



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGARUH EFEKTIVITAS DEWAN KOMISARIS PADA  
HUBUNGAN KEPUTUSAN INVESTASI BARANG MODAL  
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**

**TESIS**

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

**MARGARET FEBRIKA HUTAJULU  
0906621312**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN  
JAKARTA  
JANUARI 2011**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

**Nama : Margaret Febrika Hutajulu**

**NPM : 0906621312**

**Tanda Tangan : **

**Tanggal : Januari 2011**

## HALAMAN PENGESAHAN

Karya Akhir ini diajukan oleh :  
Nama : Margaret Febrika Hutajulu  
NPM : 0906621312  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul Karya Akhir : Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris  
Pada Hubungan Keputusan Investasi Barang  
Modal Terhadap Nilai Perusahaan

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

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Ancella Anitawati Hermawan

(  )

Penguji : Dr. Muhammad Muslich

(  )

Penguji : Imo Gandakusuma, MBA

(  )

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 4 Januari 2011

## KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur hanya untuk Bapa di Surga atas segala tuntunan dan anugerah yang sangat berlimpah sehingga penulis dapat menyelesaikan Tesis yang berjudul “Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris pada Hubungan Keputusan Investasi Barang Modal terhadap Nilai Perusahaan”. Penulisan Tesis ini merupakan salah satu syarat yang harus dipenuhi untuk memperoleh gelar Magister Manajemen konsentrasi Manajemen Keuangan pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Dalam menyelesaikan tesis ini penulis banyak mendapatkan bantuan dari berbagai pihak secara langsung maupun tidak langsung. Untuk itu dengan tulus hati penulis ingin menyampaikan terima kasih dan penghargaan kepada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan karya akhir ini, khususnya kepada:

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali, PhD, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia.
2. Ibu Dr. Ancella Anitawati Hermawan, selaku dosen pembimbing yang telah sangat banyak membantu dengan menyediakan waktu, petunjuk, bimbingan, nasehat, serta arahan selama penyusunan Tesis ini.
3. Bapak Dr. Muhammad Muslich dan Bapak Imo Gandakusuma, MBA selaku dewan penguji yang telah memberikan saran dan masukan yang membangun bagi penelitian ini.
4. Semua dosen yang telah memberikan ilmu yang berharga kepada penulis selama menuntut ilmu di Magister Manajemen Universitas Indonesia.
5. Kedua orang tua yang sangat kucintai Bapak W.B. Hutajulu dan Mama M.Pangaribuan. Makasih banyak untuk semua dukungan baik moril maupun materil yang telah diberikan sehingga cita-cita S2 ini bisa tercapai. *Love you mom and dad.*
6. Adek-adek yang sangat kusayangi dan kucintai Ralph Nazaret Hutajulu, Mika Putri Hutajulu, dan Lukas Patrick Hutajulu. Terima kasih buat dukungan, doa dan keceriaan yang telah diberikan.
7. Untuk Maradong Jaya Putra Sianturi yang selalu bersedia jadi pendamping dalam segala situasi baik dalam tawa dan tangis. Terima kasih atas seluruh

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

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

Nama : Margaret Febrika Hutajulu

NPM : 0906621312

Program Studi : Magister Manajemen

Fakultas : Ekonomi

Jenis Karya : Tesis

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

Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris Pada Hubungan Keputusan Investasi Barang Modal Terhadap Nilai Perusahaan

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 pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : Januari 2011

Yang menyatakan



(Margaret Febrika Hutajulu)

## ABSTRAK

Nama : Margaret Febrika Hutajulu  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris Pada Hubungan Keputusan Investasi Barang Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Tujuan dari tesis ini adalah melihat bagaimana pengaruh dari keputusan investasi barang modal terhadap nilai perusahaan pada saat ada atau tidaknya dewan komisaris yang berperan efektif. Keputusan investasi barang modal merupakan salah satu kebijakan yang sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan, karena investasi ini akan memberi sinyal pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang dan mampu meningkatkan nilai perusahaan yang diproksi melalui *return* saham. Dewan komisaris memiliki tanggung jawab dan wewenang untuk mengawasi tindakan direksi agar direksi dapat bertindak sesuai dengan tujuan pemilik perusahaan dan *stakeholder* lainnya. Penelitian ini menggunakan 198 observasi dengan sampel yang diambil dari perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2007. Hasil penelitian ini menemukan bahwa keputusan investasi barang modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan efektivitas dewan komisaris tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan investasi barang modal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Kata Kunci :

*Corporate governance*, keputusan investasi barang modal, efektivitas dewan komisaris, nilai perusahaan.

## ABSTRACT

Name : Margaret Febrika Hutajulu  
Study Program : Master of Management  
Title : The Impact of Board of Directors Effectiveness in Relation with Capital Expenditure Decision to The Firm Value.

The aim of this research is to determine the impact of capital expenditure on the value of the firm at the time whether or not the board of director whose role effectively. Capital expenditure is one of the most important policy in an effort to enhance the value of the firm, because this investment will give a signal that corporate earnings growth is expected in the future and able to enhance the firm value through stock return that proxy. Board of directors has the responsibility and authority to oversee the actions of directors for directors to act in accordance with the purpose of company owners and other stakeholders. This study used 198 observations with samples taken from companies listed on the BEI from the year 2007. The results of this study found that capital expenditure has positive effect on the firm value and effectiveness of the board of directors has no effect on capital investment decisions that can enhance value of the firm.

Keywords :

Corporate governance, capital expenditure, the effectiveness of the board of directors, firm value.

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH .....	vi
ABSTRAK .....	vii
ABSTRACT .....	viii
DAFTAR ISI .....	ix
DAFTAR GAMBAR .....	xii
DAFTAR TABEL .....	xiii
DAFTAR RUMUS .....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN .....	xv
<b>1. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	4
1.3 Tujuan Penelitian .....	4
1.4 Manfaat Penelitian .....	5
1.5 Sistematika Penulisan .....	6
<b>2 TINJAUAN PUSTAKA .....</b>	<b>8</b>
2.1 Keputusan Investasi Barang Modal ( <i>Capital Expenditure Decision</i> ) .....	8
2.2 Nilai Perusahaan .....	9
2.2.1 Faktor – Faktor Fundamental yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan .....	11
2.2.1.1 Profitabilitas .....	12
2.2.1.2 Risiko .....	13
2.3 <i>Stewardship Theory</i> .....	15
2.4 <i>Agency Theory</i> .....	16
2.5 <i>Agency Problem</i> .....	17
2.6 <i>Corporate Governance</i> .....	17
2.6.1 Asas dan Prinsip <i>Corporate Governance</i> .....	18
2.6.2 Tujuan dan Manfaat <i>Corporate Governance</i> .....	20
2.6.3 Dewan Komisaris ( <i>Board of Directors</i> ) .....	21
2.6.3.1 Independensi <i>Board of Directors</i> .....	23
2.6.3.2 Aktivitas <i>Board of Directors</i> .....	25
2.6.3.3 Ukuran ( <i>size</i> ) <i>Board of Directors</i> .....	27
2.6.3.4 Kompetensi <i>Board of Directors</i> .....	28
2.7 Pengaruh Keputusan Investasi barang Modal terhadap Nilai Perusahaan ....	30
2.8 Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Hubungan Keputusan Investasi dan Nilai Perusahaan .....	30
2.9 Kerangka Pemikiran .....	32
2.10 Pengembangan Hipotesis .....	33



## DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Distribusi Perusahaan Sampel Berdasarkan Industri.....	50
Tabel 4.2 Analisis Statistik Deskriptif .....	51
Tabel 4.3 Analisis Korelasi Pearson .....	53
Tabel 4.4 <i>One Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i> .....	56
Tabel 4.5 Pengujian Multikolinieritas dengan VIF dan Tolerance (Hipotesis 1a)....	57
Tabel 4.6 Pengujian Multikolinieritas dengan VIF dan Tolerance (Hipotesis 2a)....	57
Tabel 4.7 Uji White untuk Masalah Heteroskedastisitas (Hipotesis 1a).....	58
Tabel 4.8 Uji White untuk Masalah Heteroskedastisitas (Hipotesis 2a).....	59
Tabel 4.9 Hasil Regresi Model Penelitian (Hipotesis 1a) .....	61
Tabel 4.10 Hasil Regresi Model Penelitian (Hipotesis 2a) .....	62



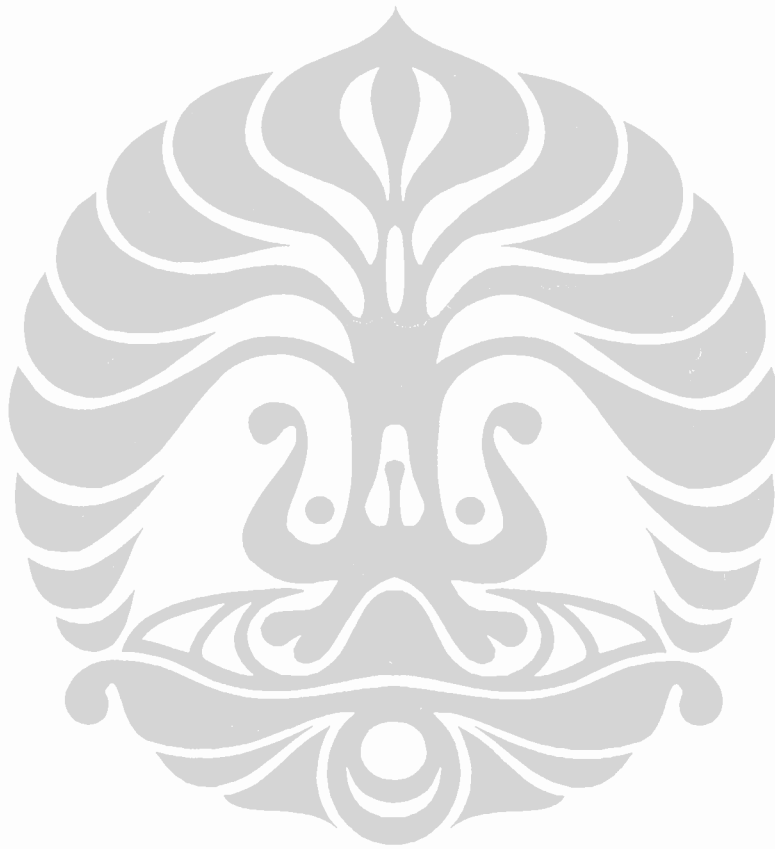
## DAFTAR RUMUS

Persamaan 3.1 Hipotesis Penelitian 1a.....	36
Persamaan 3.2 Hipotesis Penelitian 2a.....	37
Rumus 3.3 Rasio Tobin's Q .....	38
Rumus 3.4 <i>Capital Expenditure</i> .....	39
Rumus 3.5 <i>Return On Equity</i> (ROE) .....	41
Rumus 3.6 Beta.....	42



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Metode <i>Scoring</i> Untuk BOARDSCORE.....	79
Lampiran 2 Daftar Nama Perusahaan Sampel Dengan Data 2007 .....	87



# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Dalam konsep *theory of the firm* (Jensen dan Meckling, 1976), adanya *agency problem* akan menyebabkan tidak tercapainya tujuan keuangan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan kekayaan pemegang saham. *Agency problem* adalah konflik yang terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer (*agent*) dan pemegang saham (*principal*). Manajer memiliki kesempatan untuk menggunakan sumber daya perusahaan agar dapat meningkatkan keuntungan dirinya sendiri dan secara simultan akan mengurangi kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, pihak manajemen dituntut untuk lebih efektif dan efisien dalam mengelola perusahaan guna meningkatkan nilai perusahaan.

Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akhirnya berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Menurut Gitman (2004) dalam Murhadi (2008) menyatakan bahwa upaya untuk meningkatkan harga saham suatu badan usaha dapat dilakukan dengan tiga aktivitas utama, yaitu melaksanakan perencanaan dan analisis keuangan, membuat keputusan investasi dan membuat keputusan pembiayaan. Sedangkan Horne (1995) dalam Murhadi (2008) membagi fungsi manajemen keuangan dalam tiga keputusan utama, yakni keputusan investasi, keputusan pembiayaan dan keputusan dividen.

Pengeluaran investasi perusahaan (*capital expenditure*) merupakan salah satu kebijakan yang sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hal ini dikarenakan jenis investasi tersebut akan memberi sinyal pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang dan mampu

meningkatkan nilai pasar perusahaan yang diproksi melalui *return* saham (Mc Connel dan Muscarella, 1985; Trueman, 1986; Fama dan French, 1998). *Capital expenditure* juga dinilai sangat penting karena menunjukkan komitmen perusahaan untuk melakukan investasi pada aset yang diharapkan dapat menghasilkan laba di masa mendatang. Penilaian pasar terhadap pengeluaran perusahaan juga bergantung pada prospek seberapa efektif dan menguntungkan pengeluaran yang telah digunakan. Pengeluaran investasi sendiri tidak secara otomatis mengarah ke nilai perusahaan yang lebih baik apabila pengeluaran tersebut tidak digunakan secara efektif dan menguntungkan. Pengeluaran itu harus dapat digunakan dengan benar, membuat ke arah yang lebih baik, lebih murah, atau membuat produk serta proses yang inovatif.

Biasanya pihak manajemen cenderung mengambil keputusan yang hanya berfokus pada keuntungan jangka pendek mengingat masa kerjanya yang tidak terlalu lama di suatu perusahaan, lebih menghindari risiko (*risk averse*), dan sangat menjaga reputasi sehingga mereka enggan untuk melakukan pengeluaran investasi. Pihak manajemen yang *risk averse* dan cenderung mementingkan dirinya sendiri akan berinvestasi pada proyek yang tidak meningkatkan nilai pasar perusahaan. Menurut Jensen (1986), masalah yang paling sering muncul pada saat melakukan keputusan investasi adalah manajer berinvestasi pada proyek yang bernilai *net present value* (NPV) negatif. Hal ini terjadi karena proyek tersebut memberikan keuntungan pribadi bagi manajer misalnya insentif. Padahal jika NPV dari suatu investasi adalah positif, hal ini berarti bahwa proyek tersebut diharapkan akan menaikkan nilai perusahaan sebesar jumlah positif dari NPV yang dihitung dari investasi tersebut dan juga bahwa investasi tersebut diharapkan akan menghasilkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi daripada tingkat keuntungan yang dikehendaki. Pada saat inilah muncul *agency problem* antara manajer dan pemegang saham.

Secara umum, *corporate governance* merupakan sarana, mekanisme dan struktur yang berperan sebagai pengawasan atas *agency problems*. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa struktur *corporate governance* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Gompers *et al.* (2001) menemukan korelasi yang signifikan antara *corporate governance* index dan beberapa pengukuran kinerja yang melihat ke masa yang akan datang. Penelitian ini menemukan adanya korelasi yang tinggi antara index tata kelola dan *return* saham.

Salah satu faktor yang memegang peranan penting dalam implementasi *good corporate governance* adalah dewan komisaris<sup>1</sup>, karena dewan komisaris merupakan inti dari *corporate governance* yang bertugas untuk menjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan, serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas. Menurut Fama dan Jensen (1983) peran *board* di perusahaan masa kini telah berfokus pada efektivitas untuk mengawasi manajemen. Cotter, *et al.* (1997), McConnel dan Servaes (1990), Morck *et al.* (1988) menyatakan bahwa pengawasan manajerial oleh *board* independen akan mengurangi *agency cost* yang terkait dengan pemisahan kepemilikan dan pengendalian.

<sup>1</sup> Secara garis besar ada dua sistem yang berlaku dalam struktur perusahaan yaitu *one tier system* yang dianut oleh Amerika Serikat dan *two tier system* yang dianut oleh perusahaan-perusahaan di Eropa. Dalam *one tier system*, hanya ada satu badan di bawah Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yaitu *Board of Director* yang terdiri dari *Executive Director* dan *Non-Executive Director*. Ada dua jabatan dalam *Board of Director* yaitu *Chairman of the Board* dan *Chief Executive Officer* dan biasanya dua jabatan ini dirangkap oleh satu orang. Dalam *two tier system*, terdapat dua badan di bawah RUPS yaitu dewan direksi dan dewan komisaris. Kedudukan dewan komisaris lebih tinggi daripada dewan direksi dan mempunyai wewenang untuk memberikan arahan ke dewan direksi, tetapi dewan komisaris tidak mempunyai wewenang untuk menangani hal-hal operasional. Wewenang operasional sepenuhnya ditangan dewan direksi. Indonesia menganut *two tier system* yang dimodifikasi. Perbedaan sistem di Indonesia dengan *two tier system* murni yaitu kedudukan dewan komisaris tidak secara langsung di atas dewan direksi sehingga pertanggungjawaban dewan direksi langsung kepada RUPS, bukan kepada dewan komisaris (*Forum for Corporate governance in Indonesia, 2000*).

Chung *et al.* (2003) telah membuktikan bahwa nilai perusahaan terhadap investasi modalnya sangat bergantung pada proporsi dari *board* independen, serta terdapat hubungan positif antara nilai pasar perusahaan dan investasi modal dari perusahaan yang memiliki *board* dengan jumlah yang lebih banyak dan sebaliknya. Oleh karena itu, diharapkan dengan adanya pengawasan yang efektif dari *board* dapat membuat manajer untuk mengambil keputusan investasi yang bernilai NPV positif sehingga sesuai dengan kepentingan pemegang saham, meningkatkan nilai perusahaan serta mengatasi *agency problem*. Penelitian ini akan membahas bagaimana penerapan *good corporate governance* akan mempengaruhi pengambilan keputusan investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

## 1.2 Perumusan Masalah

Perumusan masalah yang akan dibahas dalam penulisan karya akhir ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah keputusan investasi barang modal dapat meningkatkan nilai perusahaan?
2. Apakah dewan komisaris yang efektif dapat meningkatkan pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan ?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk :

1. Mengetahui apakah keputusan investasi barang modal dapat meningkatkan nilai perusahaan.
2. Mengetahui apakah dewan komisaris yang efektif dapat mempengaruhi keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

#### 1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat penelitian ini adalah :

a. Bagi investor

Dapat dijadikan pedoman untuk memperhatikan peran *monitoring* yang efektif dari dewan komisaris pada suatu perusahaan. Sehingga investor menjadi lebih yakin dan percaya terhadap kinerja manajemen bahwa keputusan investasi yang akan diambil bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan investor atau pemegang saham.

b. Bagi peneliti dan akademisi

Dapat dijadikan pedoman dalam penelitian selanjutnya dan memberikan manfaat bagi perkembangan ilmu pengetahuan mengenai pengambilan keputusan investasi, *corporate governance* yang dilihat dari efektivitas peran *monitoring* dewan komisaris, dan nilai pasar perusahaan serta dapat mendorong lahirnya gagasan baru untuk penyempurnaan penelitian ini serta sebagai penambah kepustakaan dibidang keuangan.

c. Bagi perusahaan

Hasil penelitian ini dapat dimanfaatkan oleh perusahaan dalam skala besar maupun kecil dalam hal nominasi anggota dewan komisaris yang akan melakukan peran *monitoring*, khususnya untuk pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer dalam melakukan investasi. Diharapkan perusahaan dapat memilih anggota dewan komisaris yang memiliki karakteristik independen dan berkompentensi dengan melihat ukuran serta aktivitas dewan komisarisnya serta dapat melaksanakan proses nominasinya dengan transparan. Sehingga diharapkan dewan komisaris yang efektif dapat meningkatkan pengaruh positif keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.



laporan rugi laba dengan nilai buku investasi. Rasio profitabilitas ini kemudian dapat dibandingkan dengan rasio yang sama perusahaan pada waktu lalu atau rasio rata-rata industri. *Return On Equity* (ROE) merupakan salah satu indikator profitabilitas yang menggambarkan kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam menghasilkan laba.

Menurut Bodie *et al.* (2009), ROE yang merupakan perbandingan antara laba bersih dengan ekuitas ini merupakan salah satu dari dua faktor dasar dalam menentukan pertumbuhan tingkat pendapatan perusahaan. Ada dua sisi dalam menggunakan ROE, kadang-kadang diasumsikan bahwa ROE yang akan datang merupakan perkiraan dari ROE yang lalu, tetapi ROE yang tinggi pada masa lalu tidak menjamin ROE yang akan datang masih tetap tinggi. Penurunan ROE merupakan bukti bahwa investasi baru pada perusahaan tersebut menghasilkan ROE yang lebih rendah dari investasi lama. Hal ini penting dari para analisis adalah tidak perlu menerima nilai historis sebagai indikator dari nilai yang akan datang.

#### 2.2.1.2 Risiko

Tujuan (motivasi) investor berinvestasi yaitu mendapatkan *return* dan sebagai konsekuensinya harus berani menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. Investor perlu mempertimbangkan tingkat risiko suatu investasi sebagai dasar pembuatan keputusan investasi. *Risk* atau risiko bagi dunia usaha pada umumnya bersumber dari terdapatnya ketidakpastian (*uncertainties*) yang menyebabkan tertekannya *profitability* atau bahkan dapat menimbulkan kerugian. Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaan, artinya semakin besar juga risiko investasi tersebut. Horne dan Wachowics (1992) dalam Haryanto dan Riyanto (2007) mendefinisikan risiko sebagai variabilitas *return* terhadap *return* yang diharapkan. Jadi untuk menghitung risiko yang digunakan adalah deviasi standar dari penyimpangan *return* yang sudah terjadi dengan *return*

ekspektasi. Dalam manajemen investasi modern, pembagian risiko total investasi dibagi menjadi dua, yaitu :

- Risiko sistematis (risiko pasar) merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Jadi perubahan pasar akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi (kondisi makro)
- Risiko tidak sistematis (risiko perusahaan) merupakan risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Jadi lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan emiten.

Jika risiko suatu investasi lebih tinggi, maka tingkat pengembalian yang diharapkan juga tinggi dan banyak para manajer mengetahui risiko untuk mempertimbangkan dalam menilai dan mengambil keputusan investasi. Horne dan Wachowics (1992) dalam Haryanto dan Riyanto (2007) menyatakan bahwa secara umum, investor enggan terhadap risiko (*risk averse*). Jika risiko lebih besar, investor mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih besar. *Return* yang tinggi tidak selalu disertai investasi berisiko. Investasi yang berisiko tidak akan dilakukan oleh investor jika investasi tersebut tidak memberi harapan tingkat *return* yang tinggi atau nilai perusahaan yang baik.

#### • Beta Sekuritas

Risiko sistematis dapat diukur dengan menggunakan koefisien beta. Menurut Hartono (2000) dalam Haryanto dan Riyanto (2007) beta merupakan pengukur volatilitas *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. Volatilitas dapat diartikan sebagai fluktuasi dari *return-return* sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Beta juga dapat diartikan sebagai pengukur sejauh mana tingkat pengembalian suatu saham berubah karena adanya perusahaan di pasar. Rosenberg dan Guy (1976) menjelaskan bahwa risiko sistematis, yang diukur dengan beta mencakup aspek risiko investasi yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Memprediksi beta penting untuk memprediksi risiko portofolio masa depan, sehingga beta merupakan kunci utama

untuk mempertimbangkan keputusan investasi. Mereka berargumen bahwa beta merupakan konsekuensi dari kejadian-kejadian ekonomi yang penting.

Besaran beta mempunyai arti tertentu. Jika nilai beta lebih besar dari 1, maka sekuritas tersebut mempunyai risiko yang lebih tinggi dibandingkan risiko pasar (*aggressive stock*). Jika beta kurang dari 1, berarti risiko sekuritas lebih kecil dibandingkan dengan risiko pasar (*defensive stock*). Kemudian jika beta saham suatu perusahaan sama dengan 1, berarti risiko sekuritas sama dengan 1. Manajemen mempertimbangkan pendanaan harus memperhatikan beta perusahaan, jika perusahaan memiliki beta di atas beta pasar maka risiko perusahaan tinggi dan investor enggan membeli saham perusahaan.

### 2.3 *Stewardship Theory*

*Stewardship theory* dibangun di atas asumsi filosofis mengenai sifat manusia yakni bahwa manusia pada hakekatnya dapat dipercaya, mampu bertindak dengan penuh tanggung jawab memiliki, integritas, dan kejujuran terhadap pihak lain. Inilah yang tersirat dalam hubungan fidusia yang dikehendaki para pemegang saham. Dengan kata lain, *stewardship theory* memandang manajemen sebagai dapat dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya bagi kepentingan publik pada umumnya maupun *shareholders* pada khususnya.

*Stewardship theory* didesain para peneliti untuk menguji situasi dimana para eksekutif dalam perusahaan sebagai pelayan dapat termotivasi untuk bertindak dengan cara terbaik pada prinsipalnya (Donaldson dan Davis, 1991). Margaret *et al.* (2006) dalam Bonifasius (2009) menyatakan bahwa ekstrinsik dari kontrak insentif kurang penting jika manajer mendapatkan kepuasan dari dalam (intrinsik) atas kinerja tugasnya. Davis *et al.* (1997) dalam Bonifasius (2009) memberikan definisi dari *stewardship theory*, yaitu bahwa *steward* akan menjaga dan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui kinerja perusahaan, karena dengan bertindak demikian, fungsi utilitas dari *steward* juga dapat

dimaksimalisasi. Dari perspektif *stewardship* dapat dinyatakan bahwa untuk mencapai keberhasilan organisasi dibutuhkan juga kepuasan dari kebutuhan pribadi dan *steward*. *Stewardship theory* menekankan konsekuensi yang bermanfaat pada *shareholders return* bila struktur organisasi dan strategi perusahaan dapat mengakomodasi kepuasan dari keputusan pribadi dan *steward*. Jika hal tersebut dapat diterapkan, maka akan memberikan pengaruh yang positif dalam pelaksanaan tata kelola perusahaan.

#### 2.4 Agency Theory

Menurut Tim Studi Pengkajian Penerapan Prinsip-Prinsip OECD 2004 dalam Peraturan Bapepam mengenai *Corporate Governance* (2006), *agency theory* yang dikembangkan oleh Michael Johnson, seorang professor dari Harvard, memandang bahwa manajemen perusahaan sebagai '*agents*' bagi para pemegang saham, akan bertindak dengan penuh kesadaran bagi kepentingannya sendiri, bukan sebagai pihak yang arif dan bijaksana serta adil terhadap pemegang saham sebagaimana diasumsikan 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. Perspektif teori agensi merupakan dasar yang digunakan untuk memahami isu *corporate governance* dan pengeluaran investasi. Adanya pemisahan kepemilikan oleh prinsipal dengan pengendalian oleh agen dalam sebuah organisasi cenderung menimbulkan konflik keagenan diantara prinsipal dan agen. Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa *agency theory* menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu:

- a. Manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*)
- b. Manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*)
- c. Manusia selalu menghindari *risiko* (*risk averse*).

Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak oportunistik, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya. Pemegang saham sebagai prinsipal diasumsikan hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka di dalam perusahaan. Sedangkan para agen diasumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut.

### 2.5 *Agency Problem*

Agen adalah individu yang dipercaya oleh individu lain yang disebut prinsipal untuk menjalankan atau membuat keputusan untuk kepentingan prinsipal. Relasi antara agen dan prinsipal muncul karena konsep pengelolaan organisasi bisnis yang disebut korporasi yang memisahkan antara pemilik dan pengelola. Masalah keagenan ditandai dengan adanya perbedaan kepentingan (*conflict of interest*) dan informasi yang tidak lengkap (*asimetry information*) antara pemilik perusahaan dengan manajer. Akibatnya akan timbul suatu biaya yang dinamakan biaya keagenan (*agency cost*) yang meliputi: *monitoring costs*, *bonding costs*, dan *residual losses* (Meythi, 2005).

Berbagai konflik kepentingan dalam perusahaan baik antara manajer dengan pemegang saham, manajer dengan kreditor atau antar pemegang saham, kreditor dan manajer disebabkan adanya hubungan keagenan atau *agency relationship*. Pihak prinsipal dapat membatasi perbedaan kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan atau *monitoring cost* untuk mencegah penyimpangan (*hazard*) dari agen. Hal tersebut dinamakan biaya keagenan atau *agency cost* (Horne dan Wachowicz, 2005).

### 2.6 *Corporate Governance*

Menurut Turnbull (1997) *corporate governance* adalah suatu sistem tata kelola yang diselenggarakan dengan mempertimbangkan semua faktor yang

mempengaruhi proses institusional, termasuk faktor-faktor yang berkaitan dengan fungsi regulator. *Good governance* diartikan sebagai tata kelola yang baik atau penyelenggaraan tata kelola yang bersih dan efektif sesuai dengan peraturan dan ketentuan yang berlaku. Menurut Tunggal (2002), *corporate governance* adalah sistem yang mengatur, mengelola, dan mengawasi proses pengendalian usaha untuk menaikkan nilai saham, sekaligus sebagai bentuk perhatian kepada *shareholders*, karyawan, kreditor, dan masyarakat sekitar. *Corporate governance* oleh *The Organization for Economics Cooperation and Development* (OECD) didefinisikan sebagai: seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditor, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan.

*Corporate governance* merupakan suatu sistem yang terdiri dari berbagai perangkat atau kelembagaan serta aturan main (*code of conduct*) dan hukum yang dibutuhkan untuk menjaga keseimbangan (*check and balance*) agar sistem dapat berjalan secara optimal. *Corporate governance* adalah mekanisme untuk melakukan sesuatu yang benar, secara benar (*doing the right things right*). Hal yang paling mendasar pada prinsip ini adalah sebelum memutuskan atau melakukan sesuatu perlu dipertimbangkan apakah hal tersebut benar (Lukviarman, 2004). *Corporate governance* merupakan suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang diharapkan dapat memberikan dan meningkatkan nilai perusahaan kepada para pemegang saham.

### **2.6.1 Asas dan Prinsip Corporate Governance**

Pada intinya prinsip dasar *good corporate governance* yang disusun terutama oleh *The Organisation for Economics Cooperation and Development* (OECD) pada tahun 2004 terdiri dari lima aspek yaitu (Emirzon, 2006):

- a. *Transparency*, dapat diartikan sebagai keterbukaan informasi, baik dalam proses pengambilan keputusan maupun dalam mengungkapkan informasi material dan relevan mengenai perusahaan.
- b. *Accountability*, adalah kejelasan fungsi, struktur, sistem dan pertanggungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif.
- c. *Responsibility*, pertanggungjawaban perusahaan adalah kesesuaian (kepatuhan) di dalam pengelolaan perusahaan terhadap prinsip korporasi yang sehat serta peraturan perundangan yang berlaku.
- d. *Independency*, adalah suatu keadaan dimana perusahaan dikelola secara profesional tanpa benturan kepentingan manapun yang tidak sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat.
- e. *Fairness* (kesetaraan dan kewajaran) yaitu perlakuan adil dan setara di dalam memenuhi hak-hak *stakeholder* yang timbul berdasarkan perjanjian serta peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Jika kelima prinsip tersebut dijabarkan dan dianalisis ke dalam hukum perusahaan Indonesia, dapat diketahui hal-hal sebagai berikut:

- a. Perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham.
- b. Perlakukan yang adil terhadap para pemegang saham
- c. Peranan *stakeholders* dan *corporate governance*
- d. Prinsip penggunaan informasi perusahaan secara terbuka dan transparan
- e. Akuntabilitas Dewan Komisaris (*Board of Directors*)

Pada bulan April tahun 2001, Komite Nasional Indonesia tentang *Corporate Governance Policies* mengeluarkan *Indonesian Code for Good Corporate Governance* bagi masyarakat bisnis Indonesia, yang ditujukan sebagai pedoman penerapan dan penciptaan *good corporate governance* yang lebih baik pada

perusahaan-perusahaan Indonesia. Dalam *Indonesian Code for Corporate Governance* memuat hal yang bersangkutan dengan:

- a. Perlindungan hak pemegang saham
- b. Fungsi Dewan Komisaris perusahaan
- c. Fungsi Direksi perusahaan
- d. Sistem Audit
- e. Sekretaris perusahaan
- f. *Stakeholders*
- g. Prinsip pengungkapan informasi perusahaan secara transparan
- h. Prinsip kerahasiaan
- i. Etika bisnis dan korupsi
- j. Perlindungan terhadap lingkungan hidup

#### **2.6.2. Tujuan dan Manfaat *Corporate Governance***

*Corporate governance* yang baik diakui membantu “mengebalkan” perusahaan dari kondisi-kondisi yang tidak menguntungkan, dalam banyak hal *corporate governance* yang baik telah terbukti juga meningkatkan kinerja perusahaan sampai 30% di atas tingkat pengembalian (*rate of return*) yang normal (Tunggal, 2002). Menurut *The Forum for Corporate Governance in Indonesia*, manfaat dari *corporate governance* yang baik adalah:

- Lebih mudah memperoleh modal
- Biaya modal (*cost of capital*) yang lebih rendah
- Memperbaiki kinerja usaha
- Mempengaruhi harga saham
- Memperbaiki kinerja ekonomi

Di Indonesia, tujuan dan manfaat *good corporate governance* dapat diketahui dari Keputusan Menteri Negara BUMN melalui SK No. Keputusan 23/M-PM. PBUMN/2000, Pasal 6, Penerapan *Good Corporate Governance* dalam rangka menjaga kepentingan peseroan bertujuan untuk:



- Pengembangan dan peningkatan nilai perusahaan
- Pengelolaan sumber daya dan risiko secara lebih efisien dan efektif
- Peningkatan disiplin dan tanggung jawab dari organ Persero dalam rangka menjaga kepentingan perusahaan termasuk pemegang saham, kreditur, karyawan, dan lingkungan dimana Persero berada, secara timbal balik sesuai dengan tugas, wewenang, dan tanggung jawab masing-masing
- Meningkatkan kontribusi Persero bagi perekonomian nasional
- Meningkatkan iklim investasi
- Mendukung program privatisasi.

### 2.6.3 Dewan Komisaris (*Board of Directors*)

UU No. 1/1995 tentang Perseroan Terbatas menganut *two board system*, yaitu direksi dan komisaris. Ini merupakan sistem yang dianut dari kontinental Belanda. Ada direksi sebagai pengurus dan komisaris sebagai pengawas. Sedangkan Amerika menganut *single board system* yang disebut *Board of Directors*. *Board of Directors* (di Indonesia Dewan Komisaris) merupakan faktor sentral dalam *corporate governance* karena hukum perseroan menempatkan tanggung jawab legal atas urusan suatu perusahaan kepada *board of directors*. *Board of directors* secara legal bertanggung jawab untuk menetapkan sasaran perusahaan, mengembangkan kebijakan yang luas, dan memilih personel tingkat atas untuk melaksanakan sasaran dan kebijakan tersebut serta menelaah kinerja manajemen untuk meyakinkan bahwa perusahaan dijalankan dengan baik dan kepentingan pemegang saham dilindungi. Di Indonesia, dewan komisaris ditunjuk oleh RUPS dan di dalam UU No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas dijabarkan fungsi, wewenang, dan tanggung jawab dari dewan komisaris. Di Indonesia, peningkatan kebutuhan akan *corporate governance* semakin terasa setelah terjadinya krisis multi dimensi sejak tahun 1997. Diduga salah satu penyebab krisis ini adalah lemahnya pengawasan yang dilakukan terhadap direksi perusahaan yang seharusnya menjadi tanggung jawab dewan komisaris.

Tugas utama dari dewan komisaris adalah mengawasi kebijakan dan pelaksanaan kebijakan tersebut oleh direksi dalam menjalankan perusahaan serta memberi nasehat kepada direksi. Tugas komisaris sering disebut sebagai *business oversight* karena menyangkut pemantauan terhadap kemampuan perusahaan untuk bertahan hidup, melakukan kegiatan bisnis, dan tumbuh serta berkembang. Dalam melaksanakan tugas, masing-masing anggota dewan komisaris diharapkan untuk bersikap independen dan menaruh kepentingan perusahaan dan para pemangku kepentingan lainnya di atas kepentingan pribadi atau golongan. Selain itu, semua anggota dewan komisaris diharapkan untuk melaksanakan tugasnya secara bertanggung jawab, *prudent*, kompeten, cermat, cerdas dan profesional.

Direksi PT Bursa Efek Jakarta dengan suratnya Nomor: Kep-339/BEJ/07-2001 tanggal tentang Ketentuan Umum Pencatatan Efek Bersifat Ekuitas di Bursa poin C mengatur hal-hal mengenai komisaris independen, komite audit dan sekretaris perusahaan. Pada peraturan tersebut dijelaskan bahwa komite audit bertugas untuk memberikan pendapat profesional yang independen kepada dewan komisaris terhadap laporan atau hal-hal yang disampaikan oleh direksi kepada dewan komisaris serta mengidentifikasi hal-hal yang memerlukan perhatian dewan komisaris. Dengan demikian, dewan komisaris dalam melaksanakan fungsinya akan dibantu oleh komite audit. Komite audit sekurang-kurangnya beranggotakan tiga orang. Seorang diantaranya merupakan komisaris independen perusahaan tercatat yang sekaligus merangkap sebagai ketua komite audit, sedangkan anggota lainnya merupakan pihak ekstern yang independen dimana sekurang-kurangnya satu diantaranya memiliki kemampuan di bidang akuntansi dan atau keuangan.

Terdapat beberapa karakteristik dari efektivitas *board* untuk melihat fungsi pengawasannya antara lain dari tingkat independensi, aktivitas, ukuran, kompetensi dan struktur *board*. Mak dan Roush (2000) melakukan pengujian terhadap tiga karakteristik *board of directors*, yaitu ukuran *board*, proporsi dari *outside directors* dan *dual leadership* yang terkait dengan *agency problem*.

Connell dan Cramer (2010) menguji ada dua karakteristik *board* yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yaitu ukuran dan struktur *board* yang dilihat dari proporsi *non-executive directors*.

#### 2.6.3.1 Independensi *Board of Directors*

Komposisi merupakan kombinasi karakteristik yang diinginkan dari anggota dewan komisaris. Menurut Muntoro (2007), ada tiga karakteristik utama yang diperhatikan dalam melihat komposisi dewan komisaris, yaitu:

- a. Kesenioran dari anggota dewan komisaris
- b. Jenis keahlian yang dimiliki
- c. Komisaris independen *versus* komisaris non-independen

Dalam rangka memberdayakan fungsi pengawasan dewan komisaris, keberadaan komisaris independen adalah sangat diperlukan. Secara langsung keberadaan komisaris independen menjadi penting, karena di dalam praktek sering ditemukan transaksi yang mengandung benturan kepentingan yang mengabaikan kepentingan pemegang saham publik (pemegang saham minoritas) serta *stakeholder* lainnya, terutama pada perusahaan di Indonesia yang menggunakan dana masyarakat didalam pembiayaan usahanya.

Menurut *Task Force* Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance*, komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan direksi, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan. Pertimbangan independen adalah cara pandang atau penyelesaian masalah dengan mengesampingkan kepentingan pribadi dan menghindari benturan kepentingan. Misi komisaris independen adalah mendorong terciptanya iklim yang lebih obyektif dan menempatkan kesetaraan (*fairness*) di antara berbagai kepentingan termasuk kepentingan

perusahaan dan kepentingan *stakeholder* sebagai prinsip utama dalam pengambilan keputusan oleh dewan komisaris.

Dalam upaya untuk melaksanakan tanggung jawabnya dengan baik maka komisaris independen harus secara proaktif mengupayakan agar dewan komisaris melakukan pengawasan dan memberikan nasehat kepada direksi yang terkait dengan, namun tidak terbatas pada hal-hal sebagai berikut:

- Memastikan bahwa perusahaan memiliki strategi bisnis yang efektif, termasuk di dalamnya memantau jadwal, anggaran dan efektivitas strategi tersebut.
- Memastikan bahwa perusahaan mengangkat eksekutif dan manajer-manajer profesional.
- Memastikan bahwa perusahaan memiliki informasi, sistem pengendalian, dan sistem audit yang bekerja dengan baik.
- Memastikan bahwa perusahaan mematuhi hukum dan perundangan yang berlaku maupun nilai-nilai yang ditetapkan perusahaan dalam menjalankan operasinya.
- Memastikan risiko dan potensi krisis selalu diidentifikasi dan dikelola dengan baik.
- Memastikan prinsip-prinsip dan praktek *good corporate governance* dipatuhi dan diterapkan dengan baik.

Komposisi Dewan Komisaris harus sedemikian rupa untuk memungkinkan adanya pengambilan keputusan yang efektif dan cepat. Direksi PT Bursa Efek Jakarta dengan suratnya Nomor: Kep-339/BEJ/07-2001 tanggal 21 Juli 2001 tentang Ketentuan Umum Pencatatan Efek Bersifat Ekuitas di Bursa poin C mengatur hal mengenai komisaris independen yang menyatakan bahwa jumlah komisaris independen yang jumlahnya secara proposional sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki oleh bukan pemegang saham pengendali dengan ketentuan jumlah komisaris independen sekurang-kurangnya 30% dari jumlah seluruh anggota komisaris. Persyaratan untuk menjadi komisaris independen

menurut Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor: Kep-339/BEJ/07-2001 tentang Peraturan Pencatatan efek Nomor I-A: Tentang Ketentuan Umum Pencatatan Efek bersifat Ekuitas butir C Nomor 2a, 2b, 2c, dan 2d adalah:

- a. Tidak ada hubungan afiliasi dengan pemegang saham pengendali;
- b. Tidak ada hubungan afiliasi dengan direktur dan komisaris perusahaan tersebut;
- c. Tidak bekerja rangkap sebagai direktur di perusahaan terafiliasi;
- d. Memahami peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.

Helland dan Skyuta (2005) mengindikasikan bahwa semakin tinggi proporsi dari komisaris independen, maka semakin tinggi juga kekuatannya di dalam manajemen. Petra (2005) juga menunjukkan bahwa dewan yang independen dapat meningkatkan pengawasan terhadap manajemen dan menjamin bahwa keputusan yang dibuat oleh manajemen adalah keputusan yang terbaik bagi kepentingan pemegang saham. Parrino *et al.* (2002) menyatakan bahwa *independent directors* adalah pembuat keputusan yang paling penting dalam suatu perusahaan, karena mereka memiliki pengetahuan yang profesional dan secara obyektif membuat keputusannya. Jadi dengan proporsi *independent director* yang tinggi akan membuat kinerja yang lebih baik juga.

Jumlah dewan komisaris independen yang semakin banyak menandakan bahwa dewan komisaris yang melakukan fungsi pengawasan dan koordinasi dalam perusahaan akan semakin baik. Penelitian lain dari Brickley *et al.* (1994), Byrd dan Hickman (1992) dan Weisbach (1998) menyatakan bahwa tata kelola yang efektif dan kinerja perusahaan akan meningkat dengan adanya independensi dari *board*.

### 2.6.3.2 Aktivitas Board of Directors

Adams (2005) dalam Brick dan Chidambaran (2010) menggunakan jumlah rapat sebagai metrik untuk melihat pengawasan *board* yang lebih baik. Vafeas (1999)

mengatakan bahwa frekuensi rapat yang dilaksanakan oleh *board* berkaitan dengan *corporate governance*, karakteristik kepemilikan serta sesuai dengan *agency theory*. Dalam penemuannya, jumlah rapat tahunan berbanding terbalik dengan nilai perusahaan. Hasil ini didorong oleh peningkatan aktivitas *board* yang diikuti dengan penurunan harga saham. Penelitian tersebut juga didukung oleh kritikan dari pers keuangan dan akademi yang menyatakan bahwa dengan semakin banyaknya *outside directors* akan membuat waktu untuk melakukan rapat berkala akan semakin sedikit sehingga akan mengganggu kemampuan mereka untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen (Byrne, 1996 dan NACD, 1996 dalam Vafeas, 1999). Oleh karena itu, salah satu karakteristik yang mempengaruhi fungsi pengawasan *board* adalah aktivitas *board* yang dapat diukur dari frekuensi rapatnya.

*Board* yang melakukan frekuensi rapat lebih tinggi diharapkan dapat melaksanakan tugasnya yang sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Namun, terdapat pandangan yang berlawanan mengenai hal ini. Rapat *board* menjadi tidak terlalu berarti karena adanya keterbatasan waktu dari *outside directors* tidak digunakan sebaik mungkin untuk bertukar pikiran antar sesama *board* atau dengan manajemen. Pernyataan ini didukung oleh Jensen (1993) yang menyatakan bahwa masalah ini adalah hasil tambahan dari fakta bahwa CEO hampir selalu membuat jadwal untuk melakukan rapat. Lebih lanjut, tugas rutin banyak menyerap kesempatan untuk melakukan rapat bagi *outside directors* untuk melaksanakan pengawasan yang penting di seluruh manajemen. Ia menunjukkan bahwa *board* relatif tidak aktif dan biasanya *board* dipaksa untuk selalu mempertahankan tingkat aktivitas yang tinggi saat menghadapi masalah. Dengan sudut pandang ini, rapat *board* dapat menjadi api pertempuran daripada alat untuk melakukan perbaikan terhadap tata kelola perusahaan. Brick dan Chidambaram (2010) juga setuju dengan pendapat ini karena mereka menemukan bahwa aktivitas *board* yang dilihat dari rapat tahunan memiliki hubungan yang negatif dengan kinerja perusahaan.

Berdasarkan Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 3 Tahun 1983 Pasal 40, dinyatakan bahwa:

- a. Dewan Komisaris mengadakan rapat sekurang-kurangnya 3 (tiga) bulan sekali dan sewaktu-waktu apabila diperlukan.
- b. Dalam rapat sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) Pasal ini dibicarakan hal-hal dan masalah-masalah yang berhubungan dengan perusahaan, sesuai dengan tugas pokok, fungsi dan hak serta kewajibannya.
- c. Keputusan rapat Dewan Komisaris diambil atas dasar musyawarah dan mufakat.
- d. Untuk setiap rapat dibuat risalah rapat.

#### 2.6.3.3 Ukuran (*size*) *Board of Directors*

Jensen (1993) menunjukkan bahwa nilai yang relevan dengan atribut *board* perusahaan adalah dari ukurannya dan Yermack (1996) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran *board* yang lebih kecil akan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi. Eisenberg *et al.* (1998) mengemukakan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran *board* dan kinerja perusahaan. Lipton dan Lorsch (1992) merekomendasikan jumlah yang terbatas bagi *board* yaitu sampai sepuluh orang, dan pilihan ukuran yang lebih baik adalah delapan atau sembilan orang. Hal ini terjadi karena keuntungan yang diterima dari kapasitas yang bertambah seiring dengan ukuran *board* tidak seimbang terhadap biaya yang dikeluarkan dari lambatnya proses pembuatan keputusan, diskusi yang kurang jelas mengenai kinerja manajerial dan adanya keputusan yang bias saat pengambilan risiko. Sedangkan menurut Muntoro (2007), ukuran yang pas dari anggota dewan komisaris dipengaruhi oleh beberapa hal antara lain ssebagai berikut:

- Ukuran dewan direksi
- Industri dan jenis keahlian yang dibutuhkan
- *Overall risk* yang dihadapi
- Komite yang ada

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa pengurangan ukuran *board* telah menjadi prioritas untuk investor institusional, direksi yang sering membangkang, dan perusahaan yang ingin mengambil alih perusahaan lain karena mengalami masalah keuangan. Jensen (1993) mengatakan seiring dengan bertambahnya ukuran dari suatu kelompok, mereka akan semakin kurang efektif karena koordinasi dan prosesnya akan dipenuhi oleh masalah yang disebabkan oleh individu yang terlalu banyak. Houlthausen dan Larcker (1993a) dalam Yermack (1996) menemukan adanya hubungan positif antara ukuran *board* dan nilai kompensasi CEO. Houlthausen dan Larcker (1993b) dalam Yermack (1996) gagal menemukan pembuktian yang konsisten antara ukuran *board* dan kinerja perusahaan. Changanti *et al.* (1985) mengemukakan bahwa ukuran *board* yang besar akan mencakup anggota profesional dengan latar belakang yang berbeda sehingga akan memberikan layanan yang serba guna dan berharga. Mereka menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran *board* yang lebih besar akan lebih kecil kemungkinannya untuk gagal di bisnisnya.

#### **2.6.3.4 Kompetensi Board of Directors**

Menurut *Task Force* Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance*, kompetensi pribadi *board of directors* yang independen mencakup hal-hal berikut ini, yaitu:

- Memiliki integritas dan kejujuran yang tidak diragukan
- Memahami seluk beluk pengelolaan bisnis dan atau keuangan perusahaan
- Memahami dan mampu membaca laporan keuangan perusahaan
- Memiliki kepekaan terhadap perkembangan lingkungan yang dapat mempengaruhi bisnis perusahaan.
- Memiliki wawasan luas dan kemampuan berpikir strategis
- Memiliki karakter kepemimpinan, mampu berkomunikasi dan bekerjasama dengan orang lain
- Memiliki komitmen dan konsisten dalam melakukan profesinya sebagai komisaris independen



- Memiliki kemampuan untuk berpikir obyektif dan independen secara profesional.

Hal menarik dapat dilihat berkaitan dengan independensi, yaitu bahwa terdapat fenomena di Indonesia yang memberikan jabatan komisaris kepada seseorang bukan berdasarkan kompetensi dan profesionalisme namun sebagai penghormatan dan penghargaan. Sehingga dapat dikatakan pemilihan komisaris di Indonesia kurang mempertimbangkan integritas serta kompetensi (Surya dan Yustiavandana, 2006 dalam Kusumatuti *et al.*, 2007). Shiue *et al.* (2004) dalam Shiue *et al.* (2009) menggunakan *tenure* dari anggota *board* dan *directors* independen untuk memproksi kompetensi mereka. Mereka menemukan hubungan yang negatif antara *tenure* dan kemungkinan untuk penyajian kembali di Taiwan.

Menurut Kusumastuti *et al.* (2007) menyatakan bahwa proporsi anggota dewan yang berlatar belakang pendidikan ekonomi dan bisnis ditemukan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan rasio Tobin's q. Tidak adanya pengaruh tersebut dikarenakan penelitian mereka hanya mendefinisikan latar belakang pendidikan secara spesifik ekonomi dan bisnis. Ada kemungkinan latar belakang pendidikan anggota dewan yang sesuai dengan jenis usaha perusahaan yang dapat menunjang kelangsungan bisnis perusahaan lebih diperlukan. Sedangkan Shiue *et al.* (2009) menemukan bahwa sistem *corporate governance* yang ditunjukkan dari *board of directors* yang independen dan kompeten dapat membantu untuk mengurangi ekuitas yang *overvalued*.

Meskipun hasil penelitian sebelumnya yang menguji karakteristik kompetensi dari *board* masih beragam, namun dapat disimpulkan bahwa latar belakang pengetahuan dan pengalaman dari *board of directors* akan mempengaruhi efektivitas peran *monitoring* dari *board*.

## 2.7 Pengaruh Keputusan Investasi Barang Modal terhadap Nilai Perusahaan

Myers (1977) menyatakan bahwa nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang. Untuk itu, peningkatan investasi akan meningkatkan nilai perusahaan. Teori *signaling* yang dikemukakan oleh Spence (1973) menyatakan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Teori ini menunjukkan bahwa pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya kepada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang. Pengeluaran investasi yang dilakukan oleh manajer pastinya telah memperhitungkan *return* yang akan diterima dan hal tersebut sudah pasti akan memilih pilihan yang paling menguntungkan perusahaan.

Kothari dan Zimmerman (1995) juga menunjukkan adanya hubungan positif yang signifikan antara pengeluaran investasi dan *return* saham. Morgado dan Pindado (2003) dalam Rahim *et al.* (n.d) menyatakan bahwa hubungan nilai perusahaan dan keputusan investasi tidak selalu tetap karena peningkatan dalam investasi menciptakan nilai sepanjang dihubungkan dengan NPV positif, tetapi apabila sekali saja kualitas aset buruk, maka nilai perusahaan juga akan memburuk.

## 2.8 Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Hubungan Keputusan Investasi dan Nilai Perusahaan

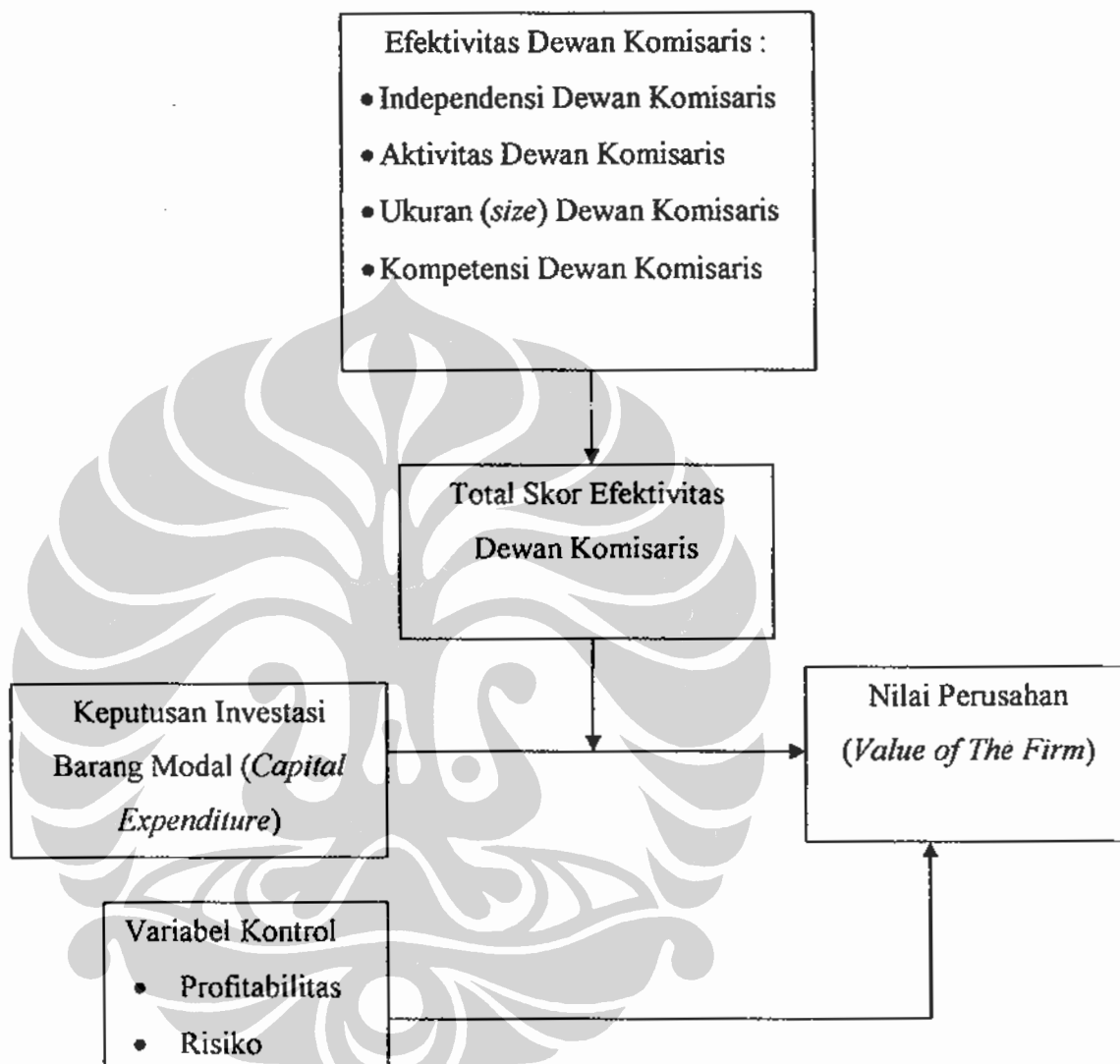
Bertrand dan Mullainathan (2003) menyatakan bahwa manajer-manajer yang bersekutu akan menikmati hidup yang tenang dengan *underinvesting*. Aggarwal dan Samwick (2006) mengemukakan pendapat bahwa tata kelola yang lemah akan menghasilkan *underinvestment* dan pendapat yang sama juga dikemukakan oleh John dan Knyazeva (2006). Oleh karena itu, diperlukan *corporate governance*

agar keputusan investasi yang diambil oleh manajer dapat memberikan nilai tambah bagi perusahaan.

Survei yang dilakukan oleh McKinsey dan Co (2002) dalam Kusumastuti *et al.* (2007) menunjukkan bahwa *corporate governance* telah menjadi perhatian utama investor, khususnya pada pasar-pasar yang sedang berkembang. Investor akan cenderung menghindari perusahaan-perusahaan yang memiliki penerapan *corporate governance* yang buruk. Penerapan *corporate governance* dapat dicerminkan dalam nilai perusahaan yang dilihat dari harga saham perusahaan yang bersangkutan. Menurut Black *et al.* (2002) dalam Kusumastuti *et al.* (2007) yang melakukan penelitian di Korea, alternatif penjelasan atas hubungan antara praktek *corporate governance* dengan nilai perusahaan adalah *signaling* dan *endogeneity*. Dalam *signaling*, praktek *corporate governance* menyebabkan peningkatan nilai perusahaan karena penerapan *corporate governance* yang baik akan memberikan sinyal positif. Sedangkan *endogeneity* adalah perusahaan yang nilai pasarnya tinggi (dengan alasan apapun) cenderung menerapkan *corporate governance* yang lebih baik. Chen (2008) menunjukkan bahwa untuk menciptakan mekanisme *corporate governance* perusahaan yang efektif, yaitu dengan memperbesar derajat kebebasan bagi perusahaan untuk membuat keputusan bisnis pada waktu yang tepat, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

## 2.9 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran

Dari kerangka penelitian tersebut, dapat dijelaskan bahwa variabel independen pada penelitian ini adalah keputusan investasi barang modal dengan variabel dependennya adalah nilai perusahaan. Pada penelitian ini digunakan variabel moderasi yaitu efektivitas dewan komisaris yang diukur berdasarkan independensi, aktivitas, ukuran (*size*), serta kompetensi dewan komisaris yang

selanjutnya akan menghasilkan total skor efektifitas dewan komisaris. Adapun variabel kontrol yang akan digunakan pada penelitian ini adalah profitabilitas dan risiko.

### 2.10 Pengembangan Hipotesis

Chan *et al.* (1994) menyatakan bahwa pasar saham akan bereaksi positif apabila adanya keputusan relokasi bisnis yang dimotivasi dari ekspansi bisnis atau penghematan biaya, tetapi akan berpengaruh negatif apabila keputusan dimotivasi dari pengurangan kapasitas atau konsolidasi fasilitas. Chung *et al.* (1998) menyatakan bahwa reaksi harga saham pada pengumuman investasi barang modal lebih tergantung pada kualitas dari kesempatan investasinya daripada afiliasi industrinya. Menurut Jensen dan Meckling (1976), dampak positif dari investasi pada nilai perusahaan tidak akan terwujud apabila terdapat *agency conflicts*. Manajer dapat memilih untuk berinvestasi dengan modal yang mahal karena risikonya rendah, sehingga mengurangi NPV dari proyek tersebut. Manajer juga mungkin tidak jadi melakukan investasi padahal NPV-nya positif hanya karena alasan menghindari risiko. Menurut Easterbrook (1984), manajemen yang menghindari risiko adalah sumber dari *agency cost*.

Pengaruh dari keputusan investasi barang modal terhadap nilai perusahaan sudah dibuktikan oleh McConnel dan Muscarella (1985) yang menyatakan bahwa pengumuman pada keputusan investasi memiliki hubungan yang positif terhadap harga saham. Titman *et al.* (2004) menemukan bahwa *excess return* masa depan tergantung pada kegiatan investasi masa lalunya. Khususnya, *excess return* bernilai positif (negatif) bergantung dari kegiatan investasi yang tinggi (rendah). Masulis *et al.* (2007) dalam Hamidi *et al.* (2008) menyatakan bahwa skala perubahan di investasi barang modal memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap *excess return* saham, yang mengindikasikan bahwa rata-rata investasi modal menambah nilai pemegang saham. Hasnawati (2005) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan

dan kebijakan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis pertama adalah:

**Hipotesis 1<sub>0</sub> : Keputusan investasi barang modal tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.**

**Hipotesis 1<sub>a</sub> : Keputusan investasi barang modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.**

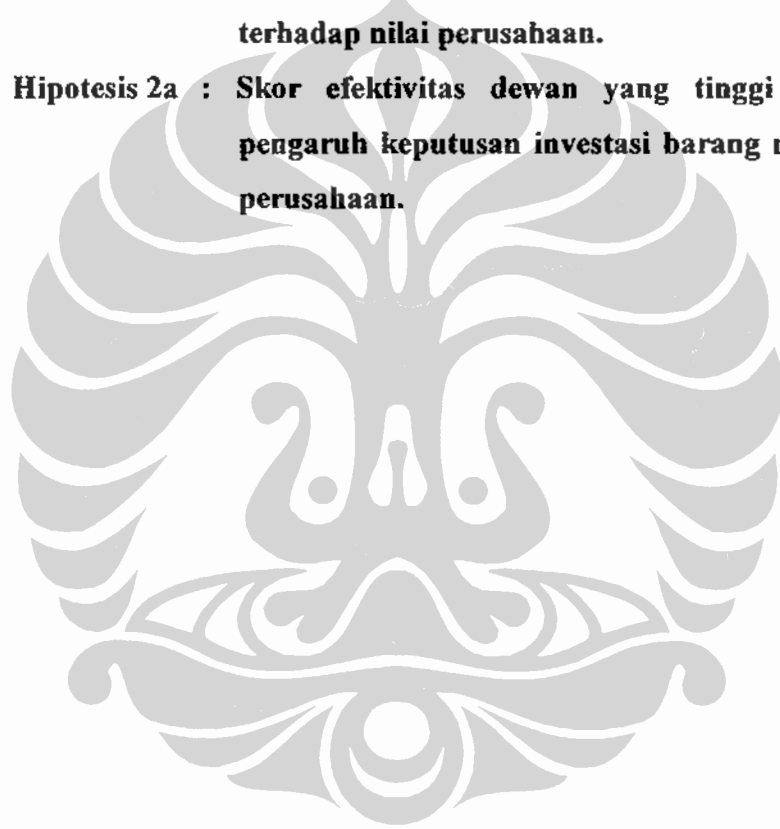
Menurut Munter dan Kren (1995), tingkat independensi dari komposisi *board* memastikan ketepatan dari pengawasan manajemen dan dapat membatasi kesempatan manajer. Beberapa penelitian telah menemukan bahwa meningkatkan *outsiders* di *board* adalah bertujuan untuk mendukung keputusan yang berkaitan dengan kepentingan *shareholder* eksternal (Brickley *et al.*, 1997 dan Weisbach, 1988). Menurut Rosenstein dan Wyatt (1990), pasar saham akan bereaksi positif terhadap janji akan adanya penambahan jumlah *outside directors*. Menurut Huse (2007) pengetahuan yang minim dari *board* juga merupakan isu yang penting. Ia mengatakan bahwa *outsiders* selalu membawa pengetahuan, jaringan, dan perspektif yang berbeda dari individu yang sudah ada di dalam perusahaan. Dengan demikian, *outside directors* tidak selalu memiliki keahlian yang cukup dan pengetahuan yang spesifik mengenai perusahaan. Menurut Pfeffer (1973) serta Pearce dan Zahra (1992) dalam Kusumastuti *et al.* (2007), peningkatan ukuran dan diversitas dari dewan direksi akan memberikan manfaat bagi perusahaan. Perry (1996) dalam Vafeas (1999) menyatakan bahwa insentif kepada *directors* akan memicu *outside directors* untuk memperbaiki kinerja pengawasan mereka.

Aktivitas *board* dapat diukur dari kualitas pengawasan *boards*, sehingga diharapkan dengan adanya insentif ini, aktivitas *board* juga akan meningkat. Demsetz dan Villalonga (2001) dalam Brick dan Chidambaram (2010) menyatakan bahwa peningkatan Tobin's q berhubungan dengan adanya perbaikan dalam kinerja operasi atau peningkatan *present value* dari kesempatan investasi di masa yang akan datang. Pengawasan oleh *board* dapat membantu perbaikan dari kinerja

sehari-hari atau dengan adanya nasehat yang diberikan oleh *board* dapat meningkatkan nilai dari kesempatan investasi. Hipotesis penelitian ini mengikuti pendekatan Dhaliwal (2006) yang menyatakan bahwa *board strength* akan diberikan kode 1 apabila perusahaan sampel memiliki nilai skor *board governance* yang sama atau lebih besar dari 3 (*strong board governance*) dan nilai 0 apabila sebaliknya. Hipotesis penelitian kedua adalah:

**Hipotesis 2<sub>0</sub> : Skor efektivitas dewan yang tinggi akan tidak dapat memperkuat pengaruh keputusan investasi barang modal terhadap nilai perusahaan.**

**Hipotesis 2<sub>a</sub> : Skor efektivitas dewan yang tinggi akan memperkuat pengaruh keputusan investasi barang modal terhadap nilai perusahaan.**



## BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

### 3.1 Model Penelitian

Model penelitian ini menggunakan analisa regresi untuk menguji hipotesis penelitian, yaitu dengan adanya efektivitas dewan komisaris akan mempengaruhi keputusan investasi yang bersifat menambah nilai perusahaan. Model ini menggunakan variabel-variabel lain untuk mengontrol faktor-faktor yang mungkin dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Variabel kontrol yang digunakan dalam model ini adalah risiko (*RISK*) perusahaan yang dilihat dari nilai beta, dan profitabilitas yang dilihat dari *ROE*.

Model penelitian ini diadopsi berdasarkan penelitian Chung *et al.* (2003). Adapun model penelitian yang mencerminkan hipotesis penelitian (hipotesis 1a) adalah sebagai berikut :

$$Q_i = \beta_0 + \beta_1 DCAP_i + \beta_2 ROE_i + \beta_3 RISK_i + \varepsilon_i \quad (3.1)$$

Dimana :

- $Q_i$  : Rasio Tobin's q perusahaan i pada tahun penelitian  
 $DCAP_i$  : Variabel *dummy* (1,0) dengan nilai 1 apabila rasio pengeluaran investasi barang modal (*capital expenditure*) tahunan terhadap jumlah aset perusahaan i pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan median, dan 0 apabila sebaliknya  
 $ROE_i$  : Rasio profitabilitas perusahaan i pada tahun penelitian  
 $RISK_i$  : Risiko perusahaan yang diukur dengan beta perusahaan i pada tahun penelitian

Sedangkan untuk membuktikan hipotesis 2a, penelitian ini akan menggunakan variabel moderasi *corporate governance* yang diukur dengan menggunakan total skor efektivitas pengawasan dewan komisaris.



Model penelitian yang mencerminkan hipotesis penelitian dengan *proxy* total skor efektivitas pengawasan dewan komisaris (*DBOARDSCORE*) perusahaan adalah sebagai berikut :

$$Q_i = \beta_0 + \beta_1 DCAP_i + \beta_2 DCAP_i \cdot DBOARDSCORE_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 RISK_i + \varepsilon_i \quad (3.2)$$

Dimana :

- $Q_i$  : Rasio Tobin's q perusahaan i pada tahun penelitian
- $DCAP_i$  : Variabel *dummy* (1,0) dengan nilai 1 apabila rasio pengeluaran investasi barang modal (*capital expenditure*) tahunan terhadap jumlah aset perusahaan i pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan median, dan 0 apabila sebaliknya
- $ROE_i$  : Rasio profitabilitas perusahaan i pada tahun penelitian
- $RISK_i$  : Risiko perusahaan yang diukur dengan beta sistematis mingguan perusahaan i pada tahun penelitian
- $DBOARDSSCORE_i$  : Variabel *dummy* (1,0) dari skor efektivitas dewan komisaris dimana nilai 1 diberikan apabila skor efektivitas dewan komisaris perusahaan i pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan 34, dan 0 apabila sebaliknya. Nilai 34 diperoleh dari hasil 17 pertanyaan dikalikan dengan nilai 2 dari nilai *fair*

### 3.2 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Dalam sub bab ini akan dijelaskan mengenai definisi operasional dari masing-masing variabel yang terkait dengan penelitian ini serta menjelaskan rumus yang digunakan untuk mengukur setiap variabel.

#### 3.2.1 Variabel Dependen : Nilai Perusahaan (*Value of The Firm*)

Menurut Situmorang *et al.* (2010) variabel dependen adalah variabel yang menjadi perhatian utama dalam sebuah pengamatan. Tujuan penelitian adalah memahami dan membuat variabel terikat, menjelaskan variabilitasnya atau memprediksinya.

Variabel dependen sering juga disebut variabel terikat atau variabel terpengaruh. Variabel dependen dalam model penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan dihitung dengan menggunakan rasio Tobin's q. Rasio Tobin's q lebih dari 1 artinya manajer sudah menambah nilai untuk pemegang saham, sedangkan nilai Tobin's q lebih rendah dari 1 artinya nilai perusahaan telah berkurang. Oleh karena itu, rasio q menunjukkan tanda (*signal*) yang diciptakan oleh pasar untuk investor yang ingin berinvestasi pada aset tetap atau pengambilalihan terhadap aset yang ada. Jadi rasio q merupakan ukuran yang lebih rinci mengenai seberapa efektif manajemen memanfaatkan sumber-sumber daya ekonomis dalam kekuasaannya.

Rasio q menunjukkan apakah perusahaan telah dapat menciptakan nilai untuk pemegang saham dengan aset di bawah kontrol mereka. Penelitian yang dilakukan oleh Lindenberg dan Ross (1981) dalam Chung *et al.* (1998) menunjukkan bagaimana rasio q dapat diterapkan pada setiap perusahaan. Mereka menemukan bahwa beberapa perusahaan dapat mempertahankan rasio q yang lebih besar dari satu. Teori ekonomi mengatakan bahwa rasio-q yang lebih besar dari satu akan menarik arus sumber daya dan kompetisi baru sampai rasio q mendekati satu. Tobin beralasan bahwa investasi neto seharusnya bergantung pada apakah q lebih besar atau kurang dari 1.

Rasio Tobin's q didefinisikan sebagai nilai pasar dari ekuitas ditambah dengan total kewajiban dan dibagi dengan total aktivasnya. Rasio Tobin's q yang digunakan dalam penelitian ini sejalan dengan penelitian Kusumastuti *et al.* (2007) dan Darmawati *et al.* (2005). Adapun rumus untuk menghitung variabel ini adalah :

$$Q_i = \frac{\text{Total debt}_i + (\text{outstanding share}_i \times \text{closing price}_i)}{\text{Book Value of Asset}_i} \quad (3.3)$$

Dimana :

*Total Debt<sub>i</sub>* : Total hutang perusahaan i pada akhir periode penelitian

<i>Outstanding Share<sub>i</sub></i>	: Jumlah saham beredar perusahaan i pada akhir periode penelitian
<i>Closing Price<sub>i</sub></i>	: Harga penutupan saham perusahaan i pada akhir periode penelitian
<i>Book Value of Asset<sub>i</sub></i>	: Nilai Buku Aset perusahaan i pada akhir periode penelitian

### 3.2.2 Variabel Independen

Menurut Situmorang *et al.* (2010) variabel independen adalah variabel yang dapat mempengaruhi perubahan dalam variabel dependen dan mempunyai hubungan yang positif ataupun yang negatif bagi variabel dependen. Variasi dalam variabel dependen merupakan hasil dari variabel independen. Variabel independen sering juga disebut dengan variabel bebas atau variabel yang mempengaruhi.

#### 3.2.2.1 Keputusan Investasi Barang Modal (*Capital Expenditure*)

Untuk melakukan aktivitas operasional sehari-hari maka dibutuhkan investasi barang modal (*capital investment* atau *capital expenditure*) berupa aset nyata seperti pabrik, mesin, peralatan, persediaan, dan aset berwujud lainnya untuk menghasilkan setiap unit penjualan dalam jangka panjang (Elmasry, 2004 dalam Murhadi, 2008). Chen dan Dong (2004) dalam Murhadi (2008) menyatakan bahwa dalam investasi yang salah satunya diukur melalui *size*, mampu menjelaskan *return* badan usaha. Sementara itu, Harris dan Nissim (2004) dalam Murhadi (2008) menyatakan bahwa investasi perusahaan yang diukur melalui *size* ternyata memiliki hubungan negatif dengan *return* saham.

Dalam penelitian ini, pengeluaran investasi dapat dihitung dengan menggunakan arus kas dari kegiatan investasi dibagi total aset. Rumus ini mengikuti penelitian Chung *et al.* (2003) yaitu sebagai berikut:

$$Capital\ Expenditure_i = \frac{Net\ Cash\ Flow\ Investment_i}{Total\ Asset_i} \quad (3.4)$$

Dimana:

*Net Cash Flow Investment<sub>i</sub>* : Arus kas investasi di luar investasi sekuritas perusahaan *i* pada akhir periode penelitian

*Total Asset<sub>i</sub>* : Jumlah aset perusahaan *i* pada akhir periode penelitian

### 3.2.3 Variabel Moderasi

Menurut Situmorang *et al.* (2010) variabel moderasi adalah variabel yang mempunyai dampak kontingensi (*contingent effect*) yang kuat pada hubungan variabel independen dan variabel dependen.

#### 3.2.3.1 Skor Efektivitas Dewan Komisaris

Skor efektivitas peran pengawasan dewan komisaris dihitung dengan menggunakan ukuran karakteristik dewan komisaris, yang mencakup: independensi, aktivitas, ukuran (*size*) dan kompetensi. Skor efektivitas dihitung berdasarkan nilai yang diperoleh dari daftar pertanyaan (*checklist*). *Checklist* yang sama telah digunakan Hermawan (2009) dalam penelitiannya. *Checklist* tersebut disusun berdasarkan pedoman pertanyaan yang dibuat oleh *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD) pada tahun 2005, namun dimodifikasi sesuai dengan literatur yang mendukung penelitian ini. *Checklist* lengkap untuk skor dewan komisaris dapat dilihat pada Lampiran 1.

Metode penetapan nilai untuk masing-masing pertanyaan dalam *checklist*, sebagaimana yang telah ditetapkan dalam penelitian Hermawan (2009) akan terdiri dari tiga kemungkinan, yaitu *Good*, *Fair* dan *Poor*, atau dua kemungkinan *Good* dan *Poor*. Untuk setiap nilai *Good* akan diberi nilai 3, *Fair* akan diberi nilai 2 dan *Poor* akan diberi nilai 1. Untuk pertanyaan yang tidak dapat diperoleh informasinya dari laporan tahunan perusahaan, akan diberikan nilai *Poor* atau 1.

Setelah memperoleh nilai untuk setiap pertanyaan dalam *checklist* tersebut, maka skor untuk dewan komisaris diperoleh dengan menjumlahkan total skor untuk masing-masing karakteristik. Penelitian ini menggunakan 17 pertanyaan untuk perhitungan skor dewan komisaris dengan kemungkinan nilai untuk masing-

masing pertanyaan adalah 1,2 atau 3. Oleh sebab itu, penelitian ini menggunakan batasan nilai 34 (17 pertanyaan dikalikan nilai 2) untuk mengkonversikan total skor dewan komisaris ke variabel *dummy*. Total skor dewan komisaris sebagai variabel moderasi menggunakan nilai *binary* (1,0) untuk melihat efektivitas dewan komisaris yang tinggi dan rendah.

### 3.2.4 Variabel Kontrol

Variabel kontrol merupakan variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga pengaruh variable bebas terhadap variable terikat tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti.

#### 3.2.4.1 Profitabilitas Perusahaan

Profitabilitas dalam penelitian ini diproksikan oleh *Return On Equity* (ROE). ROE merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada investasi yang ditanamkan. Rumus perhitungan ROE pada penelitian ini mengacu pada Deere (2004) dan Warren (2008) yang menyatakan bahwa ROE dihitung berdasarkan *net income* dibagi *average equity*.

Oleh karena itu, nilai ROE sebuah perusahaan diperoleh dengan rumus :

$$ROE_i = \frac{Net\ Income_i}{Average\ Total\ Equity_i} \quad (3.5)$$

Dimana :

*Net Income* : Laba bersih perusahaan i pada akhir periode penelitian

*Average Total Equity* : Total ekuitas perusahaan i pada awal tahun penelitian dan akhir tahun penelitian dibagi 2

#### 3.2.4.2 Risiko Perusahaan

Variabel ini merupakan variabel kontrol, sebagaimana telah diketahui bahwa nilai beta adalah menggambarkan kepekaan perubahan *return* suatu saham terhadap perubahan *return* pasar.

Untuk mengukur nilai beta ( $\beta$ ) dapat dilakukan dengan persamaan regresi berdasarkan pada model indeks tunggal atau *market model* yang diambil dari Bodie *et al.* (2009) yaitu sebagai berikut :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_i \quad (3.6)$$

Dimana :

$R_{it}$  : Return sekuritas perusahaan i pada periode penelitian

$\beta_{it}$  : Beta sekuritas perusahaan i pada periode penelitian

$R_{mt}$  : Return pasar pada periode penelitian

### 3.3 Pengujian Empiris

Pada penelitian ini digunakan pengujian empiris dengan menggunakan statistik deskriptif, analisis regresi linier berganda dan pengujian model.

#### 3.3.1 Statistik Deskriptif

Tujuan dari analisis statistik deskriptif adalah untuk memberikan gambaran umum mengenai beberapa ukuran yang penting dari observasi penelitian dengan melihat nilai minimum, nilai maksimum nilai rata-rata (*mean*), dan nilai standar deviasi dari setiap variabel yang digunakan dalam model penelitian. Dari analisis deskriptif akan dapat diketahui karakteristik dan kewajaran data observasi yang digunakan untuk masing-masing variabel tersebut.

#### 3.3.2 Analisis Regresi Linier Berganda

Pengujian model penelitian dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linier berganda. Pada regresi linier berganda, digunakan lebih dari sebuah variabel independen. Pengolahan data penelitian dilakukan dengan menggunakan *software* SPSS versi 18 dan Eviews versi 6. Sebelum menggunakan hasil regresi, akan dilakukan pengujian terlebih dahulu. Hasil yang disajikan dalam penelitian ini adalah hasil regresi yang telah memenuhi asumsi-asumsi tersebut. Berdasarkan hasil regresi yang disajikan akan diuji signifikansi dari model secara keseluruhan (uji *F-test*) dan dari pengaruh variabel masing-masing variabel independen

terhadap variabel dependen untuk menentukan apakah hipotesis penelitian diterima atau ditolak.

### 3.3.3 Pengujian Model

Model penelitian ini akan diuji dengan melihat kriteria ekonometrika, kriteria statistik dan kriteria ekonomi. Kriteria statistik dan ekonometrika atau uji asumsi klasik akan dibahas di bagian ini, sedangkan kriteria ekonomi dimasukkan pada analisis hasil estimasi.

#### 3.3.3.1 Uji Asumsi Klasik

Pada penelitian ini dilakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu sebelum melakukan pengujian hipotesis. Pengujian asumsi klasik yang dilakukan terdiri atas uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

##### a. Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk mengetahui apakah data variabel dependen dari model penelitian ini memiliki distribusi normal. Menurut Nachrowi dan Usman (2006), uji normalitas dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu :

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

Agar tidak menimbulkan perbedaan persepsi, maka dapat digunakan uji Kolmogorov-Smirnov untuk memastikan hasil normalitas. Konsep dasar dari uji normalitas Kolmogorov-Smirnov adalah dengan membandingkan distribusi data (yang akan diuji normalitasnya) dengan distribusi normal baku. Distribusi normal baku adalah data yang telah ditransformasikan ke dalam bentuk Z-Score dan diasumsikan normal. Jadi sebenarnya uji Kolmogorov-Smirnov adalah uji beda antara data yang diuji normalitasnya dengan data normal baku. Seperti pada uji

beda biasa, jika signifikansi di bawah 0,05 berarti terdapat perbedaan yang signifikan, dan jika signifikansi di atas 0,05 maka tidak terjadi perbedaan yang signifikan. Penerapan pada uji Kolmogorov Smirnov adalah bahwa jika signifikansi di bawah 0,05 berarti data yang akan diuji mempunyai perbedaan yang signifikan dengan data normal baku, berarti data tersebut tidak normal. Apabila data berjumlah besar (lebih dari 30 observasi), maka sesungguhnya pelanggaran asumsi normal tidak seserius pelanggaran pada asumsi-asumsi yang lain.

#### **b. Uji Multikolinieritas**

Uji multikolinieritas digunakan untuk mengetahui apakah terjadi korelasi yang kuat di antara variabel-variabel independen yang diikutsertakan dalam pembentukan model. Untuk mendeteksi apakah model regresi mengalami multikolinieritas dapat diperiksa menggunakan *Variance Inflationary Factor* (VIF) dan *Tolerance* untuk masing-masing variabel independen, yaitu jika suatu variabel independen mempunyai nilai  $VIF = 1$  maka variabel independen tidak berkorelasi. Sebaliknya apabila nilai  $VIF > 1$ , maka ada korelasi antar variabel bebas. Demikian juga dengan nilai *Tolerance*, apabila  $TOL = 0$ , maka terdapat korelasi sempurna antar variabel independen. Sebaliknya apabila nilai  $TOL = 1$ , maka antar variabel independen tidak berkorelasi. Oleh karena itu, berdasarkan ukuran ini, variabel independen dinyatakan tidak multikolinieritas jika  $TOL$  mendekati 1.

Namun, dengan adanya multikolinieritas terdapat dampak yang ditimbulkan terhadap hasil koefisien regresi yang diperoleh (Nachrowi dan Usman, 2006), yaitu :

- Varians koefisien regresi menjadi besar
- Lebarnya interval kepercayaan (*confidence interval*)
- Besarnya varians juga mempengaruhi Uji-t. Varians yang besar mengakibatkan *standard error* juga besar. Bila *standard error* terlalu besar maka besar pula kemungkinan taksiran  $\beta$  menjadi tidak signifikan.



- Sekalipun multikolinieritas dapat mengakibatkan banyak variabel yang tidak signifikan, tetapi koefisien determinasi ( $R^2$ ) tetap tinggi, dan uji F signifikan.
- Hal lain yang kadang terjadi adalah angka estimasi koefisien regresi yang didapat akan mempunyai nilai yang tidak sesuai dengan substansi, atau kondisi yang dapat diduga atau dirasakan akal sehat, sehingga dapat menyesatkan interpretasi.

### c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas memiliki tujuan untuk memastikan bahwa semua residual atau *error* mempunyai varian yang sama. Ada beberapa alasan mengapa heteroskedastisitas menjadi begitu penting diperhatikan ketika melakukan estimasi koefisien regresi dengan OLS, yaitu akan mengakibatkan varian koefisien regresi yang lebih besar, sehingga akan mengandung konsekuensi interval kepercayaan semakin lebar. Uji hipotesis baik Uji-t atau Uji-F akan terpengaruh yang berakibat uji hipotesis tidak akurat, dan pada akhirnya akan membawa dampak pula pada keakuratan kesimpulan. Melihat hal-hal tersebut, maka cukup banyak alasan untuk memberikan perhatian cukup pada masalah heteroskedastisitas pada saat membuat model regresi (Nachrowi dan Usman, 2006).

Hipotesa terhadap pengujian adalah sebagai berikut :

$H_0$  : tidak ada heteroskedastisitas

$H_1$  : ada heteroskedastisitas

Keputusan :

Jika signifikan  $< 0,05$ , maka  $H_0$  tidak dapat diterima (ada heteroskedastisitas)

Jika signifikan  $> 0,05$ , maka  $H_0$  tidak dapat ditolak (tidak ada heteroskedastisitas)

### d. Uji Autokorelasi

Uji ini diasumsikan bahwa residu-residu yang saling berurutan seharusnya saling bebas. Artinya, tidak ada pola untuk residu tersebut, residu tersebut sangat tidak berhubungan, dan tidak muncul residu-residu yang bernilai positif atau negatif secara terus-menerus. Ketika residu-residu yang berurutan saling berkorelasi, maka akan disebut sebagai autokorelasi.. Autokorelasi yang kuat dapat

menyebabkan dua variabel yang tidak berhubungan menjadi berhubungan. Bila metode OLS digunakan, maka akan terlihat koefisien signifikansi, atau  $R^2$  yang besar. Autokorelasi sering terjadi ketika data dikumpulkan selama suatu periode waktu.

Metode yang dapat diterapkan untuk mendeteksi autokorelasi adalah uji Durbin-Watson ( $DW$ ). Uji ini juga tersedia dalam program SPSS. Tabel  $DW$  terdiri atas dua nilai, yaitu batas bawah ( $d_L$ ) dan batas atas ( $d_U$ ). Nilai-nilai ini dapat digunakan sebagai pembandingan uji  $DW$  dengan aturan sebagai berikut (Nachrowi dan Usman, 2006):

- Bila  $DW < d_L$ ; berarti ada korelasi yang positif
- Bila  $d_L \leq DW \leq d_U$ ; berarti tidak dapat ditarik kesimpulan
- Bila  $d_U < DW < 4 - d_U$ ; berarti tidak ada korelasi yang positif maupun negatif
- Bila  $4 - d_U \leq DW \leq 4 - d_L$ ; berarti tidak dapat ditarik kesimpulan
- Bila  $DW > 4 - d_L$ ; berarti ada korelasi negatif

#### e. Uji *Goodness of Fit* ( $R^2$ )

Koefisien Determinasi (*Goodness of Fit*) yang dinotasikan dengan  $R^2$ , merupakan suatu ukuran yang penting dalam regresi, karena dapat menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang terestimasi. Atau dengan kata lain, angka tersebut dapat mengukur seberapa dekatkah garis regresi yang terestimasi dengan data sesungguhnya. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) ini mencerminkan seberapa besar variasi dari variabel dependen dapat diterangkan oleh variabel independen. Bila  $R^2 = 0$ , artinya variasi dari variabel dependen tidak dapat diterangkan oleh variabel independen sama sekali. Sementara bila  $R^2 = 1$ , artinya variasi dari variabel dependen secara keseluruhan dapat diterangkan oleh variabel independen. Dengan kata lain bila  $R^2 = 1$ , maka semua titik pengamatan berada tepat pada garis regresi. Dengan demikian, baik atau buruknya suatu persamaan regresi ditentukan oleh  $R^2$ -nya yang mempunyai nilai antara 0 dan 1 (Nachrowi dan Usman, 2006).

#### f. Uji Statistik F

Uji F diperuntukkan guna melakukan uji hipotesis koefisien (*slope*) regresi secara bersamaan, atau dengan kata lain uji F dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Rumusan hipotesis yang diuji :

$H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = 0$ , berarti secara bersama-sama tidak ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen

$H_1 : b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq 0$ , berarti secara bersama-sama ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Pengujian terhadap hipotesis ini didasarkan atas probabilitas (*significant F*), dimana :

- Jika probabilitas  $> 0,05$ , maka  $H_0$  tidak dapat ditolak, artinya variabel independen tersebut tidak secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  tidak dapat diterima, artinya variabel independen tersebut secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

#### g. Uji Statistik t

Uji t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel terikat. Rumusan hipotesis adalah :

$H_0$  = koefisien regresi tidak signifikan

$H_1$  = koefisien regresi signifikan

Dasar pengambilan keputusan berdasarkan probabilitas yaitu :

- Jika probabilitas  $> 0,05$ , maka  $H_0$  tidak dapat ditolak
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  tidak dapat diterima

### 3.4 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007. Sedangkan penetapan sampel penelitian adalah

berdasarkan sampel yang digunakan oleh Hermawan (2009) dengan kriteria sebagai berikut :

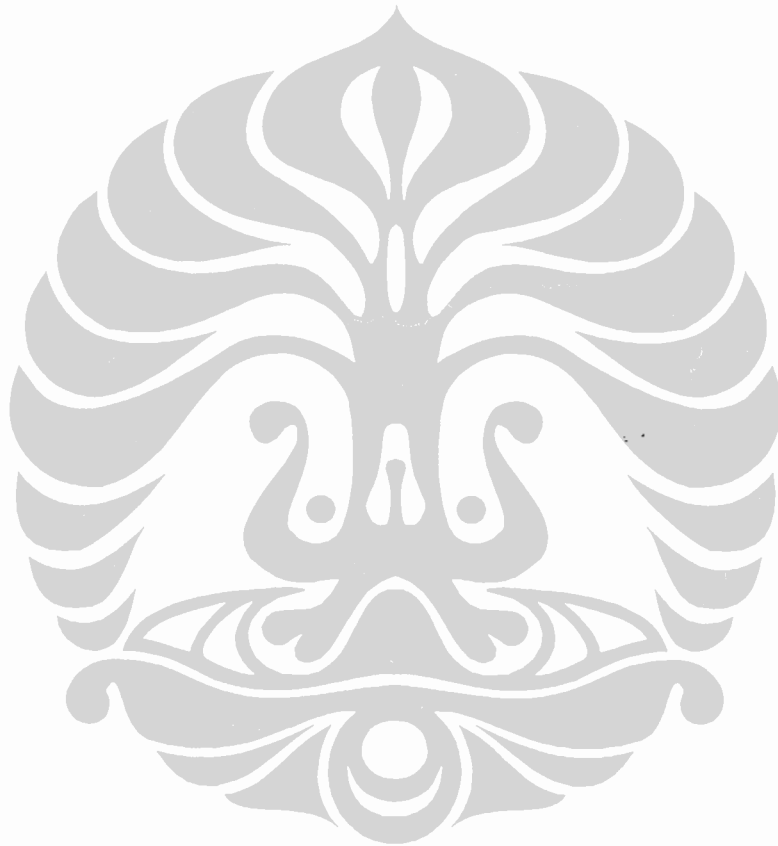
- Perusahaan bukan merupakan perusahaan yang termasuk dalam institusi dan lembaga keuangan, termasuk di dalamnya: perbankan, jasa keuangan, dan asuransi. Hal ini disebabkan karena industri ini sangat *highly regulated* dan juga memiliki format standar laporan keuangan yang berbeda dengan industri lainnya, sehingga apabila dimasukkan dapat menimbulkan bias dalam hasil penelitian.
- Perusahaan memiliki laporan keuangan tahunan yang berakhir setiap tanggal 31 Desember.
- Perusahaan terus terdaftar di BEI selama periode penelitian, yaitu tahun 2007 (tidak pernah terkena *delisting*, suspensi saham, atau *go private*) selama periode penelitian.
- Perusahaan tidak terlibat dalam *corporate control action*, seperti *merger*, akuisisi, atau divestasi selama periode penelitian.
- Perusahaan memiliki laporan tahunan dengan informasi lengkap yang dibutuhkan sebagai data penelitian, khususnya informasi mengenai tata kelola perusahaan sesuai dengan peraturan Bapepam dan LK No. Kep-134/BL/2006 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Tahunan Bagi Emiten atau Perusahaan Publik.
- Perusahaan memiliki data harga saham dan Nilai Harga Saham Individu yang lengkap selama periode pengamatan.

### 3.5 Pengumpulan Data

Informasi dan data yang dibutuhkan untuk penelitian akan diambil dari data sekunder, yaitu sebagai berikut :

- a. Laporan tahunan perusahaan yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Laporan tahunan perusahaan diperoleh melalui *website* BEI, *website* perusahaan, Pusat Riset Pasar Modal (PRPM), Bapepam dan LK, dan Sekretaris Perusahaan yang bersangkutan.
- b. Data beta perusahaan diperoleh dari *Bloomberg* dengan perhitungan data harga saham mingguan selama satu tahun.

- c. Data mengenai *corporate governance* perusahaan diambil dari laporan tahunan perusahaan tahun 2007, karena berdasarkan Surat Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-134/BL/2006, laporan tahunan perusahaan harus menyajikan informasi mengenai struktur *corporate governance* perusahaan dengan rinci.



**BAB 4**  
**ANALISIS HASIL PENELITIAN**

**4.1 Deskripsi Sampel Penelitian**

Berdasarkan kriteria penetapan sampel yang digunakan dalam penelitian Hermawan (2009), diperoleh total sampel sebanyak 198 perusahaan yang memiliki data lengkap untuk 2007, sehingga total perusahaan yang dapat dijadikan sampel adalah 198 perusahaan. Rincian nama perusahaan yang masuk sebagai sampel disajikan pada lampiran 2.

Distribusi sampel berdasarkan industri disajikan pada Tabel 4.1 berikut ini:

**Tabel 4.1**  
**Distribusi Perusahaan Sampel Berdasarkan Industri**

No.	Industri	Jumlah	Persentase
1	Pertanian	7	3,54%
2	Pertambangan	6	3,03%
3	Industri Dasar dan Kimia	35	17,68%
4	Aneka Industri	32	16,16%
5	Industri Barang Konsumsi	28	14,14%
6	Properti dan Real estat	32	16,16%
7	Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	12	6,06%
8	Perdagangan, Jasa, dan Investasi	46	23,23%
	Total	198	100%

Sumber: Hasil Penelitian

Berdasarkan Tabel 4.2 terlihat bahwa sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel bergerak di industri manufaktur (industri dasar dan kimia, aneka industri, dan industri barang konsumsi), yaitu sebanyak 47,98% dari total sampel. Setelah

itu diikuti dengan industri perdagangan, jasa, dan investasi sebanyak 23,23% dan industri properti, real estat, dan konstruksi sebanyak 16,16%. Sedangkan sisanya tersebar di berbagai industri lainnya.

#### 4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Sebelum diolah lebih lanjut, data yang diperoleh diperiksa apakah memiliki data *outliers*. Penelitian ini mengikuti pendekatan Hermawan (2009) dalam menetapkan data *outliers*, yaitu data yang terletak di luar batas angka 3 standar deviasi di atas dan di bawah nilai rata-rata (*mean*) dari variabel tersebut. Kemudian data *outliers* akan diganti dengan angka tertinggi atau terendah yang terdapat dalam data observasi yang masih berada di dalam batas-batas 3 standar deviasi (*winsorized approach*). Dengan demikian tidak terdapat observasi yang dikeluarkan dari data yang akan diolah. Statistik deskriptif dari data variabel lainnya yang digunakan dalam model penelitian berdasarkan data yang sudah tidak mengandung *outliers* disajikan pada Tabel 4.2.

**Tabel 4.2**  
**Analisis Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Q	198	0,2048	10,1514	1,7399	1,6459
CAP	198	0,0000	0,1936	0,0423	0,0478
BOARDSCORE	198	22,0000	51,0000	42,01	5,7890
ROE	198	-0,8661	0,9267	0,1026	0,2419
RISK	198	-2,4347	2,9409	0,6645	0,8258

Sumber : Hasil Penelitian

Berdasarkan Tabel 4.2 diketahui bahwa terdapat lima variabel penelitian (Q, CAP, BOARDSCORE, ROE dan RISK) dengan jumlah sampel secara keseluruhan sebanyak 198 sampel. Dengan nilai minimum sebagai nilai terendah untuk setiap

variabel, dan nilai maksimum untuk nilai tertinggi untuk setiap variabel dalam penelitian. Dalam tabel juga dapat dilihat mean dari setiap nilai dari masing-masing variabel. Selain itu juga dapat dilihat standar deviasi nilai dari data masing-masing variabel.

Dari hasil pengujian statistik deskriptif, terlihat bahwa rata-rata Q perusahaan di Indonesia pada tahun yang diamati adalah 1,7399. Dimana standar deviasi dari Q adalah 1,6459. Dengan nilai minimum 0,2048 dan maksimum adalah 10,1514. Dapat dilihat bahwa rata-rata Q perusahaan sampel sudah cukup baik, karena memiliki nilai lebih dari 1.

Dari hasil uji statistik deskriptif, dapat disimpulkan bahwa rata-rata pengeluaran investasi barang modal (CAP) perusahaan di Indonesia adalah 0,0423 dengan standar deviasi 0,0478. Nilai maksimum sebesar 0,1936 dan nilai minimum adalah 0,0000. Dari data ini dapat dilihat bahwa terdapat beberapa perusahaan yang tidak melakukan keputusan investasi barang modal pada tahun penelitian.

Variabel BOARDSCORE memiliki nilai rata-rata sebesar 42,01% dari nilai maksimum 51 dan minimum 17. Ini berarti, kinerja dewan komisaris di Indonesia sudah 82% berada di nilai maksimum.

Variabel ROE merupakan cerminan profitabilitas perusahaan yang memiliki nilai rata-rata 0,1026. Nilai maksimum ROE adalah 0,9267 dan nilai minimumnya sebesar -0,8661. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat perusahaan yang kinerjanya masih rendah karena mengalami kerugian.

Variabel RISK mencerminkan risiko perusahaan yang diukur dengan beta perusahaan. Nilai rata-rata beta sampel penelitian adalah 0,6645, yang berarti bahwa secara rata-rata risiko observasi penelitian lebih rendah dibandingkan risiko pasar karena nilainya di bawah 1,00, namun bersifat searah dengan risiko



pasar. Nilai rata-rata beta yang kecil tersebut dapat disebabkan oleh adanya beberapa observasi yang tidak memiliki banyak transaksi selama periode penelitian (saham tidur), sehingga ketika dihitung nilai beta perusahaan tersebut nilainya kecil.

#### 4.3 Analisis Korelasi Antar Variabel Model Penelitian

Untuk mendapatkan gambaran mengenai hubungan antar variabel yang digunakan dalam model penelitian, dilakukan analisis korelasi dengan menggunakan koefisien korelasi *Pearson* yang disajikan pada Tabel 4.3 berikut ini. Hasil uji normalitas penelitian ini menunjukkan hasil yang tidak normal. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan logaritma pada data variabel dependen agar model regresi memenuhi asumsi normalitas.

**Tabel 4.3**  
**Analisis Korelasi *Pearson***

	logQ	DCAP	DBOARD SCORE	ROE	RISK
logQ	1,000				
DCAP	0,171** (0,008)	1,000			
DBOARDSCORE	-0,004 (0,477)	-0,019 (0,395)	1,000		
ROE	0,213** (0,001)	0,121* (0,045)	0,066 (0,176)	1,000	
RISK	0,071 (0,162)	0,077 (0,142)	-0,021 (0,384)	-0,092 (0,099)	1,000

Sumber : Hasil Penelitian

\*\* Signifikan pada level  $\alpha = 1\%$  (*1-tailed*)

\* Signifikan pada level  $\alpha = 5\%$  (*1-tailed*)

Angka di dalam kurung menunjukkan *p-value*

Berdasarkan Tabel 4.3, hasil uji *Pearson Correlation* menghasilkan kesimpulan sebagai berikut :

- a. Variabel DCAP berkorelasi positif dan signifikan dengan  $\log Q$ , yang berarti semakin besar DCAP semakin besar juga nilai  $Q$ . Hubungan ini yang menjadi dasar dari model yang menunjukkan pengaruh pengeluaran investasi barang modal terhadap nilai perusahaan. Variabel ini signifikan pada level  $\alpha = 5\%$
- b. Variabel DBOARDSCORE memiliki korelasi negatif terhadap  $\log Q$ , tetapi tidak signifikan.
- c. Variabel  $\log Q$  berkorelasi positif dan signifikan terhadap variabel kontrol yaitu ROE. Hubungan ini memperkuat hipotesa penelitian bahwa profitabilitas perusahaan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian yang diperoleh mendukung hasil penelitian Chung *et al.* (2003) yang menyatakan bahwa rasio Tobins'q secara signifikan dan positif berhubungan dengan pengukuran profitabilitas (*return to capital*).
- d. Variabel RISK memiliki korelasi yang positif terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak signifikan.

Besarnya koefisien korelasi antar variabel independen dalam model rata-rata relatif kecil, yaitu di bawah 0,70. Dengan koefisien korelasi yang rendah antar variabel independen kemungkinan timbulnya multikolinieritas dalam model yang menggunakan variabel independen tersebut secara bersama-sama menjadi lebih kecil.

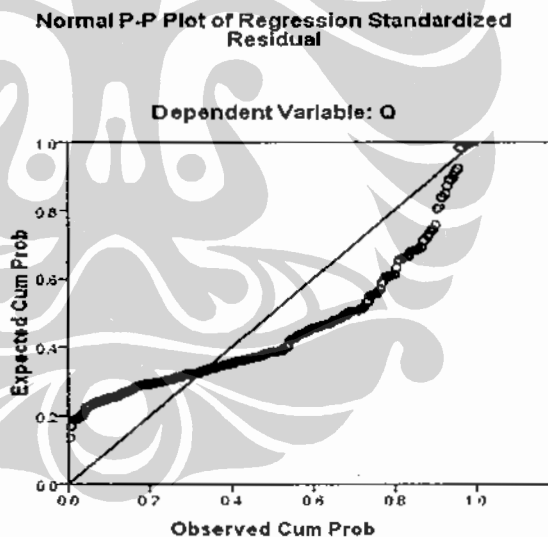
#### 4.4 Uji Asumsi Klasik

Pada penelitian ini dilakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu sebelum melakukan pengujian hipotesis. Pengujian asumsi klasik yang dilakukan terdiri atas uji normalitas, uji multikolinieritas, dan uji heteroskedasitas. Penelitian ini tidak melakukan uji autokorelasi karena periode pengamatan yang digunakan hanya satu tahun (*cross sectional*).

#### 4.4.1 Uji Normalitas

Pengujian normalitas dalam model regresi menggunakan analisis grafik *Normal P-P Plot* yang disajikan pada Gambar 4.1. Grafik *Normal P-P Plot* menunjukkan penyebaran data variabel dependen. Jika penyebaran data dalam grafik berada di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonalnya, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Berdasarkan Gambar 4.1 terlihat bahwa penyebaran data yang ditunjukkan oleh penyebaran titik-titik tidak mengikuti garis diagonal. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi belum memenuhi asumsi normalitas. Hal ini juga semakin diperkuat dengan hasil uji Kolmogorov-Smirnov pada Tabel 4.4 yang memberikan hasil signifikansi lebih kecil dari 0,05. Ini berarti uji normalitas tidak dapat terpenuhi.



Gambar 4.1.  
Grafik Normal P-P Plot

Sumber : Hasil Penelitian

**Tabel 4.4**  
**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Q
N		198
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	1,739989
	Std. Deviation	1,6459099
Most Extreme Differences	Absolute	0,217
	Positive	0,217
	Negative	-0,208
Kolmogorov-Smirnov Z		3,058
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,000

Sumber: pHasil Penelitian

Oleh karena itu, untuk mengatasi masalah normalitas, maka pada penelitian ini menggunakan logaritma pada data variabel dependen agar model regresi memenuhi asumsi normalitas. Selain itu, dengan jumlah sampel yang cukup banyak, yaitu 198 perusahaan, maka distribusi dari variabel dependen dapat diasumsikan normal.

#### 4.4.2 Uji Multikolinieritas

Hasil keluaran statistik dari model regresi penelitian untuk nilai uji multikolinieritas dapat dilihat pada Tabel 4.5 dan Tabel 4.6. Berdasarkan nilai *Tolerance* dan *VIF* yang terdapat pada tabel tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas pada model regresi penelitian karena semua nilai *VIF* berada di bawah 10 dan nilai *Tolerance* berada di atas 0,100.

Untuk hipotesis 1a, hasil dari uji multikolinieritas dapat dilihat dari Tabel 4.4 dan untuk hipotesis 2a, hasil dari uji multikolinieritas dapat dilihat dari Tabel 4.5.

**Tabel 4.5**  
**Pengujian Multikolinieritas dengan VIF dan Tolerance**

$$Q_i = \beta_0 + \beta_1 DCAP_i + \beta_2 ROE_i + \beta_3 RISK_i + \varepsilon_i$$

Model	Unstandardized Coefficients	Collinearity Statistics	
	B	Tolerance	VIF
(Constant)	0,053		
DCAP	0,079	0,978	1,023
ROE	0,236	0,975	1,026
RISK	0,027	0,984	1,017

Sumber : Hasil Penelitian

$Q_i$  = rasio Tobin's q perusahaan  $i$  pada tahun penelitian,  $DCAP_i = 1$  apabila rasio pengeluaran investasi barang modal (*capital expenditure*) tahunan terhadap jumlah aset perusahaan  $i$  pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan median, dan 0 apabila sebaliknya,  $ROE_i$  = rasio profitabilitas perusahaan  $i$  pada tahun penelitian,  $RISK_i$  = risiko perusahaan yang diukur dengan beta sistematis mingguan perusahaan  $i$  pada tahun penelitian

**Tabel 4.6**  
**Pengujian Multikolinieritas dengan VIF dan Tolerance**

$$Q_i = \beta_0 + \beta_1 DCAP_i + \beta_2 DCAP_i * DBOARDSCORE_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 RISK_i + \varepsilon_i$$

Model	Unstandardized Coefficients	Collinearity Statistics	
	B	Tolerance	VIF
(Constant)	0,053		
DCAP	0,055	0,148	6,737
DCAP*DBOARDSCORE	0,026	0,149	6,702
ROE	0,237	0,974	1,027
RISK	0,027	0,983	1,017

Sumber : Hasil Penelitian

$Q_i$  = rasio Tobin's q perusahaan  $i$  pada tahun penelitian,  $DCAP_i = 1$  apabila rasio pengeluaran investasi barang modal (*capital expenditure*) tahunan terhadap jumlah aset perusahaan  $i$  pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan median, dan 0 apabila sebaliknya,

$DBOARDSCORE_i = 1$  apabila skor efektivitas dewan komisaris perusahaan  $i$  pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan 34, dan 0 apabila sebaliknya,  $ROE_i =$  rasio profitabilitas perusahaan  $i$  pada tahun penelitian,  $RISK_i =$  risiko perusahaan yang diukur dengan beta sistematis mingguan perusahaan  $i$  pada tahun penelitian

#### 4.4.3 Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji White untuk model penelitian hipotesis 1a dan 2a disajikan pada Tabel 4.7 dan Tabel 4.8. Dari kedua tabel dapat dilihat bahwa nilai p-value dari variabel  $Obs \cdot R$ -squared adalah 0,0003 dan 0,0008, yang berarti lebih kecil dari 0,05, sehingga hipotesis bahwa model regresi bersifat homoskedastis tidak dapat diterima. Model penelitian akan diregresikan dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Coefficient Covariance*.

**Tabel 4.7**  
**Uji White untuk Masalah Heteroskedastisitas**  
 $Q_i = \beta_0 + \beta_1 DCAP_i + \beta_2 ROE_i + \beta_3 RISK_i + \varepsilon_i$

F-statistic	6,911967	Probability	0,0002
Obs*R-squared	19,11980	Probability	0,0003

Sumber : Hasil Penelitian

$Q_i =$  rasio Tobin's  $q$  perusahaan  $i$  pada tahun penelitian,  $DCAP_i = 1$  apabila rasio pengeluaran investasi barang modal (*capital expenditure*) tahunan terhadap jumlah aset perusahaan  $i$  pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan median, dan 0 apabila sebaliknya,  $ROE_i =$  rasio profitabilitas perusahaan  $i$  pada tahun penelitian,  $RISK_i =$  risiko perusahaan yang diukur dengan beta sistematis mingguan perusahaan  $i$  pada tahun penelitian

**Tabel 4.8**  
**Uji White untuk Masalah Heteroskedastisitas**

$$Q_i = \beta_0 + \beta_1 DCAP_i + \beta_2 DCAP_i^* DBOARDSCORE_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 RISK_i + \varepsilon_i$$

F-statistic	5,094460	Probability	0,0006
Obs*R-squared	18,90924	Probability	0,0008

Sumber : Hasil Penelitian

$Q_i$  = rasio Tobin's q perusahaan  $i$  pada tahun penelitian,  $DCAP_i = 1$  apabila rasio pengeluaran investasi barang modal (*capital expenditure*) tahunan terhadap jumlah aset perusahaan  $i$  pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan median, dan 0 apabila sebaliknya,  $DBOARDSCORE_i = 1$  apabila skor efektivitas dewan komisaris perusahaan  $i$  pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan 34, dan 0 apabila sebaliknya,  $ROE_i$  = rasio profitabilitas perusahaan  $i$  pada tahun penelitian,  $RISK_i$  = risiko perusahaan yang diukur dengan beta sistematis mingguan perusahaan  $i$  pada tahun penelitian

#### 4.4.4 Analisis Simultan (Uji-F)

Uji F digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen yang meliputi keputusan investasi barang modal serta variabel kontrol yang meliputi profitabilitas dan risiko perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan. Berdasarkan hasil pada Tabel 4.9 pengujian model untuk hipotesis 1a dengan uji-F menunjukkan nilai  $p = 0,0020$  dan *F-statistic* sebesar 5,0949. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa model penelitian sudah menggambarkan bahwa variabel independen bersama dengan variabel kontrol lainnya secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependennya. Dengan demikian model penelitian ini valid untuk digunakan.

Untuk hipotesis 2a, uji F digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen yang meliputi keputusan investasi barang modal dan variabel moderasi yang meliputi total skor efektivitas pengawasan dewan komisaris serta variabel kontrol yang meliputi profitabilitas dan risiko perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.10 pengujian model untuk hipotesis 2a dengan uji-F menunjukkan nilai *F-statistic* sebesar 3.8191 dan nilai  $p = 0,0052$ . Hasil tersebut mengindikasikan bahwa model penelitian sudah menggambarkan bahwa variabel independen bersama dengan variabel moderasi dan variabel kontrol lainnya secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependennya. Dengan demikian model penelitian ini valid untuk digunakan.

#### 4.4.5 Analisis *Goodness-of-Fit* (*Adj. R<sup>2</sup>*)

*Goodness of Fit* yang dinotasikan dengan  $R^2$ , merupakan suatu ukuran yang penting dalam regresi, karena dapat menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang terestimasi. Nilai ini mencerminkan seberapa besar variasi dari variabel dependen dapat diterangkan oleh variabel independen. Apabila nilai  $R^2 = 0$ , artinya variasi dari dependen tidak dapat diterangkan oleh independen sama sekali. Sementara bila  $R^2 = 1$ , artinya variasi dari dependen secara keseluruhan dapat diterangkan oleh independen. Dengan demikian baik atau buruknya suatu persamaan regresi ditentukan oleh  $R^2$  - nya yang mempunyai nilai antara nol dan satu.

Uji  $R^2$  untuk hipotesis 1a dapat dilihat dari Tabel 4.9. Nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,05869, yang berarti bahwa variabel independen yang digunakan dalam model dapat menjelaskan perubahan Q sebanyak 5,87%. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.

Uji  $R^2$  untuk hipotesis 2a dapat dilihat dari Tabel 4.10. Nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,0541, yang berarti bahwa variabel independen yang digunakan dalam model dapat menjelaskan perubahan Q sebanyak 5,41%. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.



#### 4.4.6 Uji Statistik t

Hasil uji t untuk hipotesis 1a dapat dilihat dari Tabel 4.9 dan untuk hipotesis 2a dapat dilihat dari Tabel 4.10. Uji ini digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, maka digunakan nilai hasil estimasi uji t dengan membandingkan nilai probabilitasnya. Apabila nilai probabilitas kurang dari  $\alpha = 5\%$ , maka dapat dikatakan mempunyai pengaruh atau signifikan dan apabila nilai probabilitas kurang dari  $\alpha = 10\%$ , maka akan dikatakan *marginal* signifikan.

**Tabel 4.9**  
**Hasil Regresi Model Penelitian (Hipotesis 1a)**

$$Q_i = \beta_0 + \beta_1 DCAP_i + \beta_2 ROE_i + \beta_3 RISK_i + \varepsilon_i$$

Variable	Expected Sign	Unstandardized Coefficients	t	Sig.
		B		
C		0,0528	1,8635	0,0319
DCAP	+	0,0786	1,8507	0,0328**
ROE	+	0,2360	1,6413	0,0512*
RISK	+	0,0217	1,2290	0,1103
Adjusted R-squared	0,0586			
F-statistic	5,0949			
Prob(F-statistic)	0,0020			

Sumber : Hasil Penelitian

\* Signifikan pada level  $\alpha = 10\%$  (*1-tailed*)

\*\* Signifikan pada level  $\alpha = 5\%$  (*1-tailed*)

$Q_i$  = rasio Tobin's q perusahaan i pada tahun penelitian,  $DCAP_i = 1$  apabila rasio pengeluaran investasi barang modal (*capital expenditure*) tahunan terhadap jumlah aset perusahaan i pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan median, dan 0 apabila sebaliknya,  $ROE_i$  = rasio profitabilitas perusahaan i pada tahun penelitian,  $RISK_i$  = risiko perusahaan yang diukur dengan beta sistematis mingguan perusahaan i pada tahun penelitian

**Tabel 4.10**  
**Hasil Regresi Model Penelitian (Hipotesis 2a)**

$$Q_i = \beta_0 + \beta_1 DCAP_i + \beta_2 DCAP_i * DBOARDSCORE_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 RISK_i + \varepsilon_i$$

Variable	Expected Sign	Unstandardized Coefficients	T	Sig.
		B		
C		0,0528	1,8605	0,0322
DCAP	+	0,0549	0,5437	0,2937
CAP*DBOARDSCORE	+	0,0257	0,2593	0,3979
ROE	+	0,2368	1,6469	0,0506*
BETA	+	0,0265	1,2234	0,1114
Adjusted R-squared	0,0541			
F-statistic	3,8191			
Prob(F-statistic)	0,0052			

Sumber : Hasil Penelitian

\* Signifikan pada level  $\alpha = 10\%$  (1-tailed)

$Q_i$  = rasio Tobin's q perusahaan  $i$  pada tahun penelitian,  $DCAP_i = 1$  apabila rasio pengeluaran investasi barang modal (*capital expenditure*) tahunan terhadap jumlah aset perusahaan  $i$  pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan median, dan 0 apabila sebaliknya,  $DBOARDSCORE_i = 1$  apabila skor efektivitas dewan komisaris perusahaan  $i$  pada tahun penelitian lebih besar atau sama dengan 34, dan 0 apabila sebaliknya,  $ROE_i$  = rasio profitabilitas perusahaan  $i$  pada tahun penelitian,  $RISK_i$  = risiko perusahaan yang diukur dengan beta sistematik mingguan perusahaan  $i$  pada tahun penelitian

#### 4.5 Analisis Hasil Pengujian Hipotesis

##### 4.5.1 Pengaruh Keputusan Investasi Barang Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Pengujian hipotesis 1a ditujukan untuk menguji bahwa keputusan investasi barang modal akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.9 terlihat bahwa variabel DCAP memiliki koefisien positif dan signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan keputusan investasi barang modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini mendukung hipotesis penelitian 1a, sehingga hipotesis 1a tidak dapat ditolak.

Hasil pengujian ini sesuai dengan prediksi dan mendukung penelitian Huang *et al.* (2007) yang menyatakan bahwa *capital expenditure* memiliki tanda positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan tanpa melihat peran pengawasan dewan komisaris. Kim (2004) dalam Huang *et al.* (2007) juga menemukan adanya hubungan positif antara keputusan investasi dengan nilai perusahaan. Dushnitsky dan Lenox (2006) juga mendukung hasil penelitian ini. Mereka mendapatkan hasil penelitian bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Mereka menemukan bahwa perusahaan yang melakukan *capital expenditure* yang besar juga akan meningkatkan nilai Tobin's Q. Penelitian yang sama juga dikemukakan oleh Cheng (2008) yang menemukan hasil *capital expenditure* memiliki koefisien positif dan signifikan pada  $\alpha = 1\%$ . Hasil ini berarti bahwa pengeluaran investasi barang modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan investasi barang modal dapat meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan harus benar-benar memperhatikan efektivitas keputusan yang diambil karena akan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan di masa yang akan datang.

#### **4.5.2 Pengaruh Keputusan Investasi Barang Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Kondisi Terdapat Efektivitas Dewan Komisaris**

Pengujian hipotesis 2a ditujukan untuk menguji skor dewan komisaris yang tinggi akan memperkuat pengaruh keputusan investasi barang modal terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.10 terlihat bahwa variabel  $DCAP*DBOARDSCORE$  memiliki koefisien positif namun tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa dewan komisaris yang efektif tidak dapat memperkuat pengaruh keputusan barang modal yang dilakukan oleh perusahaan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hasil ini tidak mendukung hipotesis penelitian 2a, sehingga hipotesis 2a tidak dapat diterima.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Chung *et al.* (2003) yang menyatakan bahwa *capital expenditure* akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada  $\alpha = 1\%$  apabila memiliki proporsi *outside directors* yang tinggi dan sebaliknya apabila perusahaan memiliki proporsi *outside directors* yang kecil, maka *capital expenditure* tidak akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Ada beberapa kemungkinan penyebab dewan komisaris yang efektif tidak dapat meningkatkan pengaruh positif keputusan barang modal terhadap nilai perusahaan, yaitu menurut *Forum Corporate Governance in Indonesia* (2000), dewan komisaris di Indonesia memiliki kelemahan antara lain:

- Aktifnya peran dewan komisaris dalam praktek sangat bergantung pada lingkungan yang diciptakan oleh perusahaan yang bersangkutan. Di Indonesia, sering terjadi bahwa anggota dewan komisaris sama sekali tidak menjalankan peran pengawasannya yang sangat mendasar terhadap dewan direksi. Dewan komisaris sering dianggap tidak memiliki manfaat. Hal ini dapat dilihat dalam fakta, bahwa banyak dewan komisaris tidak memiliki kemampuan, dan tidak menunjukkan independensinya sehingga dewan komisaris juga gagal untuk mewakili kepentingan *stakeholders*.
- Kepemilikan saham yang terpusat dalam satu kelompok atau satu keluarga dapat menjadi salah satu penyebab lemahnya posisi dewan komisaris, karena pengangkatan posisi anggota dewan komisaris diberikan rasa penghargaan semata maupun berdasarkan hubungan keluarga atau kenalan dekat. Hal ini juga yang menyebabkan *agency problem* tidak terlalu banyak muncul di Indonesia.
- Mantan pejabat pemerintahan atau yang masih aktif biasanya diangkat sebagai anggota dewan komisaris suatu perusahaan dengan tujuan agar mempunyai akses ke instansi pemerintah yang bersangkutan. Dalam hal ini integritas dan kemampuan dewan komisaris seringkali menjadi kurang penting.

Kemungkinan kelemahan dewan komisaris di Indonesia juga dibuktikan oleh penelitian Kusumastuti *et al.* (2007) menyatakan bahwa ukuran dewan terbukti secara statistik tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Ia menemukan bahwa:

- Proporsi *outside directors* secara statistik tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan rendahnya kesadaran emiten untuk menerapkan aturan *board governance* karena aturan tersebut bersifat himbauan dan tidak adanya sanksi yang tegas dari pihak regulator.
- Variabel umur dewan komisaris juga ditemukan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini diduga karena semakin tua seseorang, semakin banyak masalah kesehatan yang dihadapi, yang pada akhirnya akan menyebabkan penurunan kemampuan intelektualnya.
- Proporsi anggota dewan yang memiliki latar belakang bisnis dan ekonomi juga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga didukung oleh Ehikioya (2007) yang menemukan bahwa *board size* berpengaruh positif, tetapi tidak signifikan terhadap Tobin's Q.

Kelemahan efektivitas dewan komisaris juga didukung oleh penelitian Hermawan (2009), yang menemukan bahwa:

- Lebih dari separuh jumlah observasi memiliki proporsi anggota dewan yang bekerja pada perusahaan pemegang saham atau afiliasinya lebih dari 30%. Proporsi yang semakin besar dapat mengurangi independensi dewan komisaris.
- Tingkat kehadiran rata-rata dewan komisaris pada observasi penelitian kebanyakan masih kurang dari 70% dalam setahun atau tidak diungkapkan dalam laporan tahunan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa dewan komisaris masih kurang aktif dalam memberikan kontribusinya untuk perusahaan.
- Pada umumnya dewan komisaris kurang dari 5 orang, namun tidak lebih dari 15 orang. Sehingga persentase terbesar penelitiannya terdapat pada nilai *Poor*. Ukuran yang sangat kecil dari dewan komisaris dapat menyebabkan kurangnya

kelengkapan kompetensi dan kemampuan dewan komisaris untuk melakukan pengawasan secara menyeluruh.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Cheng (2008) yang menyatakan bahwa *board size* memiliki koefisien negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menyatakan bahwa semakin banyak jumlah *board size*, maka nilai perusahaan juga akan semakin menurun. Cheng (2008) juga menemukan bahwa persentase *independen directors* memiliki koefisien negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Ehikioya (2007) menyatakan bahwa *board skill* memiliki koefisien negatif dan tidak signifikan terhadap Tobin's Q. Oleh karena itu, ia menyarankan bahwa *board* harus memiliki keahlian sesuai dengan kebutuhan perusahaan, keinginan belajar yang tinggi dan memiliki kinerja yang superior. Carter *et al.* (2007) menemukan bukti bahwa kehadiran rapat oleh *board* memiliki koefisien negatif dan tidak signifikan terhadap Tobin's Q.

#### **4.6 Analisis Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap Nilai Perusahaan**

##### **4.6.1 Pengaruh Profitabilitas Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil penelitian pada Tabel 4.8 untuk hipotesis 1a terlihat bahwa variabel ROE memiliki koefisien positif dan marginal signifikan pada  $\alpha = 10\%$ . Untuk hipotesis 2a, dapat dilihat dari Tabel 4.9 yang menunjukkan bahwa variabel ROE memiliki koefisien positif dan marginal signifikan pada  $\alpha = 10\%$ . Hal ini berarti bahwa profitabilitas yang diukur dengan menggunakan ROE memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian Ghosh (2008) yang menyatakan bahwa peningkatan profitabilitas yang diukur dengan ROE akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Dari penelitian ini maka dapat dijelaskan bahwa ROE sangat menarik bagi pemegang saham maupun calon pemegang saham, dan juga manajemen karena

rasio tersebut merupakan ukuran atau indikator penting dari *shareholder value creation*. Artinya, semakin tinggi rasio ROE, semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hal ini tentunya merupakan daya tarik investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut.

#### **4.6.2 Pengaruh Risiko Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.8 untuk hipotesis 1a, terlihat bahwa variabel RISK memiliki koefisien positif dan tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Hasil yang sama juga ditunjukkan pada Tabel 4.9 untuk hipotesis 2a. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Murhadi (2008) yang menemukan bahwa risiko sistematis yang diwakili oleh beta tidak mampu menjelaskan perubahan nilai perusahaan. Dari hasil penelitian ini ditemukan bahwa risiko tidak dapat dipastikan mempengaruhi nilai perusahaan.

Hasil dari penelitian ini tidak mendukung penelitian Siregar (2008) dalam Murhadi (2008) yang menyatakan bahwa setiap peningkatan beta akan meningkatkan harga saham. Temuan penelitian ini juga tidak mendukung temuan penelitian sebelumnya, antara lain Chung *et al.* (2003) yang menyatakan bahwa risiko perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, serta Shin dan Stulz (2000) yang menyatakan bahwa peningkatan risiko sistematis dapat membuat nilai Q menurun.

## BAB 5

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan berdasarkan kerangka pemikiran bahwa keputusan investasi barang modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tujuan utamanya adalah untuk membuktikan apakah keputusan investasi barang modal dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini juga melihat penerapan *good corporate governance* melalui peran dewan komisaris dalam keputusan investasi barang modal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Efektifitas dewan komisaris yang tinggi diharapkan dapat memperkuat pengaruh keputusan investasi barang modal terhadap nilai perusahaan.

Dari hasil estimasi penelitian dengan menggunakan 198 perusahaan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Hasil uji menunjukkan bahwa keputusan investasi barang modal dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dari hasil ini dapat dilihat bahwa *capital expenditure* merupakan pengeluaran yang dapat meningkatkan nilai total aktiva tetap atau memperpanjang umur manfaat aktiva tetap. Oleh karena itu, pengeluaran ini dilihat oleh investor sebagai pengeluaran yang dapat memberikan manfaat atau hasil untuk jangka waktu yang lebih dari satu tahun. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar aliran tambahan modal, semakin besar kemampuan perusahaan untuk memanfaatkannya sebagai tambahan investasi, sehingga perusahaan memiliki kesempatan untuk dapat bertumbuh. Dengan demikian akan mengakibatkan kenaikan harga saham pada perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan *return* yang diterima pemegang saham.
2. Hasil uji menunjukkan secara statistik bahwa efektifitas dewan komisaris tidak dapat memperkuat pengaruh keputusan investasi barang modal terhadap nilai perusahaan. Namun tanda positif pada koefisien sebenarnya sudah menggambarkan adanya hubungan yang positif antara peran dewan komisaris



yang efektif dalam keputusan investasi barang modal terhadap nilai perusahaan meskipun tidak secara langsung. Hal ini mungkin terjadi karena aktifnya peran komisaris dalam prakteknya sangat bergantung pada lingkungan perusahaan. Di Indonesia, dewan komisaris sering dianggap tidak memiliki manfaat serta proses pemilihan anggota dewan komisaris juga tidak berdasarkan kompetensi dan independensinya. Dengan demikian, aktivitas serta ukuran dewan komisaris tidak dapat memberikan kontribusi yang baik bagi nilai perusahaan.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian

- a. Jumlah sampel penelitian ini terbatas, yaitu perusahaan yang diambil dari tahun 2007. Sampel perusahaan yang diobservasi juga bukan merupakan perusahaan dalam institusi keuangan dan perbankan.
- b. Penelitian ini hanya berfokus pada pengaruh keputusan investasi barang modal terhadap nilai perusahaan. *Proxy* keputusan investasi menggunakan besarnya pengeluaran kas untuk investasi barang modal (*capital expenditure*) dalam satu tahun dan nilai perusahaan diukur dengan data pada akhir tahun tertentu dengan menggunakan *proxy* Tobin's  $q$ . Sehingga, penelitian ini mengabaikan adanya kemungkinan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan pada periode tersebut selain keputusan investasi barang modal.
- c. Penelitian ini hanya menguji keputusan investasi barang modal yang dilakukan oleh perusahaan, tanpa melihat investasi yang tidak diambil untuk meningkatkan nilai perusahaan.
- d. Sampel penelitian ini mengikutsertakan perusahaan-perusahaan yang tidak aktif diperdagangkan selama periode penelitian, sehingga dapat mempengaruhi nilai beta perusahaan.
- e. Berdasarkan teori, diketahui bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor, namun penelitian ini hanya menggunakan dua variabel kontrol.
- f. Penelitian ini menggunakan hasil perhitungan total skor yang dilakukan oleh Hermawan (2009) berdasarkan pada independensi, aktivitas, ukuran dan kompetensi dewan komisaris. Sistem penilaian ini mengadopsi *checklist* yang dikembangkan oleh IICD. Meskipun *checklist* dinyatakan dapat dipercaya

ketika menggunakan *cronbach alpha test*, namun selalu ada celah untuk penyesuaian lebih lanjut.

- g. Kriteria skor efektifitas dewan komisaris menggunakan nilai *good*, *fair* dan *poor*. Teknik skor ini dapat menimbulkan hasil yang bias karena adanya ketidakakuratan penilaian yang dilakukan oleh peneliti.

### 5.3 Saran

#### 5.3.1 Bagi Investor

Dari hasil penelitian ini, dapat dilihat bahwa investor kurang memperhatikan peran pengawasan dewan komisaris dalam suatu pertimbangan dalam melakukan investasi di suatu perusahaan. Oleh karena itu, investor diharapkan dapat lebih menyadari pentingnya peran pengawasan dewan komisaris, karena dewan komisaris merupakan pihak yang melindungi hak dan kepentingan pemegang saham. Apabila hal ini tercapai, maka *agency problem* juga dapat diminimalisasi, sehingga setiap keputusan yang diambil oleh pihak manajemen khususnya keputusan investasi barang modal dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan investor.

#### 5.3.2 Bagi Peneliti dan Akademisi

Berdasarkan hasil penelitian ini, maka terdapat beberapa saran untuk penelitian selanjutnya :

- a. Penelitian selanjutnya dapat mendalami mengenai keputusan investasi perusahaan dengan memfokuskan pada total pengeluaran investasi secara keseluruhan.
- b. Penelitian selanjutnya dapat membuat *time window* tertentu dari keputusan investasi barang modal (*capital expenditure*) terhadap nilai perusahaan sehingga faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan dapat terisolasi.
- c. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel lain untuk model penelitian ini khususnya pada variabel kontrol. Dengan penambahan variabel tersebut diharapkan peneliti selanjutnya mampu meningkatkan kemampuannya untuk menjelaskan model penelitiannya.

- d. Penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian dengan menguji efektifitas pengawasan dewan komisaris secara parsial, yaitu hanya dengan menggunakan skor independensi, aktivitas, ukuran, kompetensinya saja.
- e. Penelitian selanjutnya dapat melakukan penilaian dengan menggunakan lima skor dalam menentukan efektifitas pengawasan dewan komisaris, yaitu *good*, *fairly good*, *fair*, *fairly bad* dan *bad*. Dengan demikian pengaruh bias dan variasi dari hasil penilaian dapat dikurangi.
- f. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan data periode yang lebih panjang, sehingga dapat menggunakan metode data panel. Dengan mengambil periode yang lebih panjang, diharapkan perusahaan-perusahaan yang tercatat pada BEI telah melaporkan laporan tahunan yang memenuhi ketentuan Bapepam dan LK secara lebih baik.

### 5.3.3 Bagi Perusahaan

Perusahaan harus benar-benar dapat melaksanakan *good corporate governance* dengan memperhatikan cara pemilihan dewan komisaris agar bersifat transparan. Diharapkan perusahaan dapat memilih anggota dewan komisaris yang memiliki karakteristik independen dan berkompentensi dengan melihat ukuran serta aktivitas dewan komisarisnya. Sehingga diharapkan dewan komisaris yang efektif dapat mempengaruhi keputusan investasi yang bersifat menambah nilai perusahaan.

### 5.3.4 Bagi Regulator

Regulator diharapkan dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai bahan pertimbangan untuk melakukan penyesuaian dan kajian atas *good corporate governance* khususnya mengenai karakteristik yang berhubungan dengan efektifitas peran *monitoring* dewan komisaris dalam suatu perusahaan. Pemerintah dapat melakukan *regulatory driven*, karena prinsip *good corporate governance* tidak akan berjalan dengan baik tanpa adanya daya paksa. Apabila hal ini dapat tercapai, maka diharapkan akan tercipta lingkungan bisnis yang sehat.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R.K., & Samwick, A.A. (2003). Why do managers diversify their firms? agency costs reconsidered. *Journal of Finance*, 58, 71-118.
- Arifin, Johar (2007). *Aplikasi Excel untuk Perencanaan Bisnis*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Ben, Zion. U. (1978). The investment aspects of non-productive expenditure: an empirical test. *Journal of Economics and Business*, 30, 224-229.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of The Political Economy*, 111, 1043-1075.
- Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J. (2009). *Investments* (8th ed.). New York : McGraw-Hill.
- Bonifasius (2009). Pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan peran faktor pemoderasian. *Working Paper*. <http://www.univpancasila.ac.id>.
- Brick, I.E., & Chidambaran, N.K. (2010). Board meetings, committee structure and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16, 533-553.
- Brickley, J.A., Jeffrey, L.C., & Rory, L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 6, 371-390.
- Brigham, E.F., & Gapenski, L.C. (1996). *Intermediate financial management* (5th ed.). Sea Harbor Drive : The Dryden Press.
- Byrd, J.W., Hickman, K.A., (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32, 195-221.
- Carter, D.A., Simkins, B.J., Souza F.D., & Simpson W.G. (2007). The diversity of corporate board committees and financial performance. *Working Paper*. <http://www.ssrn.com>.
- Chan, S.H., Gau, G.W., Wang, K., (1994). Stock market reaction to capital investment decisions: evidence from business relocations. *Journal of Financial and Quantative Analysis*, 30, 81-100.
- Changanti. R.S., V. Mahajan., & Sharma S. (1985). Corporate board size, composition, and corporate failures in retailing industry. *Journal of Management Studies*, 22, 400-417.

- Chen, Y.R. (2008). Corporate governance and cash holdings: listed new economy versus old economy firms. *Journal of Economics*, 16, 430-442.
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87, 157-176.
- Chung, K.H., Wright, P. & Charaonwong, C. (1998). Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions. *Journal of Banking and Finance*, 22, 41-60.
- Chung., K.E., Wright, P., & Kedia., B. (2003). Corporate governance and market valuation of capital and R&D investments. *Review of Financial Economics*, 12, 161-172.
- Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28, 387-399.
- Cotter, J.F., Shivdasani, A., Zenner, M. (1997). Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics*, 43, 195-218.
- Darmawati, D., Khomsiyah, Rahayu, R.G. (2005). Hubungan corporate governance dan kinerja perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 8, 65-81.
- Deere, J. (2004). Equipment demonstrators can clinch sales. *John Deere Journal*, 33, 1-15.
- Dhaliwal, D. (2006). Audit committee financial expertise, corporate governance and accrual quality: an empirical analysis. *Working Paper*. <http://www.ssrn.com>.
- Donaldson, L., & Davis, J.H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49-64.
- Dushnitsky, G., & Lenov, M.J. (2006). When does corporate venture capital investment create firm value? *Journal of Business Venturing*, 21, 753-772.
- Easterbrook, F.H. (1984). Two agency cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Ehikioya, B.I. (2007). Corporate governance structure and firm performance in developing economies : evidence from Nigeria. *Research Paper*, 9, 231-243.
- Eisenberg, T., Sundrager, S., & Wells, M. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency theory : an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14, 57-74.

- Emirzon, J. (2006). Regulatory driven dalam implementasi prinsip-prinsip good corporate governance pada perusahaan di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*, 4, 92-114.
- Fama, E.F., & French, K.R. (1998). Taxes, financing decision, and firm value. *Journal of Finance*, 53, 819-844.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (2000), *Peranan dewan komisaris dan komite audit dalam pelaksanaan corporate governance*. <http://www.fcgi.or.id>.
- Ghosh, S. & Ghosh, A. (2008). Do leverage, dividend policy and profitability influence the future value of firm? evidence from India. *Working Paper*. <http://www.ssrn.com>.
- Gompers, P.A., Ishii, J.L., & Metrick, A. (2001). Corporate governance and equity prices. *Working paper*. <http://www.ssrn.com>.
- Griner, E.H., & Gordon, L.A. (1995). Internal cash flow, insider ownership, and capital expenditures : a test of the pecking order and managerial hypotheses. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22, 179-199.
- Hall, B.H. (1993). The stock market's valuation of R&D investment during the 1980's. *American Economic Review*, 83, 259-264.
- Hamidi, M., Mansor, N., & Asid, R. (2008). Managerial capital expenditure decisions: a study of malaysian listed companies using an ordered logistic regression analysis. *Working Paper*. <http://www.sites.google.com/site/icmbangkok2>.
- Haryanto, M.Y., & Riyanto. (2007). Pengaruh suku bunga sertifikat bak indonesia dalam nilai kurs terhadap risiko sistematik saham perusahaan di BEJ. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, 5, 24-40.
- Helland, E., & Skyuta, M. (2005). Who's monitoring the monitor? do outside directors protect shareholders' interest ? *The Financial Review*, 40, 155-172.
- Herawaty, V. (2008). Peran praktek corporate governance sebagai moderating variabel dari pengaruh earning management terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 10, 97-108.
- Hermawan, A.A. (2009). *Pengaruh efektifitas dewan komisaris dan komite audit, kepemilikan oleh keluarga, dan peran monitoring bank terhadap kandungan informasi laba*. Disertasi Universitas Indonesia.
- Hirschey, M. (1982). Intangible capital aspects of advertising and R&D expenditures. *Journal of Industrial Economics*, 30, 375-390.
- Horne, J.C., & Wachowicz, J.M. (2005). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan* (12th ed.). Jakarta: Salemba Empat.

- Huang, Derek. T, Chen, Sung. S., & Liu, Z.C. (2007). Board composition, capital expenditure, and corporate value in high-technology firms. *Proceedings of the 13th Asia Pacific Management Conference*, 784-793.
- Huse, M. (2007). *Boards, Governance and Value Creation*. Cambridge : Cambridge University Press.
- Jensen, M.C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 3, 831-880.
- Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm : managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- John, K., & Knyazeva, D. (2006). Governance and conservatism in investment decisions. *Working Paper*. <http://www.robinson.gsu.edu>.
- Jose, M.L. Nicholas, L.M., & Stevens, J. (1986). Contributions of diversification, promotion, and R&D to the value of multiproduct firms : a Tobin's q approach. *Financial Management*, 15, 33-42.
- Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J.W., & Scott, D.F. (2008). *Manajemen Keuangan* (10th ed). Indonesia: PT. Indeks.
- Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta No. Kep-33/BEJ/07-2001 Tentang "Peraturan Pencatatan Efek Nomor I-A".
- Keputusan Menteri Negara BUMN No. Kep 23/M-PM PBUMN/2000 Pasal 6 Tentang "Penerapan Good Corporate Governance".
- Komite Nasional Indonesia (2001), *Indonesian Code For Good Corporate Governance* <http://www.ecgi.org>.
- Komite Nasional Kebijakan Governance (2006), *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. <http://www.governance-indonesia.com>.
- Kothari, S.P., & Zimmerman, L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 155-192.
- Kusumastuti, S., Supatmi, & Sastra P., (2007). Pengaruh board diversity terhadap nilai perusahaan dalam perspektif corporate governance. *Jurnal Ekonomi Akuntansi*, 9, 88-98.
- Lang, L., & Stulz, R., (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.

- Lasni, L. & Kholisoh L., (2009). Fundamental analysis and risk factors on share price on systematic basic and chemical industry in indonesia stock exchange. *Working Paper*. <http://papers.gunadarma.ac.id/index.php/economy/article/view/351/322>.
- Lipton, M., & Lorsch, J.W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Journal of Business lawyer*, 48, 59-77.
- Lukviarman, N. (2004). Etika bisnis tak berjalan di Indonesia: ada apa dalam corporate governance? *Journal Siasat Bisnis*, 9, 139-156.
- Mak, Y.T., & Roush, M.L. (2000). Factors affecting the charactersitics of boards of directors : an empirical study of new zealend initial public offering firms. *Journal of Business Research*, 47, 147-159.
- McConnell, J.J., & Muscarella, C.J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422.
- McConnell, J.J., & Sarveas, H. (1990). Additional evidence on equity oenership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Meythi. (2005). Konflik keagenan: tinjauan teoritis dan cara mengurangnya. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 5, 1-17.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management Ownership and market valuation : an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Mulyadi. (2001). *Akuntansi Biaya* (5th ed.). Yogyakarta : STIE YKPN.
- Munter, P., & Kren, L. (1995). The impact of uncertainty and monitoring of board of directors on incentive system design. *Managerial Auditing Journal*, 10, 23-34.
- Muntoro, R.K. ((2007). Membangun dewan komisaris yang efektif. *Working Paper*. <http://lmfeui.com/data/mui>.
- Murhadi, R.W. (2008). Hubungan capital expenditure, risiko sistematis, struktur modal, tingkat kemampulabaan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 7, 11-23.
- Myers, S.C. (1977). Determinant of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Nachrowi, D. Nachrowi, & Usman, Hardius (2006). *Ekonometrika untuk analisis ekonomi dan keuangan*, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2004), *OECD principles of corporate governance*. <http://www.oecd.org>.



- Parrino, R.S., & Starks, L. (2002). Voting with their feet : ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 68, 3-46.
- Petra, S.T. (2005). Do outside independent directors strenghten corporate boards? Corporate Governance. *International Journal of Business in Society*, 5, 55-64.
- Rahim, Abdul. R., Yaacob, M.H., Alias, N., & Noor, F.M. (n.d). Investment, board governance and firm value: a panel data analysis. *Working Paper*. <http://www.wbiconpro.com>.
- Rosenberg, B., & Guy, J. (1976). Prediction of beta from investment fundamentals. *Financial Analysts Journal*, 32, 62-70.
- Rosenstein, S., & Wyatt J.G. (1997). Inside directors, board effectiveness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 44, 229-250.
- Shiue, M.J., Lin, C.J., & Liu, Y.P. (2009). Board characteristics and overvalued equity: evidence from taiwan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 32, 104-113.
- Situmorang, H., Muda, I., Dalimunte, D.M., Fadli, Syarief., (2010). *Analisis data: untuk riset manajemen dan bisnis* (1st ed). Medan: USU Press.
- Soliha, Euis & Taswan. (2002). Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan serta beberapa faktor yang mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 9, 149-163.
- Spence, M.J. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87, 355-374.
- Sujoko & Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh struktur kepemilikan saham, leverage, faktor intern dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9, 41-48.
- Sulatiningsih & Zulkifli. (1999). *Akuntansi Biaya* (1st ed.). Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Tim Studi Pengkajian Penerapan Prinsip-Prinsip OECD 2004 dalam Peraturan Bapepam mengenai Corporate Governance, (2006). Studi penerapan prinsip-prinsip OECD 2004 dalam peraturan bapepam mengenai corporate governance. *Working Paper*. [http:// www.bapepam.go.id/pasar\\_modal/Studi-Penerapan-OECD.pdf](http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/Studi-Penerapan-OECD.pdf)
- Titman, S., Tompaidis, S., & Tsyplakov, S. (2004). Market imperfections, investment optionality and default spreads. *Journal of Finance*, 59, 345-373.
- Trueman, B. (1986). *Why do managers voluntarily release earning forecasts?* *Journal of Accounting and Economics*, 8, 53-71.

- Tunggal, I.S., & Tunggal, A.W. (2002). *Membangun good corporate governance*. Jakarta: Harvarindo.
- Turnbull, S. (1997). Corporate governnace: it's scope, concerns and theories. *Corporate Governance : An International Review*, 5, 180-205.
- Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Financial Economics*, 53, 113-142.
- Wahyudi, U., & Pawestri, H.P. (2006). Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan: dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, 1-25.
- Warren, C.S., Reeve, J.M., & Fees, P.E. (2005). *Pengantar Akuntansi* (21st ed). Buku Satu. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Warren, C.S., Reeve, J.M., & Fees, P.E. (2008). *Pengantar Akuntansi* (21st ed). Buku Dua. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Weisbach, M.S. (1998). *Outside directors and CEO turnover*. *Journal of Financial Economics*, 20, 432-460.
- Weston, F.J., & Brigham E.F. (1993). *Essential of managerial finance* (9th ed.). Florida: The Dryden Press.
- Yermack, D. (1996). *Higher market valuation of companies with a small board of directors*. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.

**Lampiran 1**  
**Metode Scoring Untuk BOARDSCORE**  
**Berdasarkan Penelitian Hermawan (2009)**

**A. Independensi Board of Directors**

1. Jumlah proporsi dewan komisaris. Matolcsy *et al.* (1997) dalam Kusumastuti *et al.* (2007) berpendapat bahwa dewan yang didominasi oleh direksi dari dalam perusahaan (*inside directors*) cenderung akan memiliki tata kelola yang lemah (*weak governance*), hal ini dikarenakan sebagai orang dalam, mereka wajib untuk memonitor dirinya sendiri (*self-monitor*). Sedangkan dewan yang didominasi oleh *outsider* akan menghasilkan tata kelola yang lebih kuat karena mereka bertindak sebagai pihak yang independen. Direksi PT Bursa Efek Jakarta dengan suratnya Nomor: Kep-339/BEJ/07-2001 tanggal 21 Juli 2001 menetapkan bahwa komisaris independen harus berjumlah minimal 30% dari jumlah keseluruhan anggota komisaris. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila jumlah proporsi komisaris independen di atas 50%.
- *Fair* : apabila jumlah proporsi komisaris independen di antara 30% - 50%.  
Pertimbangan ini sesuai dengan jumlah batasan yang telah ditetapkan oleh BEJ.
- *Poor* : apabila jumlah proporsi komisaris independen di bawah 30%

2. Komisaris utama merupakan komisaris independen. Sebagai ketua dari dewan komisaris, komisaris utama memiliki wewenang dalam menetapkan keputusan akhir dalam rapat dewan komisaris, sehingga pengaruh dan peran dari komisaris utama tentunya lebih besar dibandingkan komisaris lainnya. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila komisaris utama merupakan komisaris yang independen
- *Poor* : apabila komisaris utama bukan merupakan komisaris yang independen

3. Terdapat definisi independen untuk komisaris independen di laporan tahunannya. Definisi independen ini harus jelas sesuai dengan yang telah ditetapkan oleh BEJ, Bapepam dan LK. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila terdapat definisi independen yang jelas bagi komisaris, sesuai dengan definisi yang telah ditetapkan oleh BEJ maupun Bapepam dan LK.
- *Poor* : apabila tidak terdapat definisi independen yang jelas bagi komisaris, sesuai dengan definisi yang telah ditetapkan oleh BEJ maupun Bapepam dan LK.

4. Jumlah proporsi anggota dewan komisaris yang bekerja pada perusahaan pemegang saham atau perusahaan afiliasinya. Klein (1996) dalam Vafeas (1999) menemukan bahwa afiliasi *directors* akan memainkan peranan yang berbeda di kewajibannya, karena mereka lebih fokus terhadap komite yang akan melaksanakan keputusan untuk melakukan investasi dan pendanaan daripada komite pengawasan. Efektifitas peran *monitoring* dewan komisaris dapat berkurang apabila perusahaan pemegang saham menunjuk orang yang bekerja pada perusahaan tersebut atau afiliasinya untuk menjadi komisaris pada perusahaan yang dimilikinya. Oleh karena itu, hal ini sangat penting untuk dilihat agar independensi dewan komisaris dapat terjaga. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila jumlah proporsi anggota dewan komisaris yang bekerja pada perusahaan pemegang saham atau afiliasinya tidak lebih dari 30%. Jumlah batasan ini dipertimbangkan berdasarkan peraturan BEJ yang mensyaratkan bahwa proporsi komisaris independen adalah minimal 30%, sehingga apabila proporsi anggota komisaris yang bersifat tidak independen, yaitu merupakan karyawan dari perusahaan afiliasi yang dimiliki pemegang saham pengendali tidak lebih dari 30%, maka dianggap baik karena berarti tidak melebihi proporsi komisaris independen.
- *Fair* : apabila jumlah proporsi anggota dewan komisaris yang bekerja pada perusahaan pemegang saham atau afiliasinya di antara 30% - 50%. Jumlah ini sudah menunjukkan proporsi yang tidak terlalu baik.

- *Poor* : apabila jumlah proporsi anggota dewan komisaris yang bekerja pada perusahaan pemegang saham atau afliasinya di atas 50%. Hal ini berarti proporsi anggota dewan komisaris tersebut bersifat mayoritas dan akan mengurangi independensi anggota dewan komisaris.

5. Terdapat komite nominasi dan komite remunirasi dalam elemen *corporate governance* perusahaan. Komite nominasi diharapkan dapat membuat penunjukan dewan komisaris dan dewan direksi yang lebih independen dan profesional. Komite remunerasi berfungsi untuk menetapkan besarnya remunirasi yang akan diberikan kepada dewan komisaris dan dewan direksi. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila perusahaan memiliki kedua komite tersebut, yaitu komite nominasi dan komite remunerasi.
- *Fair* : apabila perusahaan hanya memiliki salah satu komite dari dua komite tersebut, yaitu komite nominasi atau komite remunerasi.
- *Poor* : apabila perusahaan tidak memiliki komite nominasi maupun komite remunerasi.

6. Lama menjabat sebagai dewan komisaris di perusahaan yang bersangkutan. Apabila semakin lama seseorang menjadi sebagai komisaris di suatu perusahaan, maka akan mengurangi independensi dan obyektifitas dalam menjalankan tugasnya. Menurut Rosenstein dan Wyatt (1997), menyatakan bahwa *board* dapat menjabat suatu posisi paling tidak selama lima tahun dan mereka menyatakan bahwa *tenure* tidak berhubungan secara signifikan terhadap *abnormal returns*. Pada umumnya masa jabatan dewan komisaris berkisar antara 3 - 5 tahun. Masa jabatan 5 (lima) tahun khususnya ditetapkan untuk perusahaan perseroan sesuai dengan peraturan pemerintah Republik Indonesia No.12 tahun 1998. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila rata-rata lama menjabat dari anggota dewan komisaris adalah sampai dengan 5 (lima) tahun
- *Fair* : apabila rata-rata lama menjabat dari anggota dewan komisaris adalah di atas 5 (lima) tahun sampai dengan 10 (sepuluh) tahun

- *Poor* : apabila rata-rata lama menjabat dari anggota dewan komisaris adalah di atas 10 (sepuluh) tahun.

## B. Aktivitas Dewan Komisaris

7. Terdapat pernyataan yang jelas oleh perusahaan mengenai tanggung jawab dewan komisaris. Apabila tugas dan tanggung jawab dewan komisaris dipaparkan dengan jelas, maka dewan komisaris seharusnya akan lebih dapat menjalankan tugasnya sesuai dengan peran yang diharapkan. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila terdapat pernyataan yang jelas oleh perusahaan mengenai tanggung jawab dewan komisaris
- *Poor* : apabila tidak terdapat pernyataan yang jelas oleh perusahaan mengenai tanggung jawab dewan komisaris

8. Jumlah rapat dewan komisaris yang dilakukan dalam satu tahun. Dewan komisaris yang aktif melakukan rapat akan mencerminkan keaktifan dari peran pengawasannya. Vafeas (2000) menemukan persentase tertinggi dalam melakukan rapat adalah 6 (enam) kali dalam setahun, sedangkan persentase kedua tertinggi adalah 4 (empat) kali dalam setahun. Berdasarkan data tersebut, kriteria penilaian ditetapkan sebagai berikut:

- *Good* : apabila dewan komisaris mengadakan rapat lebih dari 6 (enam) kali dalam satu tahun
- *Fair* : apabila dewan komisaris mengadakan rapat sebanyak 4 (empat) sampai 6 (enam) kali dalam satu tahun
- *Poor* : apabila dewan komisaris mengadakan rapat kurang dari 4 (empat) kali dalam satu tahun

9. Jumlah tingkat kehadiran dalam rapat dewan komisaris selama satu tahun. Karakteristik ini juga sangat penting diperhatikan untuk melihat keaktifan anggota dewan komisaris dalam melaksanakan fungsinya. Batasan dalam kriteria penelitian ini menggunakan kriteria yang digunakan oleh IICD

sebagaimana juga yang diterapkan oleh Hermawan (2009). Kriteria penilaian adalah:

- *Good* : apabila tingkat kehadiran rata-rata anggota dewan komisaris dalam rapat dewan komisaris selama setahun berjumlah lebih dari 80%.
- *Fair* : apabila tingkat kehadiran rata-rata anggota dewan komisaris dalam rapat dewan komisaris selama setahun berjumlah 70% - 80%.
- *Poor* : apabila tingkat kehadiran rata-rata anggota dewan komisaris dalam rapat dewan komisaris selama setahun berjumlah kurang dari 70%.

10. Dewan komisaris melakukan evaluasi atas laporan keuangan perusahaan. Dengan mengevaluasi laporan keuangan, maka dewan komisaris dapat mengetahui informasi dari kinerja manajemen. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila dalam laporan tahunan perusahaan dewan komisaris memberikan pernyataan tentang evaluasi terhadap laporan keuangan perusahaan
- *Poor* : apabila dalam laporan tahunan perusahaan dewan komisaris tidak memberikan pernyataan tentang evaluasi terhadap laporan keuangan perusahaan.

11. Dewan komisaris melakukan evaluasi tahunan terhadap kinerja manajemen. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila dalam laporan tahunan perusahaan dewan komisaris memberikan pernyataan tentang evaluasi kinerja manajemen.
- *Poor* : apabila dalam laporan tahunan perusahaan dewan komisaris tidak memberikan pernyataan tentang evaluasi kinerja manajemen.

12. Dewan komisaris melakukan penilaian atas prospek bisnis yang disiapkan oleh manajemen. Hal ini dilakukan untuk memastikan bahwa manajemen telah membuat perencanaan stratejik yang tepat bagi kelangsungan hidup perusahaan dan kinerja jangka panjang perusahaan. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila dalam laporan tahunan perusahaan dewan komisaris memberikan pernyataan tentang evaluasi atas prospek bisnis yang disiapkan oleh manajemen.

- *Poor* : apabila dalam laporan tahunan perusahaan dewan komisaris tidak memberikan pernyataan tentang evaluasi atas prospek bisnis yang disiapkan oleh manajemen.

### C. Jumlah anggota (*size*) Dewan Komisaris

13. Jumlah anggota dewan komisaris. Menurut Kusumastuti *et al.* (2007), rata-rata ukuran dewan dalam suatu perusahaan adalah sebanyak 8-9 orang. Lipton dan Lorsch (1992) merekomendasikan jumlah yang terbatas bagi *board* yaitu sampai 10 orang, dan pilihan ukuran yang lebih baik adalah 8 atau 9. Menurut Yermack (1996) hanya sedikit sekali *board* yang memiliki anggota kurang dari 6 orang dan lebih dari 24 orang. Berdasarkan data-data tersebut, kriteria penilaian ditetapkan sebagai berikut:

- *Good* : apabila dewan komisaris perusahaan terdiri dari 5-10 orang.
- *Fair* : apabila dewan komisaris perusahaan terdiri dari 11-15 orang.
- *Poor* : apabila dewan komisaris perusahaan terdiri dari lebih dari 16 orang anggota atau kurang dari 5 orang anggota.

### D. Kompetensi Dewan Komisaris

14. Jumlah proporsi anggota dewan komisaris memiliki kompetensi pengetahuan di bidang keuangan dan akuntansi. Hal ini bertujuan agar komisaris dapat memberikan evaluasi dan analisis yang lebih efektif terhadap laporan keuangan yang dibuat oleh manajemen. Menurut Kusumastuti *et al.* (2007), dilihat dari latar belakang pendidikan ekonomi dan bisnis, ada 41,21% anggota dewan yang memiliki latar belakang pendidikan ekonomi dan bisnis. Nilai tersebut menunjukkan bahwa latar belakang pendidikan ekonomi dan bisnis menjadi hal yang cukup penting dalam perusahaan. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila jumlah proporsi dewan komisaris yang memiliki latar belakang pendidikan atau pekerjaan di bidang akuntansi atau keuangan adalah lebih dari 50%.



- *Fair* : apabila jumlah proporsi dewan komisaris yang memiliki latar belakang pendidikan atau pekerjaan di bidang akuntansi atau keuangan adalah di antara 30% - 50%.
  - *Poor* : apabila jumlah proporsi dewan komisaris yang memiliki latar belakang pendidikan atau pekerjaan di bidang akuntansi atau keuangan adalah kurang dari 30%.
15. Jumlah proporsi anggota dewan komisaris yang memiliki pengalaman dalam dunia bisnis, yaitu memiliki pengalaman sebagai komisaris di perusahaan termasuk perusahaan yang bersangkutan atau sebagai CEO di perusahaan lain. Hal ini perlu diperhatikan agar dewan komisaris dapat melaksanakan fungsinya dengan efektif karena sudah memiliki pengalaman yang cukup di dunia usaha dan pengelolaan perusahaan.
- *Good* : apabila jumlah proporsi dewan komisaris yang memiliki pengalaman sebagai komisaris di perusahaan termasuk perusahaan yang bersangkutan atau sebagai CEO di perusahaan lain adalah lebih dari 50%.
  - *Fair* : apabila jumlah proporsi dewan komisaris yang memiliki pengalaman sebagai komisaris di perusahaan termasuk perusahaan yang bersangkutan atau sebagai CEO di perusahaan lain adalah di antara 30% - 50%.
  - *Poor* : apabila jumlah proporsi dewan komisaris yang memiliki pengalaman sebagai komisaris di perusahaan termasuk perusahaan yang bersangkutan atau sebagai CEO di perusahaan lain adalah kurang dari 30%.
16. Jumlah proporsi dewan komisaris yang memiliki pengetahuan yang baik mengenai bisnis perusahaan. Hal ini dimaksudkan agar dewan komisaris dapat melakukan pengawasan dan memberikan evaluasi atas kinerja manajemen yang efektif. Kriteria penilaian:
- *Good* : apabila jumlah proporsi dewan komisaris yang memiliki pengetahuan yang baik mengenai bisnis perusahaan adalah lebih dari 50%.

- *Fair* : apabila jumlah proporsi dewan komisaris yang memiliki pengetahuan yang baik mengenai bisnis perusahaan adalah di antara 30% - 50%.
- *Poor* : apabila jumlah proporsi dewan komisaris yang memiliki pengetahuan yang baik mengenai bisnis perusahaan adalah kurang dari 30%.

17. Rata-rata umur dari anggota dewan komisaris. Hal ini berhubungan dengan pengalaman dan kemampuan seseorang yang dipengaruhi oleh usianya. Menurut penelitian Kusumastuti *et al.* (2007), menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel beranggotakan dewan yang berusia lebih dari 40 tahun. Kriteria penilaian:

- *Good* : apabila rata-rata usia anggota dewan komisaris adalah di atas 40 tahun.
- *Fair* : apabila rata-rata usia anggota dewan komisaris adalah di antara 30 tahun - 40 tahun.
- *Poor* : apabila rata-rata usia anggota dewan komisaris adalah di bawah 30 tahun.

**Lampiran 2**  
**Daftar Nama Perusahaan Sampel Dengan Data 2007**

No. Urut	Kode	Nama Perusahaan	Industri
1	BATA	Sepatu Bata Tbk	Aneka Industri
2	JECC	Jembo Cable Company Tbk	Aneka Industri
3	KBLI	GT Kabel Indonesia Tbk	Aneka Industri
4	SCCO	Supreme Cable Manufacturing Co. Tbk	Aneka Industri
5	BRAM	Indo Kordsa Tbk	Aneka Industri
6	IMAS	Indomobil Sukses Int'l Tbk	Aneka Industri
7	LPIN	Multi Prima Sejahtera Tbk	Aneka Industri
8	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	Aneka Industri
9	ADMG	Polychem Indonesia Tbk	Aneka Industri
10	ARGO	Argo Pantes Tbk	Aneka Industri
11	HDTX	Panasia Indosyntec Tbk	Aneka Industri
12	KARW	Karwell Indonesia Tbk	Aneka Industri
13	MYRX	Saham Seri B Hanson Int'l Tbk	Aneka Industri
14	SIMM	Surya Intrindo Makmur Tbk	Aneka Industri
15	KBLM	Kabelindo Makmur Tbk	Aneka Industri
16	VOKS	Voksel Electric Tbk	Aneka Industri
17	ASII	Astra International Tbk	Aneka Industri
18	AUTO	Astra Otoparts Tbk	Aneka Industri
19	GJTL	Gajah Tunggal Tbk	Aneka Industri
20	NIPS	Nipress Tbk	Aneka Industri
21	PRAS	Prima Alloy Steel Tbk	Aneka Industri
22	DOID	Delta Dunia Petroindo Tbk	Aneka Industri
23	ERTX	Eratex Djaja Tbk	Aneka Industri
24	ESTI	Ever Shine Textile Inds. Tbk	Aneka Industri
25	INDR	Indorama Syntetics Tbk	Aneka Industri
26	MYTX	Apac Citra Centertex Tbk	Aneka Industri
27	PAFI	Panasia Filament Inti Tbk	Aneka Industri
28	PBRX	Pan Brothers Tex Tbk	Aneka Industri
29	POLY	Polysindo Eka Perkasa Tbk	Aneka Industri
30	RDTX	Roda Vivatex Tbk	Aneka Industri
31	RICY	Ricky Putra Globalindo Tbk	Aneka Industri
32	SSTM	Sunson Textile Manufacture Tbk	Aneka Industri
33	BATI	BAT Indonesia Tbk	Industri Barang Konsumsi
34	LMPI	Langgeng Makmur Plastic I Tbk	Industri Barang Konsumsi

35	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk	Industri Barang Konsumsi
36	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	Industri Barang Konsumsi
37	SKLT	Sekar Laut Tbk	Industri Barang Konsumsi
38	ULTJ	Ultra Jaya Milk Tbk	Industri Barang Konsumsi
39	ADES	Ades Waters Indonesia Tbk	Industri Barang Konsumsi
40	AQUA	Aqua Golden Mississippi Tbk	Industri Barang Konsumsi
41	CEKA	Cahaya Kalbar Tbk	Industri Barang Konsumsi
42	DAVO	Davomas Abadi Tbk	Industri Barang Konsumsi
43	DLTA	Delta Djakarta Tbk	Industri Barang Konsumsi
44	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk	Industri Barang Konsumsi
45	GGRM	Gudang Garam Tbk	Industri Barang Konsumsi
46	HMSP	HM Sampoerna Tbk	Industri Barang Konsumsi
47	INAF	Indofarma Tbk	Industri Barang Konsumsi
48	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	Industri Barang Konsumsi
49	KAEF	Kimia Farma Tbk	Industri Barang Konsumsi
50	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk	Industri Barang Konsumsi
51	KICI	Kedaung Indah Can Tbk	Industri Barang Konsumsi
52	KLBF	Kalbe Farma Tbk	Industri Barang Konsumsi
53	MERK	Merck Tbk	Industri Barang Konsumsi
54	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk	Industri Barang Konsumsi
55	MRAT	Mustika Ratu Tbk	Industri Barang Konsumsi
56	MYOR	Mayora Indah Tbk	Industri Barang Konsumsi
57	STTP	Siantar TOP Tbk	Industri Barang Konsumsi
58	TCID	Mandom Indonesia Tbk	Industri Barang Konsumsi
59	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk	Industri Barang Konsumsi
60	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Industri Barang Konsumsi
61	CNKO	Central Korporindo Int'l Tbk	Industri Dasar dan Kimia
62	ALMI	Alumindo Light Metal Inds. Tbk	Industri Dasar dan Kimia
63	APLI	Asiaplast Industries Tbk	Industri Dasar dan Kimia
64	BRNA	Berlina Tbk	Industri Dasar dan Kimia
65	BTON	Betonjaya Manunggal Tbk	Industri Dasar dan Kimia
66	BUDI	Budi Acid Jaya Tbk	Industri Dasar dan Kimia
67	CTBN	Citra Tubindo Tbk	Industri Dasar dan Kimia
68	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk	Industri Dasar dan Kimia
69	DSUC	Daya Sakti Unggul Corp. Tbk	Industri Dasar dan Kimia
70	ETWA	Eterindo Wahanatama Tbk	Industri Dasar dan Kimia
71	IGAR	Kageo Igar Jaya Tbk	Industri Dasar dan Kimia
72	INAI	Indal Aluminium Industry Tbk	Industri Dasar dan Kimia

73	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	Industri Dasar dan Kimia
74	JKSW	Jakarta Kyoei Steel Works Tbk	Industri Dasar dan Kimia
75	LION	Lion Metal Works Tbk	Industri Dasar dan Kimia
76	LMSH	Lion Mesh P. Tbk	Industri Dasar dan Kimia
77	SIPD	Sierad Produce Tbk	Industri Dasar dan Kimia
78	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk	Industri Dasar dan Kimia
79	SRSN	Indo Acidatama Tbk	Industri Dasar dan Kimia
80	SULI	Sumalindo Lestari Jaya Tbk	Industri Dasar dan Kimia
81	TBMS	Tembaga Mulia Semanan Tbk	Industri Dasar dan Kimia
82	TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk	Industri Dasar dan Kimia
83	TOTO	Surya Toto Indonesia	Industri Dasar dan Kimia
84	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk	Industri Dasar dan Kimia
85	ARNA	Arwana Citramulia Tbk	Industri Dasar dan Kimia
86	BRPT	Barito Pacific Tbk	Industri Dasar dan Kimia
87	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Industri Dasar dan Kimia
88	DYNA	Dynaplast Tbk	Industri Dasar dan Kimia
89	EKAD	Ekadharma International	Industri Dasar dan Kimia
90	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk	Industri Dasar dan Kimia
91	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	Industri Dasar dan Kimia
92	MLIA	Mulia Industrindo Tbk	Industri Dasar dan Kimia
93	SMCB	Holcim Indonesia Tbk	Industri Dasar dan Kimia
94	SOBI	Sorini Agro Asia Corporindo Tbk	Industri Dasar dan Kimia
95	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk	Industri Dasar dan Kimia
96	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
97	CMNP	Citra Marga Nusaphala P. Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
98	CMPP	Centris Multi Persada P. Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
99	HITS	Humpuss Intermoda Trans. Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
100	ISAT	Indosat Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
101	MIRA	Mitra Rajasa Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
102	PTRO	Petrosea Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
103	RIGS	Rig Tenders Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
104	SAFE	Steady Safe Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
105	SMDR	Samudera Indonesia Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
106	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
107	ZBRA	Zebra Nusantara Tbk	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
108	ALKA	Alakasa Industrindo Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
109	INTA	Intraco Penta Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
110	KONI	Perdana Bangun Pusaka Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi

111	AIMS	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
112	AKRA	AKR Corporindo Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
113	ALFA	Alfa Retailindo Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
114	ASGR	Astra Graphia Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
115	BAYU	Bayu Buana Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
116	BHIT	Bhakti Investama Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
117	BMTR	Global Mediacom Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
118	BNBR	Bakrie & Brothers Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
119	CENT	Centrin Online Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
120	DNET	Dyviacom Intrabumi Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
121	EPMT	Enseval Putra Megatrading Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
122	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
123	HERO	Hero Supermarket Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
124	HEXA	Hexindo Adiperkasa Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
125	INDX	Indoexchange Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
126	INTD	Inter Delta Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
127	ITTG	Integrasi Teknologi Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
128	LMAS	Limas Centric Indonesia Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
129	LPLI	Lippo E-NET Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
130	LTLS	Lautan Luas Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
131	MAMI	Mas Murni Indonesia Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
132	MDRN	Modern International Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
133	META	Nusantara Infrastructure Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
134	MITI	Mitra Investindo Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
135	MLPL	Multipolar Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
136	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
137	MTDL	Metrodata Electronics Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
138	MTSM	Metro Supermarket Realty Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
139	PLIN	Plaza Indonesia Realty Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
140	PNSE	Pudjiadi & Sons Estate Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
141	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
142	RIMO	Rimo Catur Lestari Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
143	SDPC	Millenium Pharmacon Int'l Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
144	SHID	Hotel Sahid Jaya Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
145	SONA	Sona Topas Tourism Inds. Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
146	TGKA	Tigaraksa Satria Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
147	TKGA	Toko Gunung Agung Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
148	TMPI	AGIS Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi

149	TMPO	Tempo Inti Media Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
150	TURI	Tunas Ridean Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
151	UNTR	United Tractors Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
152	WAPO	Wahana Phonix Mandiri Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
153	WICO	Wicaksana Overseas Int'l Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
154	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk	Pertambangan
155	BUMI	Bumi Resources Tbk	Pertambangan
156	CTTH	Citatah Industri Marmer Tbk	Pertambangan
157	INCO	International Nickel Ind. Tbk	Pertambangan
158	MEDC	Medco Energi International Tbk	Pertambangan
159	TINS	Timah Tbk	Pertambangan
160	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	Pertanian
161	DSFI	Dharma Samudera Fishing Int'l Tbk	Pertanian
162	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk	Pertanian
163	LSIP	PP London Sumatera Tbk	Pertanian
164	MBAI	Multibreeder Adirama Tbk	Pertanian
165	SMAR	SMART Tbk	Pertanian
166	UNSP	Bakrie Sumatra Plantations Tbk	Pertanian
167	BIPP	Bhuwanatala Indah Permai Tbk	Properti dan Real Estate
168	BKSL	Sentul City Tbk	Properti dan Real Estate
169	BMSR	Bintang Mitra Semestaraya Tbk	Properti dan Real Estate
170	CKRA	Citra Kebun Raya Agri Tbk	Properti dan Real Estate
171	CTRA	Ciputra Development Tbk	Properti dan Real Estate
172	CTRS	Ciputra Surya Tbk	Properti dan Real Estate
173	DART	Duta Anggada Realty Tbk	Properti dan Real Estate
174	DILD	Intiland Development Tbk	Properti dan Real Estate
175	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	Properti dan Real Estate
176	ELTY	Bakrieland Development Tbk	Properti dan Real Estate
177	FMII	Fortune Mate Indonesia Tbk	Properti dan Real Estate
178	GMTD	Gowa Makassar Tourism Dev. Tbk	Properti dan Real Estate
179	JIHD	Jakarta Int'l Hotel & Dev. Tbk	Properti dan Real Estate
180	JRPT	Jaya Real Property Tbk	Properti dan Real Estate
181	KARK	Dayaindo Resource Int'l Tbk	Properti dan Real Estate
182	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk	Properti dan Real Estate
183	KPIG	Global Land Development Tbk	Properti dan Real Estate
184	LAMI	Lamicitra Nusantara Tbk	Properti dan Real Estate
185	LPCK	Lippo Cikarang Tbk	Properti dan Real Estate
186	LPKR	Lippo Karawaci Tbk	Properti dan Real Estate

187	MDLN	Modernland Realty Ltd. Tbk	Properti dan Real Estate
188	OMRE	Indonesia Prima Property Tbk	Properti dan Real Estate
189	PTRA	New Century Development Tbk	Properti dan Real Estate
190	PUDP	Pudjiadi Prestige Limited Tbk	Properti dan Real Estate
191	PWON	Pakuwon Jati Tbk	Properti dan Real Estate
192	PWSI	Panca Wiratama Sakti Tbk	Properti dan Real Estate
193	RBMS	Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	Properti dan Real Estate
194	RODA	Royal Oak Development Asia Tbk	Properti dan Real Estate
195	SIIP	Suryainti Permata Tbk	Properti dan Real Estate
196	SMDM	Suryamas Dutamakmur Tbk	Properti dan Real Estate
197	SMRA	Summarecon Agung Tbk	Properti dan Real Estate
198	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk	Properti dan Real Estate

