

Corporate Governance Aspek Keuangan dan Keputusan Pendanaan

Bara Zaretta
Elizabeth Lucky Maretha Sitingjak

Abstract

Ownership which was concentration is one of the characteristic most companies in Indonesia, in the reality have tendency to generate debt agency problem between majority shareholder and creditor. Desire to keep holding to conduct company make majority taking debt as especial choice of financing of company. Beside that using debt will give entire all benefit to majority if success investment, and creditor follow to account loss if failure investment. This phenomenon proven of crisis moment, where according to finding of ADB (Asian Development Bank) the root cause the happening of crisis was the ownership which is more concentrated, less effective of observation him by director of board, market which not yet personated controller of company and 70% financing of company dominated with loan not yet accompanied with enough observation at creditor. Company in Indonesia is generally owned by foreign multinational company or foreigner, domestic company or local people or owned by state. This study will check the company with multinational majority and company with non multinational majority, where have been proved at research before by Suad Husnan (2001) that company with majority multinational have better than company with majority is not multinational, with period of research before the happening of crisis (year 1996) and the happening of crisis (year 1997- 1998). In this study use samples 15 companies with multinational majority shareholder and 29 companies with majority shareholder non multinational. Governance Corporate monetary aspect will indicated with DER (Debt Equity Ratio) and monetary performance will indicated with ROE (Return on Equity) as accountancy indicator and with abnormal of return as capital market indicator. For know how to policy of performance and financing of company will be used by t-test which analyst DER, ROE and both company group. After that, regression used to test influence of DER to ROE, then regression with variable of dummy conducted to know the changed of regression parameter for the periods of crisis and after crisis.

Keywords: corporate governance, DER, ROE, finance aspect, fund decision

*K*risisekonomi Asia, terutama Indonesia, yang berlangsung sejak akhir 1997 berpangkal pada kurangnya profesionalitas dalam pengelolaan bisnis oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia. Salah satu permasalahan dominan yang melanda perusahaan-perusahaan di Indonesia adalah persoalan

kredit macet. Perusahaan-perusahaan tersebut tidak dapat melunasi utang-utang luar negerinya karena melemahnya nilai tukar rupiah terhadap dolar. Sejumlah perusahaan besar diluar perbankan mengandalkan pinjaman lebih dari 100% dibandingkan ekuitas, padahal komposisi dana eksternal yang sehat umumnya dibawah 50% dari ekuitasnya sehingga perusahaan tersebut memiliki daya tahan yang tinggi terhadap krisis (Abeng 1999, dalam Djailil 2000). Memang, tidak hanya sektor swasta yang terlibat permasalahan utang luar negeri, namun fakta menunjukkan bahwa pada tahun 1998 yang merupakan tahun klimaks terjadinya krisis, sektor swasta mempunyai kontribusi terbesar dalam penggunaan utang luar negeri tersebut.

Penerapan *good corporate governance* harus segera dilakukan agar iklim dunia usaha semakin membaik dan karena lemahnya penerapan *good corporate governance* Indonesia sudah mencapai nilai yang sangat rendah, seperti ditunjukkan oleh Tabel.

Menurut Ariyoto (2000), banyak jalan untuk memahami *corporate governance*, namun jalan yang paling dekat adalah dengan memahami teori agensi (*agency theory*) terlebih dahulu. *Agency theory* merupakan salah satu pilar dalam *theory of finance*. *Agency theory* memberikan wawasan analisis untuk bisa mengkaji dampak dari hubungan *agent* dengan *principal* atau *principal* dengan *principal*. Sedangkan menurut Wicaksono (2002) dalam Utama (2003), dijelaskan bahwa

Bara Zaretta,
Alumni Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Unika Soegijapranata Semarang

Elizabeth Lucky Maretha Sitingjak,
Tenaga edukatif tetap Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Unika Soegijapranata Semarang

keberhasilan penerapan *corporate governance* tidak terlepas dari struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan tercermin baik melalui instrumen saham maupun instrumen utang, sehingga melalui struktur tersebut dapat ditelaah kemungkinan bentuk masalah yang akan terjadi. Untuk perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi akan menimbulkan *agency problems* antara pemegang saham pengendali (*majority/controlling shareholders*) dengan pemegang saham minoritas ataupun dengan *stakeholders* yang lain. Dalam kasus ini, pemegang saham mayoritas akan mengendalikan manajemen dan dapat mengambil keputusan-keputusan yang dapat merugikan pemegang saham minoritas. Sedangkan pada perusahaan yang memiliki sifat kepemilikan menyebar (proporsi saham yang dimiliki publik sangat besar) masalah keagenan biasa terjadi antara manajer dengan pemegang saham dan *stakeholders* yang lain. Di Indonesia, sifat kepemilikannya relatif terkonsentrasi, hal ini terbukti dengan sedikitnya rata-rata kepemilikan saham oleh publik. Sehingga dapat diketahui bahwa kemungkinan akan terjadi masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan *stakeholders* yang lain. Untuk mempertahankan kendali atas perusahaannya, pemilik lebih menyukai untuk menggunakan hutang, sehingga perusahaan tersebut akan mempunyai rasio utang-ekuitas yang sangat tinggi. Keputusan penggunaan utang yang lebih besar juga mempunyai keuntungan yang besar bagi pemegang saham pengendali, yaitu tergesernya risiko finansial kepada kreditur, atau dengan kata lain pemilik akan menikmati seluruh manfaat jika

investasi berhasil, dan kreditur ikut menanggung kerugian pada saat investasi gagal (Husnan, 2001). Dalam kondisi tersebut, kreditur akan meminta bunga pinjaman yang tinggi dan mensyaratkan berbagai *covenant* dalam pemberian pinjaman, sehingga penggunaan proporsi utang yang cukup tinggi tidak akan efektif lagi. Masalah keagenan yang kemudian timbul adalah *debt agency problem* atau *agency problem* antara pemilik dengan kreditur, yang akan menimbulkan *agency cost*. Pada akhirnya, *debt agency problem* tersebut akan menurunkan nilai perusahaan dan *agency cost* mungkin akan menjadi lebih besar dari manfaat penggunaan utang (dalam bentuk penghematan pajak).

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah mengetahui bagaimanakah kebijakan pendanaan dalam struktur modal perusahaan, mengetahui bagaimanakah *corporate governance* pada aspek keuangan yang dinilai dari kinerja keuangan perusahaan dan mengetahui bagaimanakah perbedaan pengaruh keputusan pendanaan terhadap kinerja akuntansi perusahaan, pada periode selama krisis (tahun 1997-1998) dan pasca krisis (tahun 1999-2002) untuk perusahaan dengan pemegang saham pengendali perusahaan multinasional dan perusahaan dengan pemegang saham pengendali bukan perusahaan multinasional.

Corporate Governance

Bagi banyak pelaku usaha, konsep *good corporate governance* wajib diterapkan untuk menjamin kelangsungan usahanya, karena pada dasarnya *good corporate governance* adalah sistem dan struktur untuk mengelola perusahaan dengan tujuan meningkatkan nilai pemegang saham serta berbagai pihak lain yang berkepentingan seperti kreditur, supplier, asosiasi usaha, konsumen, pekerja, pemerintah dan masyarakat luas.

Dari beberapa penjelasan di atas dapat dilihat bahwa *good corporate governance* berkaitan erat dengan etika usaha, yang artinya bagaimana seharusnya sebuah usaha itu dijalankan dengan benar. Terdapat empat prinsip standar tentang berlakunya sebuah *good corporate governance* pada sebuah perusahaan,

yaitu *transparency, accountability, fairness* dan *responsibility*. Keempat standar tersebut diulas oleh Bakrie (2000) sebagai berikut:

- 1). *Transparency*, artinya sebuah perusahaan dituntut menyediakan informasi obyektif, akurat dan tepat waktu kepada *shareholders*.
- 2). *Accountability*, artinya sebuah perusahaan harus menciptakan sistem yang kondusif bagi pengawasan yang efektif, yaitu dengan menyeimbangkan kekuasaan antara pemegang saham, komisaris, direksi dan auditor.
- 3). *Fairness*, artinya sebuah perusahaan harus menciptakan kejelasan hak-hak pemegang saham, sistem hukum dan penegakkan peraturan-peraturan yang melindungi hak-hak pemodal.
- 4). *Responsibility*, berarti bahwa sebuah perusahaan harus memenuhi dan mematuhi hukum dan undang-undang yang berlaku, termasuk di dalamnya pemeliharaan lingkungan hidup, hak-hak konsumen, ketenagakerjaan, dan lain sebagainya.

Masalah fundamental yang sangat diperhatikan dalam *corporate governance* adalah mengendalikan kemungkinan terjadinya konflik kepentingan antara *stakeholders* atau pihak-pihak yang terkait dalam perusahaan (Utama, 2003). Lebih lanjut Wicaksono (2000) dalam Utama (2003) menjelaskan bahwa keberhasilan penerapan *corporate governance* tidak terlepas dari struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan tercermin baik melalui instrumen saham maupun instrumen utang, sehingga melalui struktur tersebut dapat ditelaah kemungkinan bentuk masalah keagenan yang akan terjadi.

Pilihan ukuran kinerja merupakan tantangan utama yang dihadapi oleh perusahaan, demikian juga penentuan ukuran kinerja *good corporate governance*. Parameter yang sering digunakan untuk melakukan penilaian terhadap kinerja suatu perusahaan adalah dengan menggunakan pendekatan keuangan yang informasinya diambil dari laporan keuangan, namun cara ini mempunyai banyak kelemahan. Shakhroza (2002) memberikan pengukuran kinerja *good corporate governance* dengan memodifikasi sistem *balanced scorecard*, seperti dalam Tabel 2.

Tabel 1. Good Corporate Governance di Asia Timur

Negara	Indeks Good Corporate Governance
Indonesia	2,88
Malaysia	7,72
Thailand	4,89
Singapura	8,93
Jepang	9,17

Sumber: Booz-Alien & Hamilton (1998), seperti dikutip Sofyan A. Djilili (2000)

Karakteristik Kepemilikan Perusahaan

Menurut Husnan (2001) masalah *corporate governance* merupakan masalah yang timbul sebagai akibat pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan mempunyai kepentingan yang berbeda-beda, maka seringkali masalah tersebut dikelompokkan sesuai dengan karakteristik perusahaan. Hal ini disebabkan karena masalah utama dalam *corporate governance* tersebut mungkin berbeda sesuai dengan karakteristik perusahaan, sabagai berikut:

- 1). Perusahaan yang kepemilikannya sangat menyebar (*dispersed ownership*).
Dalam tipe perusahaan seperti ini masalah keagenan yang sering timbul adalah masalah antara *agent* (pihak manajemen) dengan *owners* (pemegang saham). Masalah ini nampaknya paling sering dijumpai di perusahaan-perusahaan AS yang terdaftar di NYSE.
- 2). Perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi (*closely held*).
Dalam tipe perusahaan seperti ini, timbul dua kelompok pemegang saham, yaitu *controlling* dan *minority shareholders*. Karakteristik ini banyak dijumpai untuk perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa di Indonesia (konglomerat) dan di Korea (*chaebol*). Masalah keagenan yang timbul terutama adalah antara *controlling* dan *minority shareholders*. Masalah keagenan menjadi semakin serius karena seringkali perusahaan yang terdaftar di bursa merupakan salah satu unit usaha dari grup sehingga masalah *self-dealing* yang dapat merugikan *minority shareholders* sering terjadi.
- 3). Perusahaan yang merupakan BUMN.
Tipe perusahaan ini mempunyai kekhususan dalam artian bahwa pemiliknya tidak dapat mengontrol perusahaan secara langsung karena pemilik hanya diwakili oleh pejabat yang ditunjuk (misal menteri). Dengan demikian maka sebenarnya *deal* (kesepakatan) yang terjadi adalah antara wakil pemilik (*agent*) dengan manajemen (yang juga *agent*). Kesepakatan juga dapat terjadi antara

Tabel 2. Contoh Ukuran Kinerja *Corporate Governance*

Parameter	Contoh Ukuran Kinerja
1. <i>Internal operating activities</i>	Efisiensi operasi dan pelayanan, jumlah produk rusak, siklus waktu, tingkat pemakaian kapasitas, ketepatan persediaan, jumlah persediaan yang dikembalikan, jumlah tagihan yang diragukan.
2. <i>Intellectual capital dan corporate learning</i>	Proses pengembangan pegawai seperti pelatihan pegawai, proses pembelajaran pegawai, produktivitas dan pemberdayaan teknologi.
3. <i>Corporate capacity to innovate & respons to market</i>	Perubahan manajemen, fleksibilitas struktur organisasi, inkubator produk-produk baru, R&D, ketepatan pemakaian teknologi.
4. <i>Product/service quality & market acceptance</i>	Ketepatan manajemen pemasaran dan brand, kualitas produk/jasa, ISO 9000, besaran pangsa pasar, ketepatan <i>delivery</i> .
5. <i>Costumer relations</i>	Kepuasan pelanggan
6. <i>Investors relations</i>	Harmonisasi hubungan dengan pemegang saham, bank dan pemasok dana lainnya, ketepatan penyampaian laporan keuangan.
7. <i>Relationship with partners and others stakeholders</i>	Harmonisasi hubungan dengan pemasok, pemerintah seperti Depertndag, Dirjen pajak, asosiasi-asosiasi bisnis.
8. <i>Public relations</i>	Harmonisasi hubungan dengan <i>public services</i> seperti PLN, Telkom; kemitraan dengan media massa dan masyarakat sekitar operasional perusahaan.
9. <i>Environment, health & safety practise</i>	Sistem manajemen internal seperti ISO 14000, tingkat pencemaran limbah, jumlah kecelakaan kerja per hari.
10. <i>Kuangan</i>	ROI, ROA, ROE, kualitas penjualan dan <i>cash flow</i> , perputaran persediaan dan piutang dagang, <i>profit margin</i> , pertumbuhan penjualan, laba dan asset.

Sumber: Syakhroza (2002).

agent (entah mewakili pemilik atau sebagai pihak manajemen) dengan kreditur. Masalahnya kemudian adalah apakah para *agent* tersebut (pejabat yang mewakili pemilik ataupun pihak manajemen) akan melakukan yang terbaik bagi kepentingan pemilik perusahaan (negara).

- 4). Perusahaan dengan rasio utang yang tinggi.

Perusahaan keuangan (seperti bank dan perusahaan pembiayaan) adalah contoh perusahaan-perusahaan yang mempunyai rasio utang yang cukup tinggi. Apabila perusahaan berbentuk *limited liability company* maka kemungkinan terjadinya *debt agency problems* akan lebih besar. Semakin terkonsentrasi

kepemilikan perusahaan, semakin besar kemungkinan terjadinya *debt agency problems*.

Keputusan Pendanaan

Wijaya (2001) dalam Yuniningsih (2002) menjelaskan bahwa manajer harus mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Masing-masing sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik finansial yang berbeda. Sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan didapat dari *retained earning* dan depresiasi. Sumber dana eksternal dibedakan menjadi dua kategori, yaitu pembelanjaan dengan utang (*debt*

financing) dan pembelanjaan sendiri (*external equity*). Bauran penggunaan modal sendiri (baik berupa saham biasa maupun saham preferen) dan utang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

Kinerja Keuangan

Kinerja perusahaan merupakan suatu tampilan perusahaan dalam periode tertentu. Penilaian kinerja perusahaan adalah penentuan secara periodik efektifitas operasional suatu organisasi, bagan organisasi, karyawan berdasarkan sasaran, standar dan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya (Mulyadi, 1997). Pada penelitian ini indikator penilaian kinerja yang digunakan adalah indikator akuntansi dan indikator pasar modal.

Indikator akuntansi

Sumber utama indikator akuntansi yang dijadikan dasar penilaian ialah laporan keuangan. Selanjutnya, data-data dalam laporan keuangan akan dianalisis dengan rasio-rasio keuangan. Menurut Weston dan Copeland (1992:267) rasio keuangan yang biasa digunakan dapat dikelompokkan menjadi 6, yaitu:

- Rasio likuiditas: mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek bila jatuh tempo.
- Rasio *leverage*: mengukur hingga sejauh mana perusahaan dibiayai oleh utang.
- Rasio aktivitas: mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber dayanya.
- Rasio profitabilitas: mengukur efektifitas manajemen yang ditunjuk oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan investasi perusahaan.
- Rasio pertumbuhan (*growth ratio*): mengukur kemampuan perusahaan mempertahankan posisi ekonominya di dalam pertumbuhan ekonomi dan industri.
- Rasio penilaian (*valuation ratio*): mengukur kemampuan manajemen dalam menciptakan nilai pasar yang melampaui pengeluaran biaya investasi.

Penelitian ini hanya akan menggunakan rasio *leverage* dan rasio profitabilitas. Rasio *leverage* yang digunakan adalah

Debt to Equity Ratio (DER) untuk mengukur kebijakan pendanaan, sedangkan rasio profitabilitas yang dipakai adalah *Return on Equity (ROE)* untuk melihat efektifitas manajemen dari hasil kebijakan pendanaan yang telah dibuat perusahaan.

a. Debt to Equity Ratio (DER)

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2002:70) *Debt to Equity Ratio* menunjukkan perbandingan antara hutang dengan modal sendiri. Rasio ini dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{modal sendiri}} \quad (1)$$

b. Return on Equity (ROE)

Husnan dan Pudjiastuti (2002:74) menyatakan bahwa *Return on Equity* atau rentabilitas modal sendiri mengukur seberapa banyak keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri. Rasio ini dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Laba setelah pajak} \times 100\%}{(\text{rata-rata}) \text{ modal sendiri}} \quad (2)$$

Indikator pasar modal

Ukuran lain kinerja keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah *abnormal return* sebagai indikator pasar modal. Menurut Jogiyanto (2000) *abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return normal*. *Return normal* merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi, sebagai berikut:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (3)$$

Keterangan:

$RTN_{i,t}$ = abnormal return atau return tidak normal sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.
 $E(R_{i,t})$ = return ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

Return ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi. Menurut Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2000), *return* ekspektasi dapat diestimasi dengan menggunakan tiga model estimasi yaitu *mean-adjusted model*, *market model* dan *market-adjusted model*. Di dalam penelitian ini, model ekspektasi yang digunakan adalah *market-adjusted model*, dimana dalam model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return indeks* pasar pada saat tersebut.

Hipotesis

Hipotesis pertama adalah perusahaan-perusahaan yang pemegang saham pengendalinya adalah perusahaan multinasional akan lebih konservatif dalam penggunaan utang, sehingga rata-rata penggunaan utangnya akan lebih rendah baik selama krisis (tahun 1997 dan 1998) maupun pasca krisis (tahun 1999 sampai 2002) dibandingkan dengan perusahaan yang pemegang saham pengendalinya bukan perusahaan multinasional.

Hipotesis kedua adalah kinerja keuangan perusahaan dengan pemegang saham pengendali perusahaan multinasional akan lebih baik daripada yang bukan multinasional sehingga mempunyai *corporate governance* yang lebih baik pada aspek keuangannya.

Hipotesis ketiga adalah terdapat perbedaan pengaruh antara keputusan pendanaan terhadap kinerja akuntansi yang diprosikan dengan ROE, pada periode selama krisis (tahun 1997 dan 1998) dengan pasca krisis (tahun 1999 sampai 2002) untuk perusahaan dengan pemegang saham pengendalinya bukan perusahaan multinasional, yang berarti terjadi perubahan dalam menentukan kebijakan pendanaan pada perusahaan tersebut.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta. Sampai pada tahun 2002 telah tercatat sebanyak 323 perusahaan dari 35 sektor di BEJ. Sampel yang digunakan untuk keperluan penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dari seluruh populasi yang ada. Kualifikasi sampel yang diambil harus memenuhi kriteria sebagai berikut:

- 1). Perusahaan tersebut telah *listed* di BEJ atau sahamnya telah tercatat di BEJ sejak tahun 1997 sampai 2002.
- 2). Perusahaan yang diambil sebagai sampel memiliki pemegang saham pengendali atau mayoritas yang sama selama periode tahun 1997-2002.
- 3). Pemegang saham pengendali atau mayoritas seperti yang disebut pada kriteria 2 (dua) tersebut diatas, juga harus tetap memiliki proporsi saham yang dominan selama periode tahun 1997-2002. Proporsi saham dominan bisa berarti kepemilikan saham lebih dari 50% atau pemegang saham tunggal atau tetap mempunyai jumlah kepemilikan saham yang lebih besar dibandingkan akumulasi proporsi kepemilikan saham *non-public* yang lain.
- 4). Perusahaan yang diambil menjadi sampel bukan termasuk BUMN (Badan Usaha Milik Negara).
- 5). Setelah memenuhi kriteria 1, 2, 3 dan 4 tersebut diatas, penetapan perusahaan yang menjadi sampel akan dilihat secara persektor. Artinya dalam satu sektor harus mempunyai perusahaan dengan pemegang saham pengendali perusahaan multinasional dan perusahaan dengan pemegang saham pengendali bukan perusahaan multinasional. Jika suatu sektor hanya mempunyai satu jenis perusahaan saja, maka dari sektor tersebut tidak ada perusahaan yang akan diambil sebagai sampel.

6). Tiap-tiap sektor akan diambil perusahaan-perusahaan yang pemegang saham pengendalnya perusahaan multinasional, kemudian dari sektor yang sama tersebut akan diambil perusahaan-perusahaan yang pemegang saham pengendalnya bukan perusahaan multinasional sebagai pembanding.

Dari tahun 1997 sampai 2002 terdapat 219 perusahaan dari 35 sektor yang *listed* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Dan setelah dilakukan seleksi pemilihan sampel yang disesuaikan dengan kualifikasi tersebut diatas, ditetapkan sampel dalam penelitian ini terdapat 11 sektor dan jumlah keseluruhan perusahaannya adalah 15 perusahaan dengan pemegang saham pengendali perusahaan multinasional dan 29 perusahaan dengan pemegang saham pengendali bukan perusahaan multinasional.

Teknik Analisis Data

1. Uji Normalitas

Salah satu syarat data yang dapat diuji dengan metode statistik parametrik adalah bahwa data tersebut harus berdistribusi normal atau mendekati normal. Dalam skripsi ini pengujian hipotesis menggunakan uji t dan regresi, dimana keduanya merupakan alat uji statistik parametrik. Data-data yang akan diuji normalitasnya adalah data DER, ROE dan *abnormal return* baik dari kelompok perusahaan dengan pemegang saham pengendali multinasional dan bukan multinasional, yang selanjutnya akan digunakan pada uji t. Pada tiap-tiap periode penelitian (1997-2002).

2. Pengujian Hipotesis

Analisis data untuk pengujian hipotesis satu dan dua menggunakan uji beda rata-rata. Pada pengujian hipotesis satu, uji beda rata-rata digunakan untuk membandingkan rata-rata DER antara kelompok perusahaan dengan pemegang saham mayoritas perusahaan multinasional dan yang bukan. Sedangkan pada pengujian hipotesis dua, uji beda rata-rata digunakan untuk membandingkan rata-rata ROE dan rata-rata *abnormal return* perusahaan antara kelompok perusahaan dengan pemegang saham mayoritas perusahaan multinasional dan

yang bukan. Pengujian dengan uji beda rata-rata ini dilakukan untuk tiap-tiap periode penelitian yaitu dari tahun 1997 sampai 2002.

Analisis data untuk pengujian hipotesis tiga menggunakan alat uji regresi linier untuk menguji pengaruh DER terhadap ROE, selanjutnya regresi dengan variabel *dummy* digunakan untuk menguji perbedaan parameter-parameter regresi perusahaan pada dua periode yang berbeda yaitu periode selama krisis (tahun 1997-1998) dan pasca krisis (tahun 1999-2002).

Regresi dengan variabel *dummy* digunakan untuk mengetahui perubahan yang signifikan pada koefisien regresi dua kelompok perusahaan tersebut dalam dua periode yang berbeda yaitu selama dan pasca krisis, dinyatakan dalam persamaan berikut:

Dalam hal ini *D* adalah *dummy variable* (0 pada masa sebelum krisis dan 1 pada masa sebelum krisis).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas

Uji normalitas dapat menggunakan analisis statistik dan analisis grafik. Dalam penelitian ini dipakai analisis statistik yaitu uji Kolmogorov-Smirnov yang pada prinsipnya jika probabilitasnya diatas 0,05 maka data berdistribusi normal, dan sebaliknya. Uji normalitas akan dilakukan pada data dari dua kelompok yang berbeda yaitu kelompok multinasional dan kelompok bukan multinasional, dan periode yang berbeda pula yaitu data DER, ROE dan *abnormal return* periode 1997-2002 untuk digunakan pada uji t dan data DER dan ROE periode krisis dan pasca krisis yang dipakai dalam uji regresi. Hasil pengujian normalitas untuk data-data yang digunakan pada uji t dan uji regresi ditunjukkan pada Tabel 3.

Pengujian Hipotesis

Hipotesis pertama menyatakan bahwa kelompok perusahaan yang pemegang sahamnya adalah perusahaan multinasional akan lebih konservatif dalam penggunaan utang (diproksi dengan DER), sehingga rata-rata penggunaan utangnya akan lebih rendah selama krisis pada tahun 1997-1998 maupun pasca krisis yaitu tahun 1999-2002, dibandingkan

dengan kelompok perusahaan yang memegang sahamnya bukan perusahaan multinasional. Tabel 5 menunjukkan perbandingan DER antara dua kelompok perusahaan tersebut dari tahun 1997 sampai dengan 2002 sekaligus juga hasil uji beda rata-rata dengan uji t, sebagai berikut:

DER kedua kelompok perusahaan tersebut pada waktu krisis menimpa Indonesia (tahun 1997-1998) memang mempunyai nilai yang cukup besar. Oleh karena pada masa krisis praktis bank tidak memberikan kredit baru dan karena tidak adanya penerbitan obligasi baru, maka peningkatan yang cukup besar tersebut mungkin disebabkan menurunnya ekuitas karena kerugian yang besar sementara nilai utangnya tetap, atau peningkatan nilai utang karena banyak utang perusahaan dalam USD sehingga pada waktu nilai rupiah melemah sementara dollar naik maka nilai utangnya otomatis ikut naik. Tingkat signifikansi dari uji beda untuk tahun 1997 dan 1998 juga menunjukkan perbedaan yang signifikan, berarti memang terdapat perbedaan yang cukup signifikan pada DER antara kelompok multinasional dengan kelompok bukan multinasional pada periode krisis. Untuk periode pasca krisis yaitu tahun 1999-2002, untuk kedua kelompok perusahaan menunjukkan nilai rata-rata DER yang menurun. Pada kelompok bukan multinasional terjadi adanya penurunan DER dari tahun-tahun pasca krisis. Hal ini dapat menjadi indikasi positif adanya perubahan perilaku kebijakan pendanaan perusahaan kelompok bukan multinasional, dimana mereka mulai konservatif dalam memutuskan penggunaan utang dalam jumlah yang besar. Dari tingkat signifikansinya, perbedaan DER kedua kelompok cukup signifikan terutama terjadi pada tahun 1997 dan 1998, yaitu pada saat terjadinya krisis. Untuk periode pasca krisis, yaitu tahun 1999-2002, ternyata hanya terjadi perbedaan yang signifikan pada tahun 2002. Jadi bisa dikatakan untuk sebagian besar periode pasca krisis kedua kelompok perusahaan tidak mempunyai perbedaan DER yang cukup berarti. Apabila sejak semula kelompok multinasional diklaim bersikap konservatif dalam penetapan proporsi utang, maka terlihat kelompok bukan multinasional juga mulai bersikap yang sama.

Tabel 3
Hasil uji normalitas dengan Kolmogorov-Smirnov (K-S) untuk data pada uji t sesudah penormalan data

Kel. Data	Asymp. Sig. K-S					
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Kel. Multinasional						
• DER	0,498	0,764	0,871	0,917	0,717	0,851
• ROE	0,935	0,882	0,800	0,978	0,934	0,973
Kel. Bukan Multinasional						
• DER	0,189	0,692	0,491	0,747	0,672	0,528
• ROE	0,375	0,784	0,482	0,986	0,815	0,832

Sumber: Output uji Kolmogorov-Smirnov SPSS, diolah

Tabel 4
Hasil uji normalitas dengan Kolmogorov-Smirnov (K-S) untuk data uji regresi sesudah penormalan data

Kelompok	Asymp. Sig. K-S
Kelompok Multinasional	
• DER Krisis	0,263
• DER Pasca Krisis	0,210
• ROE Krisis	0,984
• ROE Pasca Krisis	0,903
Kelompok Bukan Multinasional	
DER Krisis	0,168
DER Pasca Krisis	0,054
ROE Krisis	0,300
ROE Pasca Krisis	0,535

Sumber: Output uji Kolmogorov-Smirnov SPSS, diolah

Tabel 5
Perbandingan rata-rata DER kelompok perusahaan dengan pemegang saham mayoritas perusahaan multinasional dan yang bukan, periode tahun 1997 - 2002 dan hasil pengujian dengan uji t

Kategori	Des					
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Kel. Multinasional						
• Rata-rata	1,5062	1,3236	0,7200	0,8893	0,6064	0,5088
• Deviasi Standar	1,3529	1,2427	0,4668	0,6423	0,4599	0,4162
Kel. Bukan Multinasional						
• Rata-rata	2,8596	2,9028	1,0514	1,1938	0,7490	1,2747
• Deviasi Standar	2,4670	2,5381	0,8162	0,9728	0,5393	0,9910
Nilai t perbedaan dua rata-rata	-2,183	-2,356	-1,197	-1,025	-0,878	-2,746
Sig. t	0,038*	0,028*	0,246	0,317	0,508	0,013*

Sumber: Output SPSS, diolah
* Signifikan pada $\alpha = 0,05$ (5%)

Hipotesis kedua menyatakan bahwa kinerja keuangan kelompok perusahaan dengan pemegang saham pengendalinya perusahaan multinasional akan lebih baik daripada kinerja keuangan kelompok perusahaan dengan pemegang

saham pengendali bukan perusahaan multinasional, sehingga kelompok multinasional akan mempunyai *corporate governance* yang lebih baik. Dengan menggunakan rasio ROE sebagai indikator akuntansi kinerja keuangan

dilakukan perbandingan antara kelompok multinasional dan bukan multinasional, berikut hasil uji beda dengan uji t, disajikan dalam Tabel 6.

Pada masa krisis, ROE untuk kelompok multinasional hanya dibawah 20%. Namun kondisi tersebut masih lebih baik dibandingkan kelompok bukan multinasional yang mempunyai ROE negatif, yaitu -20,4533% pada tahun 1997 dan -25,1774% pada tahun 1998. Sedangkan untuk periode pasca krisis kelompok multinasional mempunyai rata-rata ROE cukup baik berkisar 21%, walaupun kemudian terjadi penurunan sampai 14,8% pada tahun 2002. Untuk kelompok bukan multinasional nilai rata-rata ROE semakin membaik dan bernilai positif. Dilihat signifikansinya, perbedaan ROE secara signifikan hanya terjadi pada periode krisis yaitu tahun 1997 dan 1998 serta satu tahun pada periode pasca krisis yaitu tahun 2001. Tahun-tahun yang lain pada pasca krisis untuk kelompok bukan multinasional walaupun jika dilihat nilai rata-rata ROE masih lebih kecil dari kelompok multinasional tapi ternyata perbedaan tersebut tidak signifikan. Hal ini membuktikan bahwa penggunaan utang terlalu besar akhirnya akan menurunkan ROE perusahaan. Hal tersebut terjadi terutama pada periode krisis, pada saat utang berlebihan ROE menjadi turun, bahkan untuk kelompok bukan multinasional sampai bernilai negatif. Dari hasil ROE tersebut juga dapat disimpulkan bahwa kinerja keuangan, yang dilihat dari indikator akuntansinya, untuk kelompok multinasional cukup stabil baik pada periode krisis maupun pasca krisis. Sedangkan untuk kelompok bukan multinasional, meskipun pada periode krisis sempat memburuk namun pada pasca krisis profitabilitas perusahaan semakin membaik, dibuktikan dengan nilai ROE yang meningkat dan bernilai positif bahkan tidak lagi berbeda secara signifikan dengan kelompok multinasional.

Indikator kedua yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan adalah nilai *abnormal return* sebagai indikator pasar modal. Hasil analisis ditunjukkan pada Tabel 7.

Tabel 7 menunjukkan bahwa kinerja pasar modal untuk perusahaan kelompok multinasional relatif stabil, walaupun pada

Tabel 6. Perbandingan rata-rata ROE kelompok perusahaan dengan pemegang saham mayoritas perusahaan multinasional dan yang bukan, periode tahun 1997 - 2002, dan hasil pengujian dengan uji t

Kelompok	ROE					
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Kel. Multinasional						
• Rata-rata	17,8507	18,0487	21,3507	21,2727	21,9179	14,7853
• Deviasi Standar	21,2292	22,2726	22,7706	24,0438	17,2922	21,2725
Kel. Bukan Multinasional						
• Rata-rata	-20,4533	-25,1774	12,9070	7,7075	7,6185	19,9257
• Deviasi Standar	42,8053	46,8315	14,8730	21,1129	17,7442	17,4956
Nilai t perbedaan dua rata-rata	3,657	3,547	1,250	1,665	2,322	-0,609
Sig. t	0,001*	0,001*	0,224	0,107	0,028*	0,427

Sumber: output SPSS, diolah.
* Signifikan pada $\alpha = 0,05$ (5%).

Tabel 7. Perbandingan rata-rata *abnormal return* kelompok perusahaan dengan pemegang saham mayoritas perusahaan multinasional dan yang bukan, periode tahun 1997 - 2002, dan hasil pengujian dengan uji t

Kelompok	Abnormal Return					
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Kel. Multinasional						
• Rata-rata	0,0236	0,024	0,0330	0,0311	0,00631	-0,0140
• Deviasi Standar	0,0553	0,059	0,0914	0,0446	0,03564	3,0354
Kel. Bukan Multinasional						
• Rata-rata	-0,0081	0,0161	0,1607	0,0143	-0,0230	0,0124
• Deviasi Standar	0,0690	0,0683	0,2142	0,0653	3,0384	0,0752
Nilai t perbedaan dua rata-rata	1,538	0,382	-2,198	0,893	2,464	-1,276
Sig. t	0,383	0,563	0,096	0,103	0,804	0,302

Sumber: output SPSS, diolah

tahun 2002 tampak terjadi penurunan. Sedangkan untuk kinerja pasar modal kelompok bukan multinasional, sangat fluktuatif terutama naik turun rata-ratanya sangat tajam. Akan tetapi, perbedaan-perbedaan yang terjadi tersebut tidaklah cukup signifikan pada level 5% bahkan pada level 10%. Kondisi tersebut mengindikasikan reaksi pasar yang cukup efisien sehingga investor tidak memperoleh *abnormal return* yang berbeda hanya karena memilih kelompok yang berbeda.

Hipotesis tiga menyatakan bahwa terdapat perubahan pengaruh antara keputusan pendanaan terhadap kinerja akuntansi pada periode krisis (tahun 1997-1998) dengan pasca krisis (tahun 1999-2002) untuk kelompok bukan multinasional, yang berarti terjadi perubahan dalam menentukan kebijakan pendanaan pada perusahaan tersebut.

Kebijakan pendanaan akan diprosikan dengan DER dan kinerja akuntansi akan diprosikan dengan ROE. Untuk menguji pengaruh DER terhadap ROE, akan digunakan alat uji regresi. Selanjutnya untuk melihat perbedaan pengaruhnya akan digunakan uji regresi dengan variabel dummy. Hasil uji regresi akan ditunjukkan dalam Tabel 8.

Nilai R^2 atau koefisien determinasi pada kelompok multinasional baik periode krisis maupun pasca krisis nilainya cukup rendah, yaitu 0,115 atau 11,5% pada periode krisis dan 0,7% pada pasca krisis. Hal ini menunjukkan bahwa pada kelompok multinasional untuk kedua periode tersebut, proporsi DER untuk menjelaskan ROE relatif kecil atau terbatas, dengan kata lain sebagian besar variabel ROE dijelaskan oleh sebab-sebab lain. Sedangkan untuk kelompok bukan multinasional, pada periode krisis

0,184 atau 18,4% ROE perusahaan dapat dijelaskan oleh DER, sedangkan 81,6% sisanya dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar penelitian. Berbeda dengan periode krisis, pada pasca krisis untuk kelompok bukan multinasional, kemampuan DER untuk menjelaskan ROE justru sangat kecil hanya 0,005 atau 0,5% saja, yang berarti pada pasca krisis 99,5% ROE atau sebagian besar ROE dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar penelitian.

Berdasarkan analisis dengan uji signifikansi t diketahui bahwa DER tidak mempunyai pengaruh yang signifikan baik pada periode krisis maupun pasca krisis untuk kelompok multinasional. Pada kelompok bukan multinasional DER hanya berpengaruh secara signifikan pada periode krisis saja, sedangkan pada pasca krisis tidak berpengaruh secara signifikan.

Uji regresi dengan variabel dummy untuk menguji perbedaan parameter-parameter regresi pada periode yang berbeda, dapat dilihat hasilnya untuk kedua kelompok perusahaan pada Tabel 9.

Dalam analisis tersebut diatas penggunaan dummy variabel adalah 0 untuk masa terjadinya krisis dan 1 untuk masa pasca krisis. Tabel diatas menunjukkan, pada tingkat signifikansi variabel dummy DER yang digunakan untuk mengukur perbedaan parameter regresi dari masa terjadinya krisis dan pasca krisis, nampak bahwa hanya signifikan pada kelompok bukan multinasional (sig.t 0,003 < 0,05), artinya terjadi perubahan DER pada masa krisis dengan DER pasca krisis yang kemudian akan berpengaruh signifikan pula pada prosentase ROE. Oleh karena koefisien regresi variabel dummy kelompok bukan multinasional (B_2) bernilai positif, maka dari periode krisis ke pasca krisis terjadi kenaikan prosentase ROE. Telah dinyatakan sebelumnya telah terjadi perubahan kebijakan pendanaan pada kelompok bukan multinasional dimana pada pasca krisis kelompok bukan multinasional lebih konservatif dalam penggunaan utang. Maka, perubahan menjadi lebih konservatif tersebut akan meningkatkan prosentase ROE sebesar 21,294%. Kondisi ini dapat menjadi suatu indikasi positif terjadinya perbaikan dalam kebijakan pendanaan terutama

Tabel 8. Pengaruh DER terhadap ROE

	Kel. Multinasional	Kel. Bukan Multinasional
Periode Krisis		
• R ²	0,115	0,184
• Konstanta (a)	23,678	-0,749
• Koef. Regresi (B ₁)	-5,533	-7,812
• t hitung	-1,804	-3,043
• Sig. t	0,083	0,004*
Pasca Krisis		
• R ²	0,007	0,005
• Konstanta (a)	17,250	8,099
• Koef. Regresi (B ₁)	3,467	1,459
• t hitung	0,615	0,508
• Sig. t	0,541	0,613

Sumber: output SPSS, diolah.
* Signifikan pada $\alpha = 0,05$ (5%)

Tabel 9. Parameter regresi pada uji regresi dengan variabel dummy

Keterangan	Kel. Multinasional	Kel. Bukan Multinasional
• R ²	0,125	0,277
• Konstanta (a)	27,459	-5,241
• Koef. Reg. DER (B ₁)	-8,211	-5,819
• Koef. Reg. Dummy DER (B ₂)	-0,547	21,294
• Sig. t DER	0,002*	0,001*
• Sig. t Dummy DER	0,913	0,003*

Sumber: output SPSS, diolah.
* Signifikan pada $\alpha = 0,05$ (5%)

untuk kelompok perusahaan dengan pemegang saham pengendalinya bukan perusahaan multinasional, sehingga diharapkan corporate governance kelompok perusahaan tersebut dapat semakin ditingkatkan.

Berdasarkan hasil analisis dengan uji regresi linier dan uji regresi dengan variabel dummy diatas, maka hipotesis tiga yang menyatakan terdapat perubahan pengaruh antara keputusan pendanaan terhadap kinerja akuntansi pada periode krisis (tahun 1997-1998) dengan pasca krisis (tahun 1999-2002) untuk kelompok bukan multinasional diterima.

SIMPULAN

Penelitian ini telah memberikan hasil yang dapat disimpulkan sebagai berikut:

Pertama, pada masa terjadinya krisis terutama saat krisis mencapai puncaknya tahun 1998, jika dilihat dari rata-rata *Debt to Equity Ratio* perusahaan,

terbukti bahwa perusahaan dengan pemegang saham mayoritas perusahaan multinasional lebih konservatif dalam penggunaan utang karena rata-rata DER yang lebih kecil daripada perusahaan dengan pemegang saham mayoritas bukan perusahaan multinasional. Namun untuk tahun-tahun berikutnya yang merupakan periode pasca krisis yaitu tahun 1999-2002, perbedaan rata-rata yang terjadi tidak begitu signifikan walaupun angka rata-rata DER kelompok bukan multinasional masih lebih rendah dibanding kelompok multinasional, namun telah terjadi suatu indikasi adanya perubahan dengan semakin membaiknya rata-rata DER kelompok bukan multinasional. Hal ini berarti kelompok perusahaan dengan pemegang saham mayoritas bukan perusahaan multinasional sudah lebih konservatif dalam menentukan proporsi penggunaan utang dalam permodalannya, sehingga diharapkan manfaat penggunaan utang

dapat lebih dinikmati dan menguntungkan perusahaan.

Kedua, analisis kinerja keuangan perusahaan dengan indikator akuntansi yaitu melalui rasio *Return on Equity (ROE)* menunjukkan pada periode krisis kelompok bukan multinasional mengalami penurunan yang sangat buruk sekali sampai mencapai -25% lebih, yang berarti kerugian yang cukup besar. Jadi sangat tepat dikatakan jika perusahaan dari kelompok multinasional mempunyai profesionalitas yang lebih baik sehingga dapat lebih bertahan saat krisis melanda Indonesia. Namun demikian untuk tahun-tahun pada masa pasca krisis, terlihat nilai rata-rata ROE yang mulai meningkat untuk kelompok bukan multinasional yang menunjukkan adanya perbaikan profitabilitas perusahaan dan kinerja keuangannya. Indikator *abnormal return* sebagai indikator pasar modal yang juga memproksikan kinerja keuangan perusahaan ternyata tidaklah berbeda secara signifikan, mungkin penjelasan dari fenomena ini adalah bahwa pergerakan harga saham juga dipengaruhi oleh banyak faktor eksternal perusahaan selain faktor internal perusahaan.

Ketiga, analisis dengan uji pengaruh membuktikan bahwa hanya terdapat pengaruh yang signifikan antara kebijakan pendanaan dengan kinerja keuangan perusahaan dalam hal ini profitabilitas perusahaan pada saat nilai DER sangat besar dan pengaruhnya negatif. Penggunaan utang yang dapat memberikan manfaat dalam penghematan pajak hanya dapat dinikmati pada batas-batas tertentu, namun jika penggunaan utang sudah terlalu besar maka hanya akan menimbulkan *agency problem* dan akan menurunkan nilai perusahaan. Jadi semakin tinggi DER semakin rendah ROE. Kebijakan pendanaan yang tidak tepat sebagai indikasi *corporate governance* perusahaan yang buruk dapat menurunkan profitabilitas dan profesionalitas perusahaan.

SARAN

Pertama, penelitian *corporate governance* selanjutnya dapat menggunakan indikator lain selain aspek keuangan, misalnya aspek *investor relations, internal operating activities*, dsb.

Kedua, *corporate governance* adalah suatu sistem dan struktur pengelolaan perusahaan yang mempunyai lingkup yang sangat luas. Namun, dalam penelitian ini hanya mengukur *corporate governance* dari keputusan pendanaan saja, yang tentunya hanya mempunyai porsi yang kecil untuk dapat menjelaskan tentang *corporate governance* tersebut. Untuk penelitian selanjutnya, peneliti harus lebih memperhatikan *confounding effects* atau efek pengganggu bagi suatu perusahaan seperti faktor mikro yaitu kondisi internal perusahaan maupun faktor makro seperti kondisi politik, perekonomian negara, kondisi sosial, keamanan, dsb. Dengan demikian diharapkan hasil penelitian akan menjadi lebih mampu menjelaskan secara lebih lengkap mengenai *corporate governance*.

Ketiga, bagi investor dapat lebih jeli dalam memutuskan perusahaan yang akan dipilih untuk menanamkan

dananya. Perusahaan dengan *corporate governance* yang baik tentunya akan lebih menguntungkan untuk lahan investasi. Sebagai salah satu indikator *corporate governance*, investor dapat mulai dengan melihat kebijakan pendanaan yang dipakai perusahaan, karena ternyata kebijakan tersebut mempunyai pengaruh terhadap profitabilitas perusahaan.

Keempat, bagi perusahaan di Indonesia diharapkan akan lebih profesional dalam menjalankan usahanya. Memperhatikan kepentingan semua *stakeholders* perusahaan akan menurunkan *agency problem* dan *agency cost*, sekaligus meningkatkan kepercayaan *stakeholders* terhadap perusahaan. Hal tersebut dapat dimulai dengan mulai lebih berhati-hati dalam membuat kebijakan pendanaan perusahaan. Namun jika memang perusahaan perlu mengambil utang dalam jumlah yang besar, perusahaan dapat melakukan *hedging*. □

DAFTAR PUSTAKA

- Ariyanto, Kresnohadi, dkk. 2000. *Good Corporate Governance dan Konsep Penegakkannya di BUMN dan Lingkungan Usahanya*. Usahawan No. 10 Th. XXIX Oktober, hal: 3-17.
- Bkrte, Aburizal. 2000. *Good Corporate Governance: Sudut Pandang Pengusaha*. Jurnal Reformasi Ekonomi Vol.1, No. 2, Oktober-Desember, Hal: 21-27.
- Basri, Faisal. 2002. *Perekonomian Indonesia Tantangan dan Harapan Bagi Kebangkitan Indonesia*. Jakarta: Erlangga.
- Bringham, E. F., and Houston, J.F. 2001. *Manajemen Keuangan*. Jilid 2. Edisi: 8, Jakarta: Erlangga.
- Djilil, Sofyan A. September 2000. *Good Corporate Governance*. www.yahoo.com, tanggal 20 April 2004.
- Djarwanto, dan Subagyo, P. 1996. *Statistik Induktif*. Edisi: 4, Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Husnan, Suad. 2001. *Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan bukan Multinasional*. Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen Ekonomi. Vol. 1, No.1, Februari, Hal:1-12.
- Husnan, Suad. *Corporate Governance di Indonesia Pengamatan Terhadap Sektor Korporate dan Keuangan*. www.yahoo.com, tanggal 20 April 2004.
- Husnan, Suad, dan Pudjiastuti, E. 2002. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi: 3. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Indriantoro, Nur, dan Supomo, B. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Edisi: 1. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Jogiyanto, H.M. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE-Yogyakarta.

Mutamimah. 2001. *Kebijaksanaan Pendanaan dengan pendekatan Trade off Theory dan Pecking Order Theory*. Prosliding Seminar Nasional Paradigma Baru Pendidikan Manajemen Berbasis Kompetensi, Bag III, Rumpun Keuangan, Hal: 187-199.

Santoso, Singgih. 2002. *SPSS Versi 10*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo Kelompok Gramedia-Jakarta.

Syakhroza, Akhmad. 2002. *Bagaimana Mengukur Kinerja Terciplanya "Good Corporate Governance". The Essence of Good Corporate Governance Konsep dan Implementasi Perusahaan Publik dan Korporasi Indonesia*. Cetakan 1. Penerbit: Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia & Sinergy Communication. Bab III, No.1, Hal: 131-145.

Schemehom, J.F. 1999. *Manajemen*. Yogyakarta: Penerbit Andi Yogyakarta.

Sullivan, Jhon D. 2000. *Corporate Governance: Transparansi antara Pemerintah dan Bisnis*. Jurnal Reformasi Ekonomi Vol.1, No.2, Oktober-Desember, Hal: 3-13.

Tangkilisan, H. N. S. 2003. *Mengelola Kredit Berbasis Good Corporate Governance*. Yogyakarta: Balairung & Co.

Utama, Chynthia A. 2003. *Tiga bentuk "Masalah Keagenan (Agency Problem)" dan Alternatif Pemecahannya*. Usahawan No.10. Th.XXXII, Januari, Bagian II, Hal: 19-24.

Utama, Sldhdharta. 2003. *Corporate Governance, Disclosure and Its Evidence in Indonesia*. Usahawan No.04 Th.XXXII, April. Part I, Hal: 29-36.

Yuningsih. 2002. *Interdependensi antara Kebijakan Dividend Payout ratio, Financial Leverage, dan Investasi pada Perusahaan manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE) Vol 9, No. 2, September, Hal: 164-182.