupakan selisih antara pengeluaran dan pemasukan yang telah didiskon dengan menggunakan *social opportunity cost of capital* sebagai diskon faktor, atau dengan kata lain merupakan arus kas yang diperkirakan pada masa yang akan datang yang didiskontokan pada saat ini. Untuk menghitung NPV diperlukan data tentang perkiraan biaya investasi, biaya operasi, dan pemeliharaan serta perkiraan manfaat/benefit dari proyek yang direncanakan.

Arus kas masuk dan keluar yang didiskontokan pada saat ini (present value (PV)), yang dijumlahkan selama masa hidup dari proyek tersebut dihitung dengan rumus:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+r)^t} - C_0$$

dimana:

t - waktu arus kas

r - adalah suku bunga diskonto yang digunakan

C_t - arus kas bersih (the net cash flow) dalam waktu t

- Metode *Payback period* atau *Breakeven*

Payback period dapat diartikan dengan lamanya waktu yang dibutuhkan untuk mengembalikan biaya investasi atau menurut Arifin dan Fauzi (1999:12) payback period adalah suatu metode dalam penentuan jangka waktu yang dibutuhkan dalam menutupi initial investment dari suatu proyek dengan menggunakan cash inflow yang dihasilkan dari proyek tersebut. Semakin pendek payback period dari periode yang disyaratkan perusahaan maka proyek investasi tersebut dapat diterima.

$$\text{Payback Period} = \frac{\text{Initial investment}}{\text{Cash flow}} \times 1 \text{ tahun}$$

2.2.3 Efisiensi Investasi

Ada dua faktor penentu efisiensi investasi. Pertama, perusahaan dirasa perlu meningkatkan modal usaha untuk membiayai peluang investasi atau proyek. Kedua, jika perusahaan mengambil keputusan terhadap suatu investasi yang di percaya untuk meningkatkan modal, belum tentu investasi yang dipilih tersebut sesuai dengan kebutuhan, artinya diperlukan pemilihan investasi yang tepat. Salah satu contohnya, kebutuhan perusahaan untuk meningkatkan investasi tetapi manajer dapat saja memilih investasi secara tidak efisien atau tidak tepat. Adanya informasi asimetri mempengaruhi pengumpulan dana dan pemilihan proyek, yaitu terjadinya informasi asimetri antara perusahaan dan investor (*adverse selection*) ataupun *agency problem* antara manajemen dan pemegang saham.

Efisiensi investasi merupakan fungsi dari resiko, pengembalian dan total biaya dari investasi yang dilakukan oleh manajemen, dalam hal ini efisiensi investasi merupakan kombinasi dari *financial* dan *non-financial efficiency*. Efisiensi investasi bagian dari manajemen investasi, dimana struktur manajemen investasi dapat diukur sebagai kerangka kerja yang menilai bagaimana asset sebuah perusahaan dapat dibagi – bagi untuk setiap investasi. Untuk mengukur efisiensi dari faktor financial, digunakan rasio rasio keuangan, sedangkan efisiensi pada faktor non-finansial lebih menekankan terhadap struktur dalam pengambilan keputusan serta struktur dari manajemen investasi tersebut, salah satu contohnya adalah *corporate governance*.

2.2.4 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan jenis institusi atau perusahaan yang memegang saham terbesar dalam suatu perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Struktur kepemilikan dapat berupa investor individual, pemerintah, dan institusi swasta. Struktur kepemilikan terbagi dalam beberapa kategori. Secara spesifik kategori struktur kepemilikan meliputi

kepemilikan oleh institusi domestik, institusi asing, pemerintah, karyawan dan individual domestik. Struktur kepemilikan akan memiliki motivasi yang berbeda dalam memonitor perusahaan serta manajemen dan dewan direksinya.

Struktur kepemilikan dipercaya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi jalannya perusahaan yang nantinya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. *Agency problem* dapat dikurangi dengan adanya struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham (Faisal, 2005). Jensen dan Meckling (1976) dalam Faisal (2005) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* yang dapat mengendalikan masalah keagenan.

Proporsi jumlah kepemilikan manajerial dalam perusahaan dapat mengindikasikan ada kesamaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham (Faisal, 2005). Sedangkan pemegang saham institusional memiliki keahlian yang lebih dibandingkan dengan investor individu, terutama pemegang saham institusional mayoritas atau diatas 5%. Kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan (Faisal, 2005). Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel *intervening* menemukan bahwa struktur kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Tetapi penelitian ini tidak menemukan adanya pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan

2.2.4.1 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen (Sujono dan Soebiantoro, 2007). Menurut Mehran et al., (1992) dalam Aida (2004) kepemilikan saham manajerial adalah proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen. Menurut Itturiaga dan Sanz (2000) struktur kepemilikan manajerial dapat dijelaskan dari dua sudut pandang yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai sebuah instrument atau alat untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim (*claim holder*) terhadap perusahaan. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dan *outsider* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal.

Gunarsih (2004) menyatakan bahwa kepemilikan perusahaan merupakan salah satu mekanisme yang dapat dipergunakan agar pengelola melakukan aktivitas sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Meningkatkan kepemilikan manajerial dapat digunakan sebagai cara untuk mengatasi masalah keagenan. Manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya yang juga merupakan keinginan dari para pemegang saham, Ross et. al (2004) dalam Putri (2006) menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham pada perusahaan maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri. Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

2.2.4.2 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya pada akhir tahun (Shien, et.al. 2006) dalam Winanda (2009). Menurut Wening (2007), kepemilikan institusional merupakan salah satu factor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap kinerja manajemen.

Pengaruh investor institusional terhadap manajemen perusahaan dapat menjadi sangat penting serta dapat digunakan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan para pemegang saham (Solomon dan Solomon, 2004 dalam Sutojo, 2005). Hal tersebut disebabkan jika tingkat kepemilikan manajerial tinggi, dapat berdampak buruk terhadap perusahaan karena dapat menimbulkan masalah pertahanan, yang berarti jika kepemilikan manajerial tinggi, mereka memiliki posisi yang kuat untuk melakukan control terhadap perusahaan dan pihak pemegang saham eksternal akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan manajer. Hal ini disebabkan tingginya hak voting yang dimiliki manajer (Gunarsih, 2004). Adanya pengawasan yang optimal terhadap kinerja manajer maka akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, berikut tiga model kepemilikan perusahaan:

- Kepemilikan menyebar

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

- Kepemilikan Terkonsentrasi

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

- Kepemilikan dalam BUMN atau pemerintah

Kepemilikan dalam BUMN mempunyai artian khusus bahwa pemiliknya tidak dapat mengontrol secara langsung perusahaannya. Pemilik hanya diwakili oleh pejabat yang ditunjuk. Kesepakatan dapat terjadi antara wakil pemilik dengan manajemen, wakil pemilik dan pihak manajemen dengan kreditur.

2.2.4.3 Herfindahl Index

Herfindahl index pada umumnya merupakan salah satu cara untuk menghitung konsentrasi nilai pasar. Tetapi pada penelitian terdahulu dalam konsentrasi kepemilikan perusahaan menggunakan Herfindahl index untuk melihat tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan (Jacelly et.al 2008).

$$Herf_ind = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

sumber; Jacelly et.al (2008)

keterangan :

Herd_ind : herfindahl index

s_i : persentasi kepemilikan pemegang saham

n dan i : jumlah pemegang saham dalam perusahaan

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Pendekatan Penelitian

Penelitian kuantitatif adalah penelitian ilmiah yang sistematis terhadap bagian-bagian dan fenomena serta hubungan-hubungannya. Tujuan dari penelitian kuantitatif adalah mengembangkan dan menggunakan model-model matematis, teori-teori dan/atau hipotesis yang berkaitan dengan fenomena yang terjadi. Proses pengukuran dalam pendekatan ini adalah bagian yang sentral dalam penelitian kuantitatif karena hal ini memberikan hubungan yang fundamental antara pengamatan empiris dan ekspresi matematis dari hubungan-hubungan kuantitatif. Penelitian kuantitatif banyak dipergunakan baik dalam ilmu-ilmu alam maupun ilmu-ilmu sosial, dari fisika dan biologi hingga sosiologi dan jurnalisme. Pendekatan ini juga digunakan sebagai cara untuk meneliti berbagai aspek dari pendidikan. Istilah penelitian kuantitatif sering dipergunakan dalam ilmu-ilmu sosial untuk membedakannya dengan penelitian kualitatif.

Pendekatan kuantitatif mementingkan adanya variabel-variabel sebagai obyek penelitian dan variabel-variabel tersebut harus didefinisikan dalam bentuk operasionalisasi variabel masing-masing. Realibilitas dan validitas merupakan syarat mutlak yang harus dipenuhi dalam menggunakan pendekatan ini karena kedua elemen tersebut akan menentukan kualitas hasil penelitian dan kemampuan replikasi serta generalisasi penggunaan model penelitian sejenis. Selanjutnya, penelitian kuantitatif memerlukan adanya hipotesa dan pengujiannya yang kemudian akan menentukan tahapan-tahapan berikutnya, seperti penentuan tehnik analisa dan formula statistik yang lebih memberikan makna dalam hubungannya dengan penafsiran angka statistik. Dalam penelitian ini peneliti melakukan penelitian dengan pendekatan kuantitatif secara deduktif dengan menempatkan teori tentang *corporate governance*, kepemilikan perusahaan dan efisiensi investasi (profitabilitas).

3.2 Jenis Penelitian

- **Berdasarkan Tujuan:**

Berdasarkan tujuan, penelitian ini adalah penelitian eksplorasi atau eksplanasi, karena penelitian ini berusaha menjawab hipotesis serta mencari korelasi atau hubungan antara corporate governance, struktur kepemilikan perusahaan dengan efisiensi investasi perusahaan di Indonesia.

- **Berdasarkan Manfaat:**

Berdasarkan manfaat, penelitian ini digolongkan kedalam penelitian dasar (*basic research*) karena penelitian ini bertujuan untuk memahami masalah lebih dalam dan mengembangkan teori dan menemukan hubungan antara variabel.

- **Berdasarkan Dimensi Waktu:**

Berdasarkan dimensi waktu, penelitian ini digolongkan kedalam penelitian cross sectional dan time series. Penelitian cross sectional adalah penelitian yang direncanakan dan hanya dilakukan satu kali. Sedangkan penelitian *Time Series* adalah data yang terdiri dari atas satu objek tetapi meliputi beberapa periode waktu. Penelitian yang dilakukan adalah untuk periode tahun 2007 sampai dengan tahun 2010.

- **Berdasarkan Teknik Pengumpulan Data:**

Berdasarkan teknik pengumpulan data penelitian ini adalah penelitian *existing data statistic*. Karena penelitian ini dilakukan dengan cara melakukan mengolah data berupa laporan keuangan perusahaan dan laporan lain yang berhubungan dengan penelitian. Data-data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang berasal dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) Bursa Efek Indonesia, juga *Website* BEI (www.idx.co.id), bapepam dan *website-website* perusahaan sampel terkait.

3.3 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik (manufaktur) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mempunyai laporan keuangan tahunan yang tersedia bagi publik selama periode 2007 dan 2010. Dimana laporan tahunan atau dokumen lain perusahaan sampel tersedia secara lengkap, baik secara fisik maupun melalui *website* dan perusahaan yang terdaftar dalam IICG (*Indonesian Index of Corporate Governance*), serta laporan tahunan perusahaan tersebut harus mencakup laporan keuangan serta struktur kepemilikan perusahaan dari saham. Berikut sampel data yang digunakan dalam penelitian ini :

1. Perusahaan yang digunakan sebagai sampel merupakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) serta Indonesian institute of corporate governance (IICG) selama periode empat tahun terhitung dari awal 2007 sampai akhir tahun 2010.
2. Perusahaan yang digunakan menjadi sampel harus memiliki laporan tahunan dari tahun 2007 sampai tahun 2010, dan laporan tahunan tersebut mencakup laporan keuangan perusahaan serta struktur pemegang saham.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Data-data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang berasal dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) Bursa Efek Indonesia, dan untuk data laporan annual report perusahaan sampel pada tahun 2007 dan 2010 diunduh melalui website BEI (www.idx.co.id) dan website-website perusahaan-perusahaan sampel terkait, serta laporan index penerapan corporate governance tahunan yang dikeluarkan oleh IICG.

3.5 Pengembangan Hipotesis

Untuk mendapatkan bukti empiris adanya hubungan antara *corporate governance performance index* dan konsentrasi kepemilikan yang akan mempengaruhi investasi keuangan perusahaan, maka diperlukan hipotesis yang akan digunakan dalam penelitian. Pada penelitian – penelitian sebelumnya telah dilakukan melihat hubungan penerapan *corporate governance* terhadap performa

perusahaan, hubungan antara corporate governance dengan efisiensi investasi, hubungan antara struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi, serta pengaruh *corporate governance*, kualitas pelaporan keuangan terhadap efisiensi investasi. Dalam penelitian terdahulu tersebut ada beberapa yang menunjukkan hasil yang positif terhadap efisiensi investasi, tetapi ada juga yang memiliki hasil yang negative, ini dikarenakan perbedaan penerapan *corporate governance* di setiap negara.

Penelitian sebelumnya tentang efisiensi investasi dan corporate governance, sebagian besar memperlihatkan hubungan antara kualitas pelaporan terhadap efisiensi investasi, hubungan corporate governance terhadap kinerja perusahaan dan hubungan antar corporate governance, struktur kepemilikan dan efisiensi investasi (Sabrina 2010; Verdi 2006; Gempers, Ishi, Metrick 2003; King A.Salami 2011). Dengan adanya hubungan tersebut dibuat generalisasi karena penerapan corporate governance diakui dapat mendongkrak kinerja perusahaan, secara keseluruhan, meskipun ada beberapa penelitian lain yang mengungkapkan bahwa tidak adanya hubungan yang secara langsung antara variabel – variabel tersebut.

H₁ : Terdapat pengaruh positif antara Corporate Governance terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Pada penerapan perusahaan yang modern memungkinkan adanya *agency problem* karena adanya pemisahan antara pemilik perusahaan dan kontrol perusahaan. Adanya dinamika antara pemilik dan manajemen akan menimbulkan *agency problem*, John Eklund (2007) menyatakan bahwa corporate governance dapat menekan angka *agency problem* yang akan memengaruhi investasi perusahaan, pernyataan tersebut sama dengan penelitian Yeun,et.al (2008), semakin baik corporate governance perusahaan, semakin baik pula kinerja dan pengambilan keputusan investasi perusahaan.

Jarmila, et.al (2007) meneliti bagaimana pengaruh kepemilikan perusahaan terhadap keputusan investasi perusahaan. Dalam penelitian ini mengungkapkan bahwa pemilik saham tertinggi lebih memiliki kontrol yang lebih dalam penentuan investasi dan memberikan pemegang saham yang tertinggi untuk mengambil keputusan tersebut. Kepemilikan perusahaan dan kontrol perusahaan dalam hal ini bersifat terpisah, sehingga menyebabkan aktifitas investasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan kepemilikan dan kontrol perusahaan berada di tangan yang sama, tetapi dengan kontrol kinerja manajer yang efisien dapat mengurangi biaya transaksi manajer (*agency cost*), berdampak pada keputusan investasi yang lebih optimal.

H₂ : Terdapat pengaruh positif antara struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi perusahaan.

3.6 Variabel Penelitian

3.6.1 Variabel Independen

3.6.1.1 Corporate Governance Perception Index

Corporate Governance Perception Index (CGPI) adalah riset dan pemeringkatan penerapan GCG di perusahaan publik yang tercatat di BEJ. Pelaksanaan CGPI dilandasi oleh pemikiran tentang pentingnya mengetahui sejauhmana perusahaan-perusahaan publik telah menerapkan GCG. CGPI 2005 merupakan pelaksanaan riset dan pemeringkatan yang kelima, setelah sebelumnya diselenggarakan setiap tahunnya, yaitu pada tahun 2001, 2002, 2003, dan 2004. Hasil riset dalam pemeringkatan yang telah dilakukan menunjukkan adanya proses pendekatan, penjabaran, dan penyempurnaan penerapan prinsip-prinsip GCG secara berkelanjutan, sehingga dapat diungkap permasalahan yang seringkali muncul dan konsistensi kepatuhan terhadap pelaksanaan regulasi yang ada.

Cakupan penilaian dan aspek yang diukur dalam CGPI adalah pengembangan alat ukur yang dimiliki IICG, pedoman dan prinsip CG yang diterbitkan OECD dan dari berbagai sumber, serta perangkat hukum yang mengatur tentang penerapan prinsip-prinsip CG.

Tabel 3.1. Cakupan dan bobot penilaian CGPI

No	Cakupan	Bobot (%)
1	Komitmen terhadap tata kelola perusahaan	15
2	Hak pemegang saham dan fungsi kepemilikan kunci	20
3	Perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham	15
4	Peran <i>stakeholders</i> dalam tata kelola perusahaan	15
5	Pengungkapan dan Transparansi	15
6	Tanggung jawab dewan komisaris dan dewan direksi	20

Sumber : laporan CGPI

3.6.1.2 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan terbagi dalam beberapa kategori. Struktur kepemilikan terkonsentrasi dan menyebar. Secara spesifik kategori struktur kepemilikan meliputi kepemilikan oleh institusi domestik, asing, pemerintah, karyawan dan individual (Xu, 1997). Struktur kepemilikan yang dibahas dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan perusahaan yang menyebar dan terkonsentrasi. Perhitungannya dengan menggunakan *herfindahl index* agar diketahui tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan :

"

$$Herf_ind = \sum_{i=1} s_i^2$$

sumber; Jacelly et.al (2008)

Keterangan :

Herd_ind : herfdahl index

s_i : persentasi kepemilikan pemegang saham

n dan i : jumlah pemegang saham dalam perusahaan

3.6.1.3 *Over-investment*

Kemungkinan adanya *over-investment* atau *under-investment* pada model penelitian ini diidentifikasi dengan menggunakan ciri – ciri khusus perusahaan *ex-ante* yang mungkin dapat mempengaruhi investasi. Pengukuran berfokus pada aspek likuiditas perusahaan dengan menggunakan dua variabel seperti pada penelitian sebelumnya (Jensen, 1986; Blanchard *et.al*,1994) variabel pertama adalah dengan menggunakan saldo kas perusahaan yang didasarkan pada argument bahwa perusahaan tanpa uang tunai yg cukup, perusahaan cenderung mengalami keterbatasan dalam membuat keputusan investasi sehingga lebih berpeluang terjadi *under-invesment*, atau perusahaan dengan saldo kas yang besar lebih mungkin untuk menghadapi *agency problem* dan *over-investment*, variabel kedua adalah dengan menggunakan *debt* perusahaan. Perusahaan dengan *debt* yang tinggi lebih mungkin untuk mengalami masalah atas *debt* sehingga akan memaksa perusahaan untuk melakukan *under-investment* (Myers, 1977).

Sampel diranking dan dibagi ke dalam desil berdasarkan nilai kas dan tingkat *debt* (*debt* dikali minus satu) masing – masing, lalu diberi skala dengan rentang nol sampai satu. OverI merupakan nilai rata-rata dari skala nilai kas dan tingkat *debt*. Besaran variabel OverI meningkat dalam kondisi kemungkinan terjadinya *over-*

investment (yaitu kondisi perusahaan memiliki nilai kas sangat tinggi dan nilai *debt* sangat rendah) dan menurun dalam kondisi kemungkinan terjadinya *under-investment* (kondisi perusahaan yang memiliki nilai kas rendah dan nilai *debt* tinggi).

3.6.2 Variabel Dependen

3.6.2.1 Investasi

Varibel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau menjadi akibat karena variabel bebas. Variabel ini tergantung dari perubahan variabel bebas. variabel dependen dalam penelitian ini adalah efisiensi investasi, untuk menghitung efisiensi investasi penulis mengikuti Richardson (2006), yaitu :

$$I_{TOTAL,t} = CAPEX_t + Acquisitions_t + RD_t - SalePPE_t$$

Keterangan :

I_{TOTAL} : Total investasi dalam satu tahun

$CAPEX_t$: *Capital expenditures*

$Acquisitions_t$: aktifitas akuisisi perusahaan dalam 1 tahun

RD_t : *Research and development expenditure*

$SalePPE_t$: *Sales property plant equipment*

3.6.3 Variabel Kontrol

a. *Market to book ratio*

Variabel kontrol ini digunakan untuk mengukur peluang pertumbuhan. Li (2008) menemukan perusahaan dengan MBRATIO atau tingkat pertumbuhan tinggi memiliki proses bisnis yang lebih kompleks. Maka, diduga MBRATIO berhubungan positif dengan investasi perusahaan.

b. *Cash*

Tingkat *cash* perusahaan digunakan sebagai proxy peluang terjadinya *over-investment*, perusahaan dengan

tingkat *cash* yang tinggi, lebih berpeluang terjadi *over-investment*.

c. *Leverage*

Tingkat *leverage* perusahaan digunakan sebagai proxy peluang terjadinya *under-investment*, perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi, lebih berpeluang terjadi *under-investment*.

3.7 Model Analisis

Untuk mempelajari efek dari corporate governance dan struktur kepemilikan pada efisiensi investasi atau keputusan investasi. Model ini mengadaptasi penelitian yang dilakukan oleh Steela Maharani (2011). Penelitian ini mengubah salah satu variabel dengan konsentrasi kepemilikan sebagai proksi dari struktur kepemilikan perusahaan. Corporate governance dan struktur kepemilikan diprediksi memiliki hubungan terhadap investasi yang dilakukan oleh perusahaan. OverI meningkat dalam kondisi yang memungkinkan terjadi *overinvestment* dan menurun dalam kondisi *Underinvestment*. Oleh karena itu koefisien β_1 mengukur hubungan antara struktur kepemilikan terhadap investasi dalam kondisi kemungkinan besar terjadi *under-investment* dan jumlah koefisien $\beta_1 + \beta_2$ mengukur hubungan antara kualitas pelaporan keuangan dan investasi dalam kondisi kemungkinan besar terjadi *over-investment*. Oleh karena itu model penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$INVST_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 CASH_{i,t+1} + \beta_3 LEVERAGE_{i,t+1} + \beta_4 CG_{i,t} + \beta_6 MBRATIO_{i,t} + \varepsilon$$

sumber: Verdi (2006)

Keterangan:

- $INVST_{i,t+1}$: Total dari biaya riset dan pengembangan, *capital expenditure*, dan biaya akuisisi dikurangi dengan kas diterima dari penjualan PPE dikali 100 diskala dengan total asset tahun sebelumnya

- $OC_{i,t}$: *Ownership Concentration*, diukur dengan proksi kepemilikan terkonsentrasi atau menyebar, menggunakan *herfindahl index*.
- $CASH_{i,t+1}$: Tingkat kepemilikan kas perusahaan, sebagai proksi *over - investment*
- $Leverage_{i,t+1}$: Tingkat leverage perusahaan, sebagai proksi *Under - investment*
- $CG_{i,t}$: nilai *corporate governance* yang dinilai dengan indeks hasil riset IICG (*Indonesia institute of Corporate Governance*)
- $MBRATIO_{i,t}$: *market to book ratio*

Tabel 3.2 Operasionalisasi Variabel

Variabel	Definisi	Parameter
Variabel Dependent: • Efisiensi investasi	• Investasi perusahaan baik asset, atau proyek2 lain yg dilakukan oleh perusahaan.	• Investasi perusahaan total
Variabel Independent: • Corporate governance performance index • konsentrasi kepemilikan	• Sistem kelola perusahaan yang lebih baik, penilaian penerapan corporate governance di perusahaan. • Struktur kepemilikan yang dilihat dari kepemilikan saham (konsentrasi) baik menyebar atau terkonsentrasi	• CGPI • Herfindahl Index
Variabel Kontrol: • Cash • Leverage • Market to book ratio	• Tingginya <i>cash over-investment</i> • Semakin besar tingkat leverage, berpeluang <i>under-investment</i> • Tingkat pertumbuhan perusahaan	• Besar <i>cash</i> yang dimiliki perusahaan • Besar tingkat leverage perusahaan • Market to book ratio

3.7.1 Uji R-square, Uji t dan Uji F

Untuk meneliti apakah keputusan menerima atau menolak hipotesa dan menguji keberartian parameter dalam regresi, dapat dilakukan dengan *R-square*, Uji t, dan Uji F (Widarjono, 2009) :

1. Uji *R-square*

Uji ini dilakukan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen. *R-square* tersebut masih dipengaruhi oleh jumlah variabel independen dalam model, semakin banyak variabel independen yang digunakan maka akan semakin besar nilai *R-square*. Oleh karena itu untuk menghilangkan adanya pengaruh jumlah variabel independen di dalam model, maka digunakan *R-square* yang sudah disesuaikan atau *adjusted R-square*. Semakin besar R^2 , maka makin baik model regresi karena variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen dan sebaliknya.

2. Uji F

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah model dalam penelitian ini dapat digunakan atau tidak. Signifikansi diketahui dengan membandingkan nilai probabilitas, jika $p\text{-value} < \alpha$ (0.05), maka model dalam penelitian ini dapat digunakan.

3. Uji nilai t

Uji ini digunakan untuk melihat tingkat signifikansi pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Nilai t dihitung sebagai rasio dari taksiran parameter dibagi dengan standard error-nya dan digunakan dalam pengujian hipotesis nol yang menyatakan bahwa nilai koefisien sama dengan nol. Keputusan penerimaan atau penolakan hipotesis ini berdasarkan perbandingan antara nilai t hitung dengan nilai t tabel.

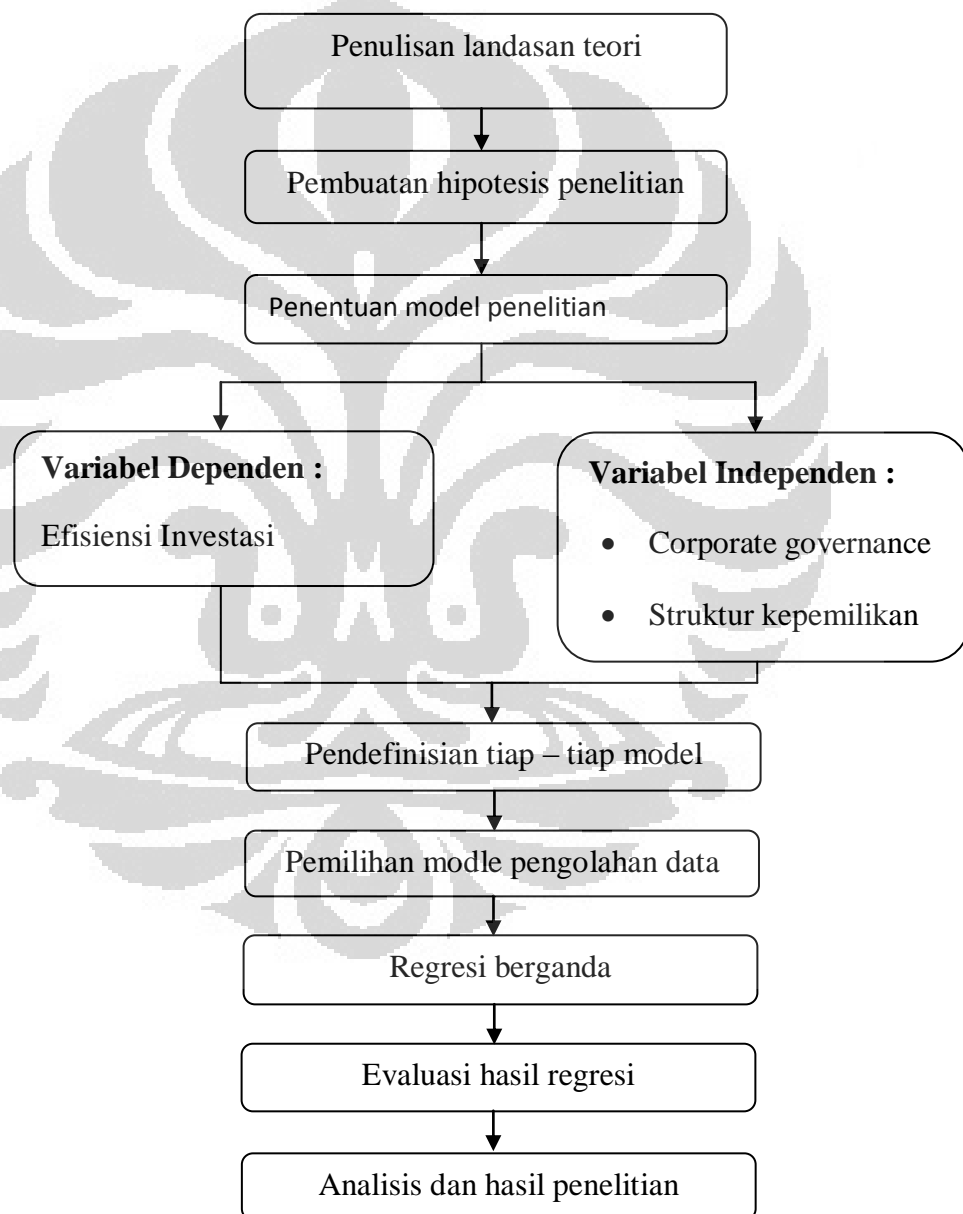
Penolakan hipotesis nol pada kondisi nilai absolut t hitung melebihi nilai t tabel.

3.8 Tahapan Penelitian

Tahap – tahap pekerjaan dalam etodologi penelitian ditunjukkan oleh *flow chart* berikut.

Gambar 3.1

Tahap – tahap pekerjaan dalam Metodologi Penelitian



BAB IV

ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai proses dan pembahasan hasil dari pengolahan data penelitian yang dilakukan. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis Regresi Berganda (*Multiple Regression Analysis*). Pengolahan data tersebut menggunakan program *Statistical Package for Social Science* (SPSS) versi 20 dan *Microsoft Excel* 2007. Sebelum dilakukan pembahasan pada hasil analisis, akan dilakukan uji – uji yang mendukung analisis regresi berganda yaitu uji penyimpangan asumsi klasik.

4.1 Deskripsi Data Penelitian

Data yang dijadikan deskripsi hasil penelitian adalah Investasi (Invest), Corporate Governance Performance Index (CGPI), Konsentrasi Kepemilikan (*herfdhl_index*), *cash* (Cash), *Leverage* (*fin_leverage*) dan *market to book ratio* (*mtb_ratio*) data yang berhasil dikumpulkan diolah untuk mendapatkan statistik frekuensi yang meliputi perhitungan nilai terendah (minimum), tertinggi (maksimum), rata – rata (mean), nilai tengah (median) dan standar deviasi.

Berikut tabel statistik deskriptif yang didapat dari sampel penelitian, yaitu perusahaan yg terdaftar pada BEI serta perusahaan yg mengikuti penilaian *Corporate Governance Performance Index*. Periode waktu yang diambil untuk semua data adalah dari 1 Januari 2007 sampai dengan 31 Desember 2010. Data laporan keuangan didapatkan dari Pusat Data Ekonomi dan Bisnis (PDEB) FEUI dan Bursa Efek Indonesia (BEI), data *corporate governance* didapatkan dari perpustakaan dan penelitian majalah SWA. Statistik deskriptif harga CPO ditampilkan pada tabel di bawah ini :

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif Variabel – Variabel Penelitian

	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev
INVEST	2623.48	21828.00	11.00	4278.84255
CGPI	79.59	91.67	60.21	6.66511
HERFDHL_INDEX	0.54	1.00	0.00	0.17880
CASH	2423.84	11065.00	1.00	2675.29983
FIN_LEVERAGE	1.95	9.52	0.05	1.34825
MTB_RATIO	0.66	3.63	0.00	0.62467

Sumber : Hasil olahan data peneliti

Dari hasil tabel diatas, menunjukkan nilai rata – rata (mean) dari investasi (variabel dependent) sebesar 2623.4882, untuk variabel - variabel independent, nilai rata – rata (mean) dari cgpi sebesar 79.5941 dimana dalam kategori penilaian performa *corporate governance*, perusahaan – perusahaan di Indonesia memiliki tingkat keterpercayaan sebagai perusahaan yg “Terpercaya”. Kemudian konsentrasi kepemilikan (herfdhl_index) memiliki nilai rata – rata (mean) 0.5452, dapat diartikan bahwa perusahaan – perusahaan sample tingkat konsentrasi kepemilikannya “terkonsentrasi”. Untuk variabel cash, financial leverage dan market to book ratio masing – masing memiliki nilai rata – rata (mean) 2423.8417, 1.9555 dan 0.6673.

Nilai maximum dari tiap – tiap variabel yang didapatkan dari sampel masing – masing variabel sebesar 21828.00 (invest), 91.67 (cgpi, sangat terpercaya), 1.00 (herfdhl_index, terkonsentrasi), 11065.00 (cash), 9.52 (fin_leverage) dan 3.63 (mtb_ratio).

4.2 Uji Asumsi Klasik

Uji ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah model Regresi Linier Berganda yang digunakan untuk analisis telah memenuhi asumsi klasik. Gujarati (1993, p. 153-224), menyatakan ada tiga penyimpangan klasik yang dapat terjadi dalam Mode Regresi Linier Berganda, yaitu terjadinya Multikolinearitas,

Heteroskedasitas, dan Autokorelasi. Menurut Mursinto (1993, p 26), apabila terjadi penyimpangan klasik berarti bahwa model yang digunakan tidak dapat dipakai lagi, oleh karenanya perlu didekteksi terlebih dahulu. Model Regresi Linier Berganda akan lebih tepat digunakan dan menghasilkan nilai akurat, apabila memenuhi asumsi berikut ini :

4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas adalah uji yang dilakukan untuk melihat apakah dalam sebuah model regresi, variabel bebas dan variabel terikat-nya atau keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak Uji ini perlu dilakukan karena semua perhitungan statistik parametrik memiliki asumsi normalitas sebaran. Untuk melihat normalitas data dilakukan dengan mengamati *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif residual dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Jika residual berasal dari distribusi normal, maka nilai-nilai distribusi data akan terletak di sekitar garis lurus yang merupakan garis dari distribusi normal (Sarwoko, 2005).

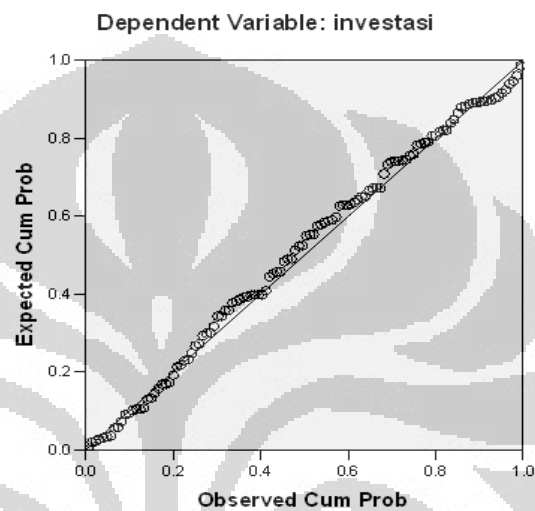
Apabila terjadi kemungkinan data yang digunakan ternyata sebarannya tidak normal maka dapat dilakukan hal berikut ini:

1. Jika ketidaknormalannya tidak terlalu parah, maka analisis dapat tetap digunakan. Ada beberapa analisis statistik yang dapat bertahan dengan kondisi ketidaknormalan ini (disebut memiliki sifat *robust*), misalnya F-stat dan t-stat.
2. Menghilangkan nilai-nilai yang ekstrim, baik atas atau bawah. Nilai ekstrim ini disebut *outlier*. Pertama perlu dibuat grafik, dengan sumbu x sebagai frekuensi dan y sebagai semua nilai yang ada dalam data. Dari grafik tersebut akan terlihat nilai mana yang sangat jauh dari kelompoknya. Nilai tersebut yang kemudian perlu dihilangkan dari data, dengan asumsi nilai ini muncul akibat situasi yang tidak biasa. Untuk mendapatkan *outlier* ini dapat digunakan SPSS dengan menggunakan *Casewise Diagnostics*.

3. Tindakan lain yang dapat dilakukan adalah dengan mentransform data yang akan digunakan ke dalam bentuk yang lain, misalnya dengan transformasi dalam bentuk akar kuadrat dan log 10.

Gambar 4.1 Uji Normalitas

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Dari plot di atas terlihat bahwa titik-titik data tersebar di sekitar garis lurus. Jadi asumsi kenormalan terpenuhi. Uji statistik lain yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik Kolmogorov-Smirnov (K – S). Uji K–S dilakukan dengan membuat hipotesis:

Hipotesis:

H_0 : Data residual berdistribusi normal

H_1 : Data residual tidak berdistribusi normal

Tabel 4.2

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		118
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.63919784
Most Extreme Differences	Absolute	.053
	Positive	.038
	Negative	-.053
Kolmogorov-Smirnov Z		.575
Asymp. Sig. (2-tailed)		.895

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Indonesia

Besarnya nilai kolmogorov-smirnov adalah sebesar 0,575 dan signifikan pada 0,895. Hal ini berarti H_0 diterima Karena nilai Asymp. Sig.> taraf signifikan (α), yaitu $0,895 > 0,05$. Artinya data residual berdistribusi normal.

4.2.2 Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah dugaan adanya korelasi antara eror dalam observasi atau dengan kata lain munculnya suatu data dipengaruhi oleh data sebelumnya. Autokorelasi sering terjadi pada data time series, namun karena data panel merupakan data gabungan data time series dan cross sectional maka terdapat kemungkinan terjadinya autokorelasi. Untuk mendeteksi autokorelasi ini dapat dilakukan dengan melihat nilai Durbin-Watson pada output Eviews.

Jika DW-stat berkisar pada angka 2 maka tidak terdapat autokorelasi, jika DW bernilai 0 maka terdapat autokorelasi positif, dan jika bernilai 4 maka terdapat autokorelasi negatif (Sarwoko, 2005). Nachrowi (2006) mengatakan bahwa penggunaan FEM dalam pengolahan data panel dapat mengabaikan uji autokorelasi. Hal ini disebabkan korelasi antara komponen eror atau residual dengan variabel bebas sulit terpenuhi. Di bawah ini aturan untuk membandingkan DW-stat dengan tabel DW:

Tabel 4.3
Aturan Membandingkan DW-stat dengan Tabel DW

Autokorelasi Positif	Tidak tahu	Tidak ada autokorelasi	Tidak tahu	Autokorelasi Negatif		
0	d_L	d_U	2	$4-d_U$	$4-d_L$	4

Sumber: Nachrowi, 2006

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi maka dilakukan pengujian Durbin Watson (DW) dengan ketentuan sebagai berikut (Makridakis dkk, 1983):

- a. $1,65 < DW < 2,35 \rightarrow$ tidak ada autokorelasi
- b. $1,21 < DW < 1,65$ atau $2,35 < DW < 2,79 \rightarrow$ tidak dapat disimpulkan
- c. $DW < 1,21$ atau $DW > 2,79 \rightarrow$ terjadi autokorelasi.

Tabel 4.4 Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.698 ^a	.488	.465	.65331	1.906

a. Predictors: (Constant), mtb_ratio, cash, herfdhl_index, fin_leverage, cgpi

b. Dependent Variable: investasi

Pada tabel Model Summary terbaca nilai Durbin Watson =1.906. Nilai ini berada pada selang $1,65 < DW < 2,35$. Sehingga menurut metoda pengujian Durbin Watson (DW), dapat disimpulkan bahwa autokorelasi tidak terjadi. Dengan demikian, asumsi non-autokorelasi terpenuhi.

4.2.3 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas merupakan suatu gejala persamaan regresi yang diduga terdapat korelasi yang cukup kuat antara variabel bebas dalam persamaan regresi tersebut (Nachrowi, 2006). Untuk mengatasi multikolinearitas dapat dilakukan dengan menghilangkan variabel yang tidak signifikan, transformasi data, atau dengan menggunakan data panel karena dengan digabungkannya N dan T maka akan tercipta kombinasi individu yang berbeda-beda

Cara lainnya untuk mendeteksi multikolinearitas adalah korelasi parsial menggunakan pairwise correlation matrix. Selanjutnya, menurut Gujarati (2003), salah satu ciri adanya gejala multikolinearitas adalah model mempunyai R² yang tinggi (di atas 0.8) tetapi hanya sedikit variabel bebas yang signifikan mempengaruhi variabel terikat melalui uji t.

Multikolinieritas dapat dilihat dari nilai tolerance dan juga Variance Inflation Factor (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Dalam pengertian sederhana setiap variabel independen menjadi variabel dependen (terikat) dan diregres terhadap variabel independen lainnya. Tolerance mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai tolerance yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (karena $VIF = 1/Tolerance$). Nilai cutoff yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai Tolerance $< 0,01$ atau sama dengan nilai VIF > 10 .

Tabel 4.5 Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	cgpi	.527	1.897
	herfdhl_index	.842	1.187
	cash	.548	1.826
	fin_leverage	.835	1.198
	mtb_ratio	.816	1.226

a. Dependent Variable: investasi

Hasil perhitungan nilai Tolerance menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai Tolerance kurang dari 0,01 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen. Hasil perhitungan VIF juga menunjukkan hal yang sama, tidak ada satu variabel independen yang memiliki nilai VIF yang lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi.

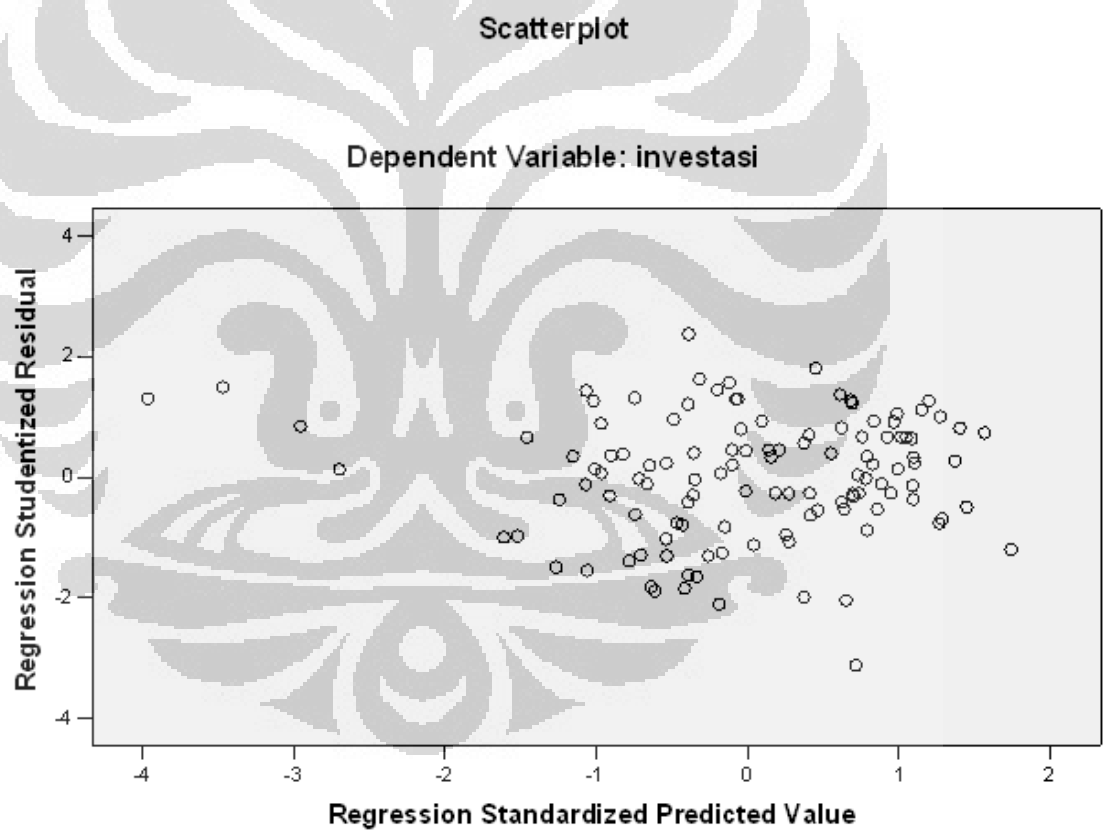
4.2.4 Uji Heterokedastitas

Secara informal, heteroskedastitas dapat dideteksi dengan melihat pola grafik residual (sketerngam residual kuadrat). Salah satu pengujian formalnya adalah dengan menggunakan uji white. Uji white dapat dilakukan dengan bantuan piranti lunak E-views. Jika terdapat gejala heteroskedastisitas, maka dapat dilakukan inferensi dengan bantuan

software E-views yaitu dengan memilih *white* pada pilihan *Heteroscedasticity Consistent Coefficient Covariance*.

Ada beberapa cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas, salah satunya adalah dengan memakai metoda visual yaitu dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (dependen) dengan residualnya. Jika penyebarannya tidak membentuk suatu pola tertentu seperti meningkat atau menurun, maka keadaan homoskedasitas terpenuhi. Bila tidak, kita harus mempertanyakan asumsi varians konstan dari Y terhadap nilai-nilai X.

Gambar 4.2 Uji Heterokedasitas



Dari gambar di atas terlihat bahwa penyebaran nilai-nilai residual terhadap harga-harga prediksi tidak membentuk suatu pola tertentu (meningkat atau menurun). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa homoskedasitas terpenuhi atau tidak adanya heteroskedastisitas.

4.3 Model Regresi Berganda

Untuk meneliti apakah keputusan menerima atau menolak hipotesa dan menguji keberartian parameter dalam regresi, dapat dilakukan dengan Uji *R-square*, Uji T, dan Uji F (Widarjono, 2009) :

1. Uji *R-square*

Uji ini dilakukan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen. *R-square* tersebut masih dipengaruhi oleh jumlah variabel independen dalam model, semakin banyak variabel independen yang digunakan maka akan semakin besar nilai *R-square*. Oleh karena itu untuk menghilangkan adanya pengaruh jumlah variabel independen di dalam model, maka digunakan *R-square* yang sudah disesuaikan atau *adjusted R-square*. Semakin besar R^2 , maka makin baik model regresi karena variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen dan sebaliknya.

Tabel 4.6 Hasil Uji *R-Square*

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin watson
1	.698 ^a	.488	.465	.65331	1.906

- a. Predictors : (constant), *mtb_ratio*, *cash*, *herfdhl_index*, *fin_leverage*, *cgpi*
- b. Dependent variabel : investasi

Dari hasil uji *R-square* didapatkan nilai 0.465, hal ini menunjukkan bahwa variabel *mtb_ratio*, *cash*, *herfdhl_index*, *fin_leverage*, *cgpi* mampu menjelaskan variabel investasi sebesar 46.5% sedangkan sisanya 54.5% dijelaskan oleh variabel lain.

2. Uji F

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah model dalam penelitian ini dapat digunakan atau tidak. Signifikansi diketahui dengan membandingkan nilai probabilitas, jika $p\text{-value} < \alpha (0.05)$, maka model dalam penelitian ini dapat digunakan.

Tabel 4.7 Hasil Uji F

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	45.534	5	9.107	21.336	.000 ^a
	Residual	47.803	112	.427		
	Total	93.337	117			

a. Predictors: (Constant), mtb_ratio, cash, herfdhl_index, fin_leverage, cgpi

b. Dependent Variable: investasi

Dari hasil uji tersebut diketahui bahwa model yang digunakan untuk penelitian ini dapat digunakan, dapat dilihat dari nilai F yang didapat sebesar 21.336, dan nilai signifikansi $p\text{-value} < \alpha (0.05)$ sehingga hipotesis nihil (H_0) ditolak dan hipotesis kerja (H_1) yang diajukan dalam penelitian ini terbukti kebenarannya.

3. Uji nilai t

Uji ini digunakan untuk melihat tingkat signifikansi pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Nilai t dihitung sebagai rasio dari taksiran parameter dibagi dengan standard error-nya dan digunakan dalam pengujian hipotesis nol yang menyatakan bahwa nilai koefisien sama dengan nol. Keputusan penerimaan atau penolakan hipotesis ini berdasarkan perbandingan antara nilai t hitung dengan nilai t tabel. Penolakan hipotesis nol pada kondisi nilai absolut t hitung melebihi nilai t tabel.

Cara yang digunakan adalah dengan melihat *level of significant* ($=0.05$) masing – masing variabel bebas. Jika nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 maka H_0 ditolak dan H_1 diterima.

Tabel 4.8 Hasil Uji t

		Coefficients ^a						Collinearity Statistics	
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF	
		B	Std. Error	Beta					
1	(Constant)	2.605	4.082		.638	.525			
	cgpi	-1.239	2.259	-.051	-.548	.585	.527	1.897	
	herfdhl_index	1.077	.474	.168	2.275	.025	.842	1.187	
	cash	.883	.112	.720	7.878	.000	.548	1.826	
	fin_leverage	.749	.235	.235	3.181	.002	.835	1.198	
	mtb_ratio	.030	.153	.015	.196	.845	.816	1.226	

a. Dependent Variable: investasi

4.4 Analisis Pembahasan

4.4.1 Variabel Corporate Governance Terhadap Investasi

H_1 = Terdapat pengaruh positif antara Corporate Governance terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Pengujian hipotesis ini membuktikan bahwa *corporate governance* tidak memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi. Berdasarkan Tabel 4.8 dapat dilihat bahwa nilai t yg didapatkan sebesar -0.548 dan *level of significant* sebesar 0.585. Maka nilai significant sebesar $0.585 > \alpha = 0.05$ mengartikan penerimaan H_0 sehingga cgpi tidak mempengaruhi investasi.

Hasil penelitian ini memperkuat hasil penelitian sebelumnya oleh Stella Maharani (2011) dimana *Corporate Governance Performance Index* tidak berhubungan signifikan dengan efisiensi investasi pada perusahaan yang berpeluang *over-investment* atau *under-investment*. Secara umum, *corporate governance* adalah sistem dan struktur yang baik untuk mengelola perusahaan dengan tujuan meningkatkan nilai pemegang saham

serta mengakomodasi berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan (stakeholders) seperti kreditor, pemasok, asosiasi bisnis, konsumen, pekerja, pemerintah dan masyarakat luas.

Corporate governance merupakan suatu sistem kelola perusahaan, tidak adanya penjelasan secara langsung mengenai bagaimana *corporate governance* mempengaruhi investasi perusahaan. Akan tetapi, jika pelaksanaan *corporate governance* dilakukan secara menyeluruh pada aspek – aspek di perusahaan, dalam hal ini agar dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi perusahaan.

4.4.2 Variabel Konsentrasi Kepemilikan (*herfdhl_index*) Terhadap Investasi

H₂ : Terdapat pengaruh positif antara struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Pengujian hipotesis ini membuktikan bahwa konsentrasi kepemilikan sebuah perusahaan memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi. Nilai t statistic dan nilai significant yang didapatkan untuk variabel konsentrasi kepemilikan sebesar 2.275 dan 0.025. nilai significant $0.025 < \alpha = 0.05$ mengartikan konsentrasi kepemilikan mempengaruhi investasi. Setiap kenaikan variabel konsentrasi kepemilikan sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan variabel investasi sebesar 0.168 dengan menganggap variabel lain bernilai 0. Hasil penelitian ini serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Jianhui dan Yunyun (2010) adanya korelasi positif antara rasio pemegang saham terhadap tingkat investasi (*over-investment* atau *under-investment*)

Gunarsih (2004) menyatakan bahwa kepemilikan perusahaan merupakan salah satu mekanisme yang dapat

dipergunakan agar pengelola melakukan aktivitas sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Manajemen sebagai *agent* yang bekerja untuk mengelola perusahaan serta meningkatkan pendapatan perusahaan.

4.4.3 Variabel Kontrol

4.4.3.1 Cash

Tabel hasil uji t diatas menunjukkan nilai t statistic dan significant untuk variabel cash terhadap investas sebesar 7.878 dan 0.000. nilai signifikan yang didapatkan $< \alpha = 0.05$ maka diartikan penolakan pada H_0 sehingga cash mempengaruhi investasi. Setiap kenaikan pada variabel cash sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan variabel investasi sebesar 0.720 dengan menganggap variabel lain bernilai 0.

Perusahaan dengan tingkat *cash* yang besar memiliki kesempatan yang lebih besar untuk merusak nilai kegiatan investasi, seperti *over-investment* (Jensen, 1986; Blanchard, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1994; Harford, 1999; Opler et al., 1999; Richardson, 2006).

4.4.3.2 Leverage

Nilai t statistic dan nilai significant yang didapatkan untuk variabel leverage sebesar 3.181 dan 0.002 nilai significant $0.002 < \alpha = 0.05$ mengartikan penolakan H_0 sehingga leverage mempengaruhi investasi. Setiap kenaikan variabel konsentrasi kepemilikan sebesar 1 poin akan mengakibatkan kenaikan variabel investasi sebesar 0.235 dengan menganggap variabel lain bernilai 0.

Perusahaan dengan tingkat *leverage* atau nilai hutang yg tinggi dapat berpengaruh terhadap pengambilan keputusan untuk

investasi, yg mana lebih berhati-hati dalam melakukan investasi, menjadikan peluang *under-investment* lebih besar, karena kurangnya ketersediaan kas dan adanya beban hutang perusahaan yang lebih besar.

4.4.3.3 Market to book ratio

Tabel diatas menunjukkan nilai t yg didapatkan sebesar 0.196 dan *level of significant* sebesar 0.845. Maka nilai significant sebesar $0.845 > \alpha = 0.05$ mengartikan penerimaan H_0 sehingga *market to book ratio* tidak mempengaruhi investasi secara signifikan.

Tabel 4.9 Ringkasan Hasil Penelitian

Judul penelitian	Pertanyaan Penelitian	Hipotesis Penelitian	Hasil Penelitian
Analisis pengaruh <i>Corporate Governance</i> dan Struktur Kepemilikan Terhadap Efisiensi Investasi	<ul style="list-style-type: none"> Apakah pelaksanaan <i>corporate governance</i> yang dilihat dari <i>corporate governance performance index</i> mempengaruhi efisiensi investasi yang dinilai dari <i>over / under investment</i> pada perusahaan 	<ul style="list-style-type: none"> H_{01} : adanya pengaruh <i>corporate governance</i> terhadap efisiensi investasi. H_{a1} : tidak ada pengaruh <i>corporate governance</i> terhadap efisiensi investasi 	<ul style="list-style-type: none"> Menolak H_{01}, menerima H_{a1}. Tidak terdapat pengaruh antara <i>corporate governance</i> terhadap efisiensi investasi
	<ul style="list-style-type: none"> Apakah struktur kepemilikan perusahaan yang dilihat dari konsentrasi kepemilikan berpengaruh pada efisiensi investasi yang dinilai dari <i>over / under investment</i> pada perusahaan 	<ul style="list-style-type: none"> H_{01} : Terdapat pengaruh positif antara struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi perusahaan. 	<ul style="list-style-type: none"> Menerima H_{01}, terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap efisien

		<ul style="list-style-type: none"> • H_{a1} : tidak ada pengaruh positif antara struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi perusahaan 	investasi
--	--	--	-----------

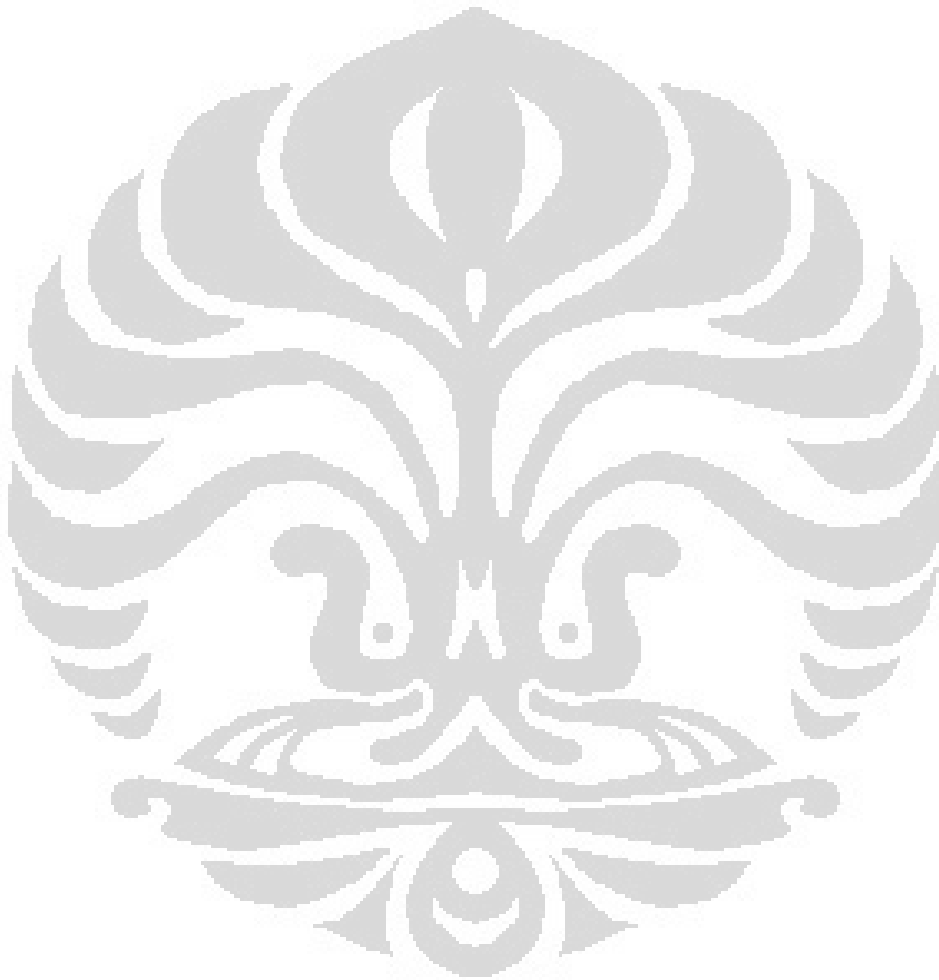
4.5 Implikasi Manajerial

Penerapan *Corporate governance* pada perusahaan – perusahaan di Indonesia semakin baik, dapat dilihat dari kenaikan skor CGPI dari tahun ke tahun, 80.65 pada tahun 2007 kemudian mengalami penurunan menjadi 77.87 pada 2008, selanjutnya 81.63 dan 81.72 pada tahun 2009 dan 2010. Membuktikan adanya perbaikan tingkat penerapan *corporate governance* pada perusahaan – perusahaan dan dapat menjadikan sebagai lahan para investor untuk menanamkan modalnya. Hasil penelitian mendapatkan tidak adanya pengaruh *corporate governance* terhadap efisiensi investasi, sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Stella Maharani (2011), serta dikarenakan *corporate governance* merupakan sebuah sistem kelola perusahaan bukan pengambilan keputusan perusahaan.

Mekanisme *corporate governance* dan pembuatan kebijakan investasi perusahaan dianggap sebagai aktivitas yang saling independen. Pelaksanaan *corporate governance* yang belum maksimal dilaksanakan oleh perusahaan menyebabkan tidak dapat mengontrol dan mengawasi proses pembuatan keputusan investasi.

Sedangkan pada variabel konsentrasi kepemilikan, dari hasil pengolahan data peneliti konsentrasi kepemilikan perusahaan di Indonesia terkonsentrasi melihat hasil statistic deskriptif yang menunjukkan nilai 0.54, 0.53, 0.55 dan 0.58 untuk tahun 2007 sampai dengan 2010. Adanya

kepentingan pemegang saham untuk menaikkan nilai yang mereka miliki pada perusahaan, memiliki pengaruh dalam pengambilan keputusan investasi perusahaan. Dikatakan oleh Jianhui dan Yunyun (2010) pemilik saham tertinggi mempengaruhi *overinvestment* sedangkan pemegang saham kedua mengurangi terjadinya *overinvestment*.



BAB V PENUTUP

5.1 Simpulan

Kesimpulan dari hasil pembahasan pada Bab IV yang telah diuraikan diatas adalah sebagai berikut :

1. Dari hasil penelitian ini menunjukkan tidak adanya hubungan yang signifikan antara pelaksanaan *Corporate Governance* yang dilihat dari *corporate governance performance index* dengan efisiensi investasi, hasil ini konsisten dengan penelitian – penelitian terdahulu oleh Stella Maharani (2011, Indonesia) dan High Beam Research (2008, Pakistan), hal ini membuktikan bahwa pelaksanaan *corporate governance* di perusahaan – perusahaan tidak mempengaruhi pengambilan keputusan investasi perusahaan, serta pelaksanaan *corporate governance* itu sendiri dirasa belum dilakukan secara menyeluruh pada perusahaan - perusahaan.
2. Penelitian ini juga menganalisis pengaruh konsentrasi kepemilikan perusahaan terhadap efisiensi investasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap efisiensi investasi. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian oleh Jianhui dan Yunyun (2010) adanya pengaruh positif dari konsentrasi kepemilikan terhadap tingkat investasi, Michael L. Lemmon dan Karl V. Lins (2008) juga menunjukkan hasil yang sama, bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki pengaruh terhadap tingkat investasi. Hal tersebut mengindikasikan bahwa konsentrasi kepemilikan merupakan salah satu aspek yang berkaitan dengan kebijakan investasi.

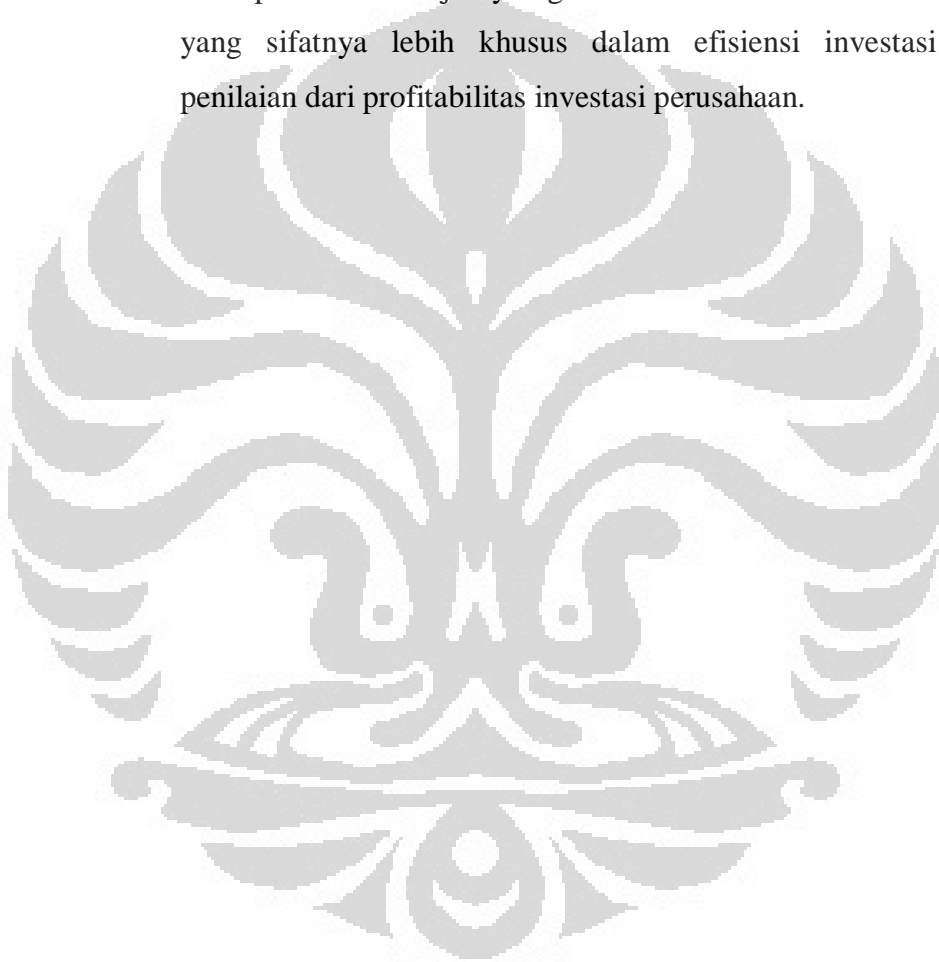
5.2 Saran

5.2.1 Untuk Pemerintah

Untuk pemerintah, membuat peraturan (*regulator*) atau *corporate governance system* yang dapat menyeluruh dalam perusahaan serta mewajibkan seluruh perusahaan untuk menjalankan *corporate governance* pada perusahaan.

5.2.2 Untuk Penelitian Selanjutnya

Pada penelitian selanjutnya agar menambahkan variabel – variabel yang sifatnya lebih khusus dalam efisiensi investasi seperti penilaian dari profitabilitas investasi perusahaan.



DAFTAR PUSTAKA

Buku

- Atmadja, L.S. Ph.D. 2009. *Statistika Untuk Bisnis dan Ekonomi* (Edisi Pertama). Yogyakarta
- Brigham., & Houston. 2009. *Fundamentals of Financial Management* (Ali Akbar Yulianto). Jakarta. Salemba Empat.
- Bodie., Keane., & Marcus. 2005. *Investments* (Zuliani Dalimunthe). Jakarta. Salemba Empat.
- Dollar, David., Jin Wei., & Shang. 2007. *Das (Wasted) Kapital: Firm ownership and Investment Efficiency in China*. International Monetary Fund
- Effendi, Muh. Arief. 2009. *The power of good corporate governance : Teori dan implementasi*. Jakarta.
- Kalangi, Josep Bintang. 2006. *Matematika Ekonomi dan Bisnis*. Salemba Empat. Jakarta.
- Nachrowi D Nachrowi. 2006, *Ekonometrika, untuk Analisis Ekonomi dan keuangan*, Cetakan Pertama, Jakarta: Lembaga Penerbit FEUI.
- Ross., Westerfield., & Jaffe. 2005. *Corporate finance* (seventh edition). Mc Graw Hill. Singapore.
- Ross., Westerfield., & Jordan. 2010. *Fundamentals of Corporate Finance (alternate edition)*. New York.
- Sarwoko, 2005. *Dasar-dasar Ekonometrika*, Edisi Pertama, Andi, Yogyakarta
- Tjager, I. Nyoman. 2003. *Corporate Governance : Tantangan dan kesempatan bagi komunitas bisnis Indonesia*. Jakarta.
- Widarjono, Agus. 2009. *Ekonometrika : Pengantar dan Aplikasinya*. Ekonisia, Yogyakarta
- Wijaya, Toni. 2012. *Cepat Menguasai SPSS 20 Untuk Olah dan Interpretasi Data*. Cahaya Atma Pustaka. Jakarta

Jurnal / Artikel cetak dan non cetak

- Eklund, J.E. 2007. *Corporate Governance and Investment in Scandinavia: Ownership and dual-class equity structure*. Jonkoping International business School and the Royal Institute of Technology.
- Hodgson, Et.al. 2000. *The Concept Of Investment Efficiency and Its Application to Investment Management Structures*. Institute of Actuaries and Faculty of Actuaries.
- Hafizah A.H. Devi S.S., Ph.D. *Corporate Governance, Ownership Structure and Earnings Quality : Malaysian Evidence*. Faculty of Business and Accountanci, Universiti Malaya.
- Irwin F. Frank H. *Efficiency of Corporate Investment*. University of Pennsylvania.
- Jensen M.C. Meckling W.H. 1976. *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics.
- Jianhui dan Yunun. 2010. *Ownership Structure and investment efficiency*. IEEE. International Conference on Future Information Technology and management Engineering.

- Maharani. S. 2011. *Corporate governance, kualitas pelaporan keuangan, Efisiensi Investasi*. Skripsi. FE-UI
- Matthew T. Billet. Jon A. Garfinkel. Yi jiang. 2011. *The Influence of Governance on Investment*. Journal of Financial Economics.
- Lemon, Michael L., &Lins, Karl V. 2008. *Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis*. Journal of Finance.
- Rahayu, Eva Martha. 2009. Perusahaan Terpercaya Pilihan Analis dan Investor. *Swa Magazine*, 84 – 86.
- Rahayu, Eva Martha. 2010. Mereka yang Terpercaya. *Swa Magazine*, 40 – 44.
- Sabrina, A.I. 2010. Pengaruh *Corporate Governance* dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan. Skripsi. FE UNDIP.
- Salami, A. King. 2011. *Analysis of the relationship between Share Ownership Structure, Corporate Governance Structure, and Corporate Investment Efficiency, Using GSE Market Data (2005-2009)*. Journal of Accounting and Finance vol. 11 (4) 2011.
- Sugiarsono, Joko. 2007. GCG, Antara Teori dan Praktik. *Swa Magazine*, 64 – 66c.
- Suryadi, Dede. 2008. Implementasi GCG di Mata Analis dan Investor. *Swa Magazine*, 102 – 108.
- Thomas S. Kaihatu. 2006. *Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia*. Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Petra.
- Verdi, R.S. 2006. *Financial reporting Qulity and Investment Efficiency*. University of Pennsylvania. Philadelphia.

Sumber lainnya :

www.idx.co.id

PDEB (Pusat Data Ekonomi dan Bisnis) FEUI

LAMPIRAN

Daftar Nama Perusahaan – Perusahaan Sampel

NAMA PERUSAHAAN
PT Adhi Karya
PT Aneka Tambang
PT Astra Graphia
PT Astra International
PT Astra Otoparts
PT Bakrie Land Development
PT Bakrie Telecom
PT Bank CIMB Niaga
PT Bank DKI
PT Bank Mandiri
PT Bank Negara Indonesia
PT Bank NISP
PT BFI Finance Indonesia
PT Bumi Resources
PT Citra Marga Nushapala Persada
PT Elnusa
PT Garuda Indonesia
PT Indosat
PT Jasa Marga
PT Kalbe Farma
PT Krakatau Steel
PT Medco Energi Internasional
PT Panorama Transportasi
PT Pembangunan Jaya Ancol
PT Perusahaan Gas Negara (persero)
PT Tambang Batubara Bukit Asam
PT Telekomunikasi Indonesia
PT Unilever Indonesia
PT United Tractors
PT Wijaya Karya

Data sampel penelitian dari tahun 2007 - 2010

Investasi	CGPI	Herfindahl index	Cash	Leverage	Market to Book Ratio
73	81.43	0.41	784	2.61	0.3
504	82.07	0.55	4743	1.32	0.21
58	80.3	0.59	151	1.32	0.39
2700	88.47	0.5	6264	1.3	0.29
33	73.89	0.77	367	0.82	0.09
146	68.57	0.44	1042	1.3	0.35
2000	67.93	0.62	295	2.21	0.24
1438	87.9	0.53	1727	1.4	0.82
15	73.42	0.55	260	2.19	0.65
932	88.66	0.51	5909	1.43	0.4
10135	80.93	0.6	3259	1.41	0.57
4300	79.54	0.6	616	1.4	0.64
14	72.48	0.24	108	2.85	1.23
9523	70.83	0.56	1311	0.51	0.04
894	69.34	0.55	151	1.78	0.32
16	77.3	0.48	106	1.44	0.93
2351.5	79.47	0.91	2948	3.68	0.34
7290	77.42	0.34	8053	2.21	0.36
1350	80.97	0.52	4000	9.52	3.27
42	79.7	0.26	1116	1.6	0.21
2351.5	79.87	1	636	2.53	0.31
4124	77.3	0.4	2430	7.39	0.37
33	60.21	0.5	2	2.27	1.53
113	67.33	0	271	1.28	0.48
2525	81.73	0.43	1232	2.65	0.02
182	80.93	0.54	2222	1.24	0.1
15138	84.32	0.5	10140	2.06	0.32
1191	86.92	0.75	437	1.41	0.05
1016	81.33	0.51	1036	1.61	0.12
57	68.53	0.55	1364	1.86	0.41
61	82.07	0.45	364	4.52	1.26
515	83.41	0.55	3284	1.06	0.78
189	82.13	0.62	132	1.7	1.23
7200	88.78	0.5	8785	1.29	0.95
32	74.32	0.89	525	0.8	0.1
388	69.17	0.45	740	0.83	3.63
3600	68.78	0.5	501	2.77	3.5
1800	88.3	0.63	2766	1.95	0.79
16	75.24	0.55	397	1.34	0.43

1682	89.86	0.51	8388	1.49	0.72
11653	81.45	0.64	4427	1.53	1.49
5205	79.83	0.6	829	1.43	0.89
26	74.49	0.25	315	3.84	1.8
16320	72.93	0.57	1662	1.72	1.19
195	69.66	0.32	78	3.55	0.78
551	78.28	0.35	401	1.35	1.86
3061.29	80.39	0.92	2601	1.77	0.47
10286	80.24	0.23	5737	2.52	0.22
1170	81.32	0.55	3906	1.38	1.11
186	79.93	0.26	1321	1.62	1.11
3061.29	80.7	1	1100	2.96	0.42
733	77.92	0.41	3369	1.24	1.31
12	60.55	0.52	1	1.9	1.36
196	68.82	0.53	308	1.48	1.56
1231	82.97	0.41	3499	7.35	0.19
429	81.23	0.44	3041	1.46	0.26
16461	87.25	0.5	6889	2.1	0.41
509	87.39	0.75	722	1.43	0.05
4951	83.42	0.52	3324	1.56	0.52
119	78.55	0.5	1051	1.85	1.05
61	81.54	0.45	306	3.24	1.03
594	85.87	0.55	2773	0.97	0.39
164	82.66	0.64	176	1.69	0.9
6900	89.1	0.5	8732	1.27	0.35
34	74.8	0.92	773	0.55	0.08
342	76.93	0.49	760	1.26	1.51
531	69.21	0.52	715	2.93	1.2
2380	88.37	0.63	2758	1.41	0.66
21	76.61	0.56	529	1.45	0.57
4716	90.65	0.51	8867	1.46	0.36
9375	81.63	0.64	4903	1.36	0.63
3905	80.32	0.6	754	1.4	0.71
11	75.37	0.27	165	3.02	1.3
16448	73.82	0.57	6186	3.35	0.33
108	71.35	0.41	96	4.24	0.83
320	81.74	0.35	1124	0.59	0.8
1590	81.55	0.75	1722	0.9	0.25
10670	80.39	0.49	2835	2.14	0.72
1080	81.62	0.55	3430	1.53	0.63
645	80.33	0.24	1562	1.69	0.38
18	80.75	1	1759	0.05	0.27
1587	80.39	0.5	2606	3.75	1.04

15	68.71	0.5	8	2.42	1.4
100	69.21	0.56	433	1.36	1.19
1824	82.63	0.51	6593	1.23	0.14
74	82.27	0.47	4709	1.3	0.15
21828	88.67	0.5	7805	2	0.63
700	87.95	0.75	858	1.38	0.04
3060	85.44	0.52	2769	1.38	0.21
209	80.34	0.49	1210	2.56	0.77
83	82.23	0.46	242	2.91	0.54
681	85.99	0.55	4308	1.16	0.41
172	84.59	0.64	211	1.34	0.5
4800	89.34	0.5	7005	1.02	0.27
206	76.99	0.92	485	0.5	0.03
1124	76.96	0.66	860	1.35	1.67
1605	69.42	0.67	333	1.91	0
18	91.42	0.94	2515	1.32	0.3
21	77.8	1	516	1.04	0.46
2326	91.67	0.52	9521	1.32	0.31
7927	84.58	0.52	5480	1.34	0.44
1230	81.47	0.7	895	1.89	0.46
103	75.89	0.28	334	2.55	0.69
6259	69.33	0.9	2260	3.53	0.33
276	72.41	0.36	405	1.33	0.67
100	82.55	0.35	724	2.13	0.84
945	85.26	0.75	1177	0.13	0.33
5970	81.76	0.47	2075	5.37	0.64
1780	82.65	0.52	4011	1.7	0.36
232	81.32	0.24	1901	1.39	0.19
1028	82.98	0.68	4193	0.93	0.53
1852	81.52	0.41	1595	1.38	0.73
28	69.97	0.53	3	4.55	0.87
316	70.34	0.56	328	1.4	0.8
1370	82.98	0.51	11065	1.45	0.14
799	84.11	0.48	5054	1.15	0.12
16518	89.04	0.5	9119	1.95	0.51
1310	89.38	0.75	317	1.34	0.03
3629	86.89	0.52	1343	1.33	0.15
417	81.76	0.47	1227	1.68	0.48

*Cash dan investasi dalam milyar

HASIL REGRESI PENELITIAN

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	mtb_ratio, cash, herfdhl_index, fin_leverage, cgpi	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: investasi

Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		118
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.000000
	Std. Deviation	.63919784
Most Extreme Differences	Absolute	.053
	Positive	.038
	Negative	-.053
Kolmogorov-Smirnov Z		.575
Asymp. Sig. (2-tailed)		.895

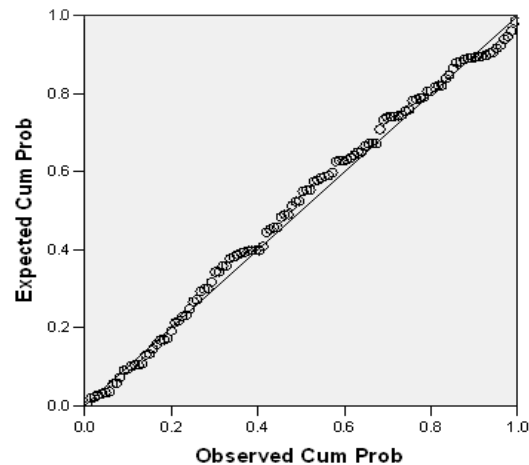
a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Grafik hasil Uji Normalitas

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

Dependent Variable: investasi



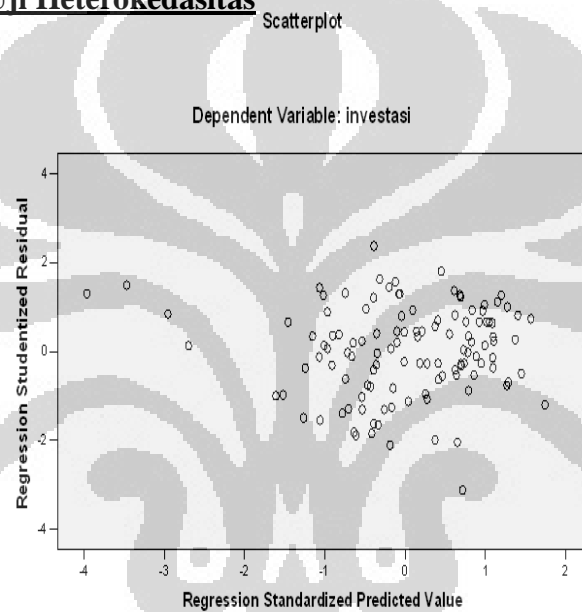
Hasil Uji Multikolinearitas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	cgpi	.527	1.897
	herf dhl_index	.842	1.187
	cash	.548	1.826
	f in_leverage	.835	1.198
	mtb_ratio	.816	1.226

a. Dependent Variable: investasi

Grafik Hasil Uji Heterokedasitas



Hasil Uji R-Square

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.698 ^a	.488	.465	.65331	1.906

a. Predictors: (Constant), mtb_ratio, cash, herf dhl_index, f in_leverage, cgpi

b. Dependent Variable: investasi

Hasil Uji F

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	45.534	5	9.107	21.336	.000 ^a
	Residual	47.803	112	.427		
	Total	93.337	117			

a. Predictors: (Constant), mtb_ratio, cash, herf_dhl_index, fin_leverage, cgpi

b. Dependent Variable: investasi

Hasil Uji T

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	2.605	4.082		.638	.525		
	cgpi	-1.239	2.259	-.051	-.548	.585	.527	1.897
	herf_dhl_index	1.077	.474	.168	2.275	.025	.842	1.187
	cash	.883	.112	.720	7.878	.000	.548	1.826
	fin_leverage	.749	.235	.235	3.181	.002	.835	1.198
	mtb_ratio	.030	.153	.015	.196	.845	.816	1.226

a. Dependent Variable: investasi