

Studi Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Ricky Wijaya Siek, Dr. Werner Ria Murhadi, S.E., M.M

Magister Manajemen

rickywsiek@hotmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh tata kelola perusahaan (*corporate governance*) terhadap nilai perusahaan. Tata kelola perusahaan merupakan sebuah mekanisme penting bagi tiap perusahaan, karena dengan menerapkan tata kelola yang baik, maka perusahaan akan dapat beroperasi secara efektif dan efisien yang berarti akan menaikkan nilai perusahaan. Tata kelola perusahaan dalam penelitian ini diprosikan ke dalam beberapa variabel, seperti komisaris independen, dewan direksi, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional. Keberadaan komisaris independen memiliki peranan penting untuk melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen dan juga melindungi hak dari pemegang saham. Koordinasi yang dilakukan oleh direksi maupun manajemen harus dilakukan secara efektif dan efisien agar tidak melakukan pemborosan sumber daya. Penelitian ini akan menggunakan data dari Bursa Efek Indonesia pada sektor industri lain-lain periode tahun 2009 sampai 2013. Sampel akhir penelitian adalah sejumlah 31 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dari empat variabel tata kelola perusahaan hanya satu variabel, yaitu jumlah direksi yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan signifikan positif. Hal ini menunjukkan tata kelola perusahaan masih belum dijalankan dengan baik di Indonesia.

Kata kunci: Tata kelola perusahaan, *corporate governance*, komisaris independen, direksi, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional.

Abstrak

This study aims to investigate the influence of corporate governance against the value of the company. Corporate governance is an important mechanism for each company, as by implementing good governance, the company will be able to operate effectively and efficiently which means it will increase the value of the company. Corporate governance in this study is proxied into several variables, such as independent commissioners, board of directors, managerial ownership and institutional ownership. The existence of independent commissioners have an important role to oversee management performance and also protects the rights of shareholders. Coordination by directors or management should be carried out effectively and efficiently so as not to commit waste of resources. This study will use data from the Indonesia Stock Exchange on miscellaneous industrial sectors in the period 2009 to 2013. The final sample of this research are 31 companies. The results showed that of the four variables of corporate governance is only one variable have positive significant affect the firms value, the number of board directors. This result shows corporate governance is still not properly executed in Indonesia.

Keywords: corporate governance, independent commissioners, directors, managerial ownership, institutional ownership.

1. Pendahuluan.

Setiap perusahaan memiliki tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan demi kemakmuran para pemilik perusahaan tersebut atau para *shareholders*. Perusahaan dikatakan berhasil memenuhi tujuannya, ketika para pemegang saham atau *shareholders* mendapatkan keuntungan dari tiap lembar saham yang dimilikinya secara maksimal. Menurut Modigliani dan Miller (1958), nilai dari perusahaan akan bergantung pada pendapatan di masa mendatang, informasi tentang keberhasilan perusahaan dalam mendapatkan laba sangat menentukan nilai dari perusahaan tersebut.

Tata kelola perusahaan atau *Coporate Governance* juga memiliki kontribusi terhadap nilai dari perusahaan. Menurut (Robert A.G. Monks & Nell Minow, 1995), *corporate governance* adalah hubungan antara berbagai pihak

seperti direksi, manajemen, pemegang saham, dan karyawan dalam menentukan arah dan kinerja dari perusahaan atau organisasi. Menurut (Berle dan Means, 1932) dan (Jensen dan Meckling, 1976), konsep dari tata kelola perusahaan memiliki perbedaan fundamental antara para pemegang saham (*shareholders*) dengan pihak manajemen, di mana tujuan dari para pemegang saham adalah mengharapkan hasil yang besar dari sejumlah uang yang telah mereka investasikan, namun manajemen memiliki tujuan lain seperti membesarkan perusahaan, dan juga adanya kepentingan pribadi dari manajemen seperti meningkatkan karir dan gaji mereka, hal ini akan disebut dengan *agency problem*.

Adanya tata kelola perusahaan yang baik, akan menciptakan sebuah ketahanan ekonomi pada perusahaan, membawa perusahaan ke dalam performa yang lebih baik, dan juga akan melindungi suara dan kepentingan yang dimiliki oleh para pemegang saham minoritas. Laporta et al. (2002), menemukan bahwa perlindungan terhadap investor memiliki hubungan dengan tata kelola perusahaan yang efektif. Penelitian internasional *Pricewaterhouse Coopers and Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA)* menunjukkan bahwa Indonesia masih berada dalam urutan *ranking* paling bawah dalam penerapan tata kelola perusahaan yang baik (Daniri, 2005). Penelitian lain dari GMI (*Governance Metrics International*) *Rating* tahun 2010, posisi Indonesia berada di paling bawah di antara negara Asean dengan *rating* 3.14, Thailand dengan *rating* 4.20, Malaysia dengan *rating* 4.21, dan Singapura dengan *rating* 4.82. Penelitian yang dilakukan ADB (*Asian Development Bank*) tahun 2014 yang membagi menjadi 5 (lima) *part*, yaitu *Rights of Shareholders, Equitable Treatment of Shareholders, Role of Shareholders,*

Disclosure and Transparency, dan *Responsibility of the Board*. Penelitian ADB ini juga menempatkan Indonesia pada urutan paling bawah dari beberapa negara Asean lainnya.

Beberapa indikasi buruknya praktek tata kelola perusahaan di Indonesia berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Kurniawan dan Indriantoro (2000), yaitu karena: struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia masih didominasi oleh keluarga, fungsi dewan komisaris masih sangat rendah sehingga perlindungan terhadap investor kecil juga sangat rendah, belum adanya *audit committee* yang memastikan kualitas dari laporan keuangan yang disajikan oleh perusahaan, lemahnya praktik *fair business* di Indonesia, transparansi dan *disclosure* yang masih rendah, manajemen resiko perusahaan yang kurang baik dan lemahnya perlindungan terhadap kreditur. Sedangkan penelitian lain yang dilakukan oleh Coombes dan Watson (2000) menunjukkan bahwa investor mau memberi *premium* yang lebih tinggi pada perusahaan yang menerapkan tata kelola perusahaan yang baik.

Survei yang dilakukan oleh McKinsey & Co (2002), menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan telah menjadi pertimbangan utama dari investor, khususnya pada pasar negara-negara berkembang seperti Indonesia. Investor cenderung untuk menghindari perusahaan yang menerapkan tata kelola perusahaan yang buruk. Hal ini menjadi menarik untuk dilakukannya penelitian terhadap pengaruh tata kelola perusahaan terhadap nilai dari perusahaan tersebut

Ada beberapa indikator pada mekanisme tata kelola perusahaan yang akan diteliti dalam penelitian ini akan diproksikan melalui 4 hal, yaitu: adanya dewan

komisaris independen dari sebuah perusahaan, ukuran dari jumlah dewan direksi yang ada pada perusahaan, kepemilikan saham manajerial sebuah perusahaan dan kepemilikan saham perusahaan oleh institusional. Dari sekian banyak faktor yang mempengaruhi tata kelola perusahaan, alasan digunakannya proksi dari empat faktor ini adalah karena sebagian besar penelitian menggunakan proksi yang sama dengan ke empat faktor ini.

Variabel kontrol yang digunakan adalah hutang atau *leverage*, ROA/profitabilitas dan *dummy* keterkaitan keluarga yang berasal dari kalangan dalam perusahaan pada kepemilikan institusional, yang tidak lain adalah dari keluarga pemilik perusahaan itu sendiri.

Adanya kepentingan dan tujuan yang berbeda antara manajemen dan para pemegang saham menyebabkan terjadinya konflik kepentingan (*conflict of interest*). Kepentingan para pemegang saham tidak selalu sejalan dengan kepentingan manajemen atau perusahaan, hal ini dapat memicu terjadinya *agency conflict* di mana dalam hal ini manajemen memiliki informasi yang lebih dibandingkan dengan informasi yang dimiliki oleh para pemegang saham. Namun dalam hal ini, *agency problem* tidak selalu harus terjadi antara manajemen dengan para pemegang saham, namun *agency problem* juga dapat timbul di antara para pemegang saham, yaitu pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas yang dapat disebut juga dengan *horizontal agency* (Young et al., 2002).

Seperti yang kita ketahui struktur perusahaan di Indonesia, meskipun perusahaan terbuka (tbk), namun manajemen masih di atur oleh para pemegang saham mayoritas. Dalam mengurangi *agency problem*, maka tata kelola

perusahaan harus dijalankan dengan baik. Hal ini memiliki tujuan karena tata kelola perusahaan yang baik memberikan kontrol kepada publik untuk mengawasi perusahaan dan juga agar para investor dapat mengetahui kinerja laporan keuangan dari perusahaan dengan baik karena diterapkannya prinsip keterbukaan (*disclosure*), sehingga para investor juga dapat mengetahui nilai perusahaan yang ada dengan benar.

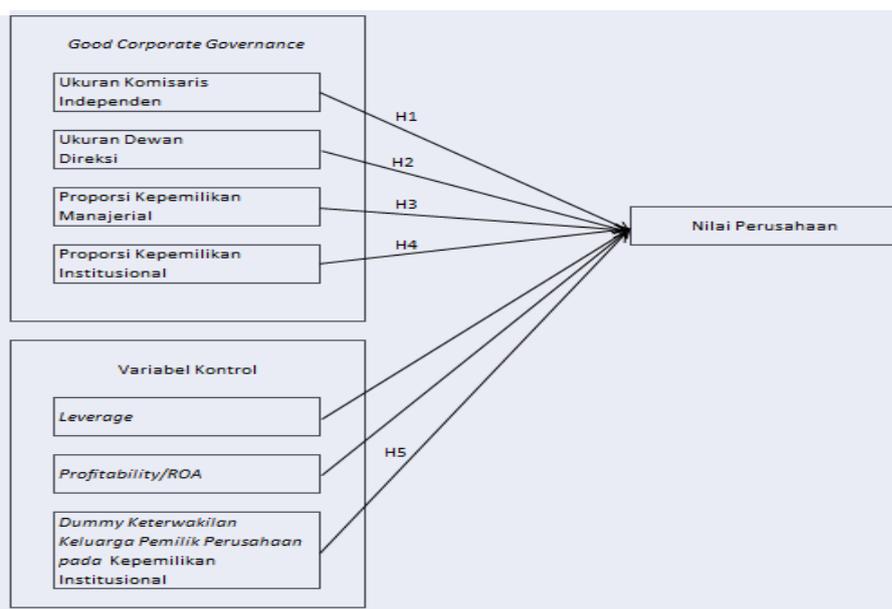
Banyak penelitian menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan yang baik dapat meningkatkan performa perusahaan. Hal ini akan memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Seperti studi penelitian yang telah dilakukan oleh Shleifer dan Vishny (1997); John dan Senbet (1998); dan Hermalin dan Weisbach (2003), memberikan bukti bahwa tata kelola perusahaan yang baik akan memberikan nilai lebih bagi perusahaan, meningkatkan produktifitas perusahaan, dan memiliki resiko yang lebih kecil dalam menghadapi kegagalan keuangan sistematis.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Mitton (2002), dengan sampel 398 perusahaan di berbagai negara seperti Korea, Malaysia, Indonesia, Filipina, dan Thailand menunjukkan bahwa saat krisis Asia pada tahun 1997 dan 1998, perusahaan dengan tingkat keterbukaan (*disclosure*), perusahaan yang dimiliki oleh publik, dan perusahaan yang berfokus terhadap bisnisnya memiliki performa yang lebih baik. Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Brown dan Caylor (2004), terhadap 2.327 perusahaan di Amerika, juga menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan yang baik relatif lebih profitabel, lebih berharga, dan lebih membayarkan dividen kepada para pemegang sahamnya.

Data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yang akan didapatkan melalui laporan keuangan tahunan perusahaan yang didapatkan melalui BEI (Bursa Efek Indonesia) pada sektor *miscellaneous industry* dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2013.

2. Kerangka Berpikir.

Penelitian ini terdiri dari variabel dependen yaitu berupa nilai perusahaan yang diwujudkan dalam bentuk *Tobin's Q*. Selain itu terdapat juga beberapa variabel independen berupa 4 (empat) proksi yang mewakili tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*), yaitu adalah dewan komisaris independen, ukuran dari besarnya dewan direksi, proporsi kepemilikan manajerial, dan proporsi kepemilikan institusional. Dan dua buah variabel kontrol yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah variabel *leverage* dan *profitability* yang diukur menggunakan ROA (*Return On Assets*) dan juga *dummy* keterwakilan keluarga dalam kepemilikan institusional.



3. Hipotesis.

Penelitian yang dilakukan oleh Mahmud Hossain, Andrew K. Prevost, dan Ramesh P. Rao (2001) dan Chunyan Liu, Konari Uchida, dan Yufeng Yang (2012), menunjukkan bahwa dengan adanya dewan komisaris independen pada perusahaan, akan memberikan dampak positif dengan meningkatnya nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang terdapat pada penelitian sebelumnya, peneliti akan mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H1: Dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Mahmud Hossain, Andrew K. Prevost, dan Ramesh P. Rao (2001), menemukan bahwa ukuran dari jumlah dewan direksi tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun penelitian lain yang dilakukan oleh Widyaningsih (2001), jumlah dari dewan direksi pada perusahaan memiliki pengaruh yang efektif terhadap pengawasan kinerja dari manajemen. Jensen (1992) juga mengatakan bahwa jumlah dari dewan direksi yang tidak terlalu besar lebih memiliki kinerja pengawasan yang lebih efektif terhadap manajemen, karena jika jumlah dewan direksi yang terlalu besar dapat menyebabkan terjadinya kesulitan komunikasi dan koordinasi yang harus dilakukan. Namun terdapat kesimpulan lain dari penelitian yang dilakukan oleh Chunyan Liu, Konari Uchida, dan Yufeng Yang (2012), yang menunjukkan adanya pengaruh positif dari ukuran dewan direksi terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, dalam penelitian ini peneliti akan mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H2: Ukuran dari dewan direksi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Mahmud Hossain, Andrew K. Prevost, dan Ramesh P. Rao (2001), dan Noel W. Leung dan Mei-Ai Cheng (2013), menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajerial memiliki pengaruh positif yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun penelitian lain yang dilakukan oleh Chunyan Liu, Konari Uchida, dan Yufeng Yang (2012), dan Zhaoyang Guo dan Udaya Kumara KGA (2012), menunjukkan hal sebaliknya, yaitu bahwa kepemilikan saham oleh manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, dalam penelitian ini peneliti akan mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H3: Proporsi kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Grossman dan Hart (1980), dan Shleifer dan Vishny (1986), menemukan bahwa kekayaan dari para pemegang saham akan semakin meningkat seiring dengan meningkatnya kepemilikan saham institusional (*outside shareholders*). Mahmud Hossain, Andrew K. Prevost, dan Ramesh P. Rao (2001), dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Menurut Mahmud Hossain, Andrew K. Prevost, dan Ramesh P. Rao (2001), konsentrasi kepemilikan yang sangat tinggi dapat menyebabkan efek negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian penelitian yang dilakukan oleh beberapa peneliti maka sangatlah mungkin bahwa dengan adanya pengawasan manajemen oleh para

pemegang saham institusional, maka secara wajar kepemilikan institusional akan memiliki efek positif terhadap nilai perusahaan jika tidak terdapat beberapa hal yang tidak lazim seperti konsentrasi kepemilikan institusional atau aturan sebuah negara yang tidak memihak pemegang saham institusional. Maka dalam penelitian ini diajukan hipotesis sebagai berikut:

H4: Proporsi kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976), menyebutkan bahwa kepemilikan besar oleh orang dalam (*insiders*) mampu meningkatkan kinerja dari perusahaan karena dapat mengurangi masalah-masalah agency terkait dengan insentif untuk para manager dengan pemegang saham lainnya. Berle dan Means (1932), mengatakan dalam penelitiannya bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi memiliki efek positif terhadap nilai dari perusahaan karena hal ini mengurangi konflik kepentingan antara pemilik perusahaan dengan manajemen. Stein (1989) mengatakan bahwa perusahaan dengan keterwakilan keluarga memiliki keputusan investasi yang lebih baik, karena dengan lebih mengenal perusahaan secara mendalam, dan akan menerapkan investasi dalam jangka panjang. Anderson dan Reeb (2003), juga meneliti tentang perusahaan yang diwakili oleh keluarga memiliki performa nilai perusahaan yang diwujudkan dalam Tobin's Q yang lebih baik daripada perusahaan yang tidak diwakili keluarga. Hal ini sejalan dengan kepemilikan perusahaan di Indonesia banyak didominasi oleh kepemilikan oleh sebuah kelompok atau grup yang telah menggurita. Kepemilikan perusahaan oleh grup tidak lain juga merupakan kepemilikan perusahaan oleh keluarga. Dalam

penelitian ini juga akan diteliti tentang pengaruh dari keterwakilan keluarga pemilik perusahaan pada kepemilikan institusional terhadap nilai dari perusahaan.

H5: Keterwakilan keluarga pada kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

4. Data, dan Variabel.

Data perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah berjumlah 31 perusahaan dengan rincian sebagai berikut:

No.	Nama	No.	Nama
1	PT Polychem Indonesia Tbk (ADMG)	17	PT Multistrada Arah Sarana Tbk (MASA)
2	PT Astra International Tbk (ASII)	18	PT Apac Citra Centertex Tbk (MYTX)
3	PT Astra Otoparts Tbk (AUTO)	19	PT Nipress Tbk (NIPS)
4	PT Primarindo Asia InfrastructureTbk (BIMA)	20	PT Pan Brothers Tbk (PBRX)
5	PT Indo Kordsa Tbk (BRAM)	21	PT Asia Pacific Fibers Tbk (POLY)
6	PT Eratex Djaja Tbk (ERTX)	22	PT Prima Alloy Steel Universal Tbk (PRAS)
7	PT Ever Shine Tex Tbk (ESTI)	23	PT Sat Nusapersada Tbk (PTSN)
8	PT Goodyear Indonesia Tbk (GDYR)	24	PT Ricky Putra Globalindo Tbk (RICY)
9	PT Gajah Tunggal Tbk (GJTL)	25	PT Supreme Cable Manufacturing&Commerce Tbk (SCCO)
10	PT Indomobil Sukses Internasional Tbk (IMAS)	26	PT Selamat Sempurna Tbk (SMSM)
11	PT Indorama Synthetics Tbk (INDR)	27	PT Sunson Textile Manufacturer Tbk (SSTM)
12	PT Indospring Tbk(INDS)	28	PT Tifico Fiber Indonesia Tbk (TFCO)
13	PT Jembo Cable Company Tbk (JECC)	29	PT Nusantara Inti Corpora Tbk (UNIT)
14	PT KMI Wire and Cable Tbk (KBLI)	30	PT Unitex Tbk (UNTX)
15	PT Kabelindo Murni Tbk (KBLM)	31	PT Voksel Electric Tbk (VOKS)
16	PT Multi Prima Sejahtera Tbk (LPIN)		

Variabel dependen yang akan digunakan di dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan pada penelitian ini akan diwakili oleh *Tobin's Q*. Pada penelitian ini juga terdapat variabel independen tentang tata kelola perusahaan yang baik yang akan diprosikan menjadi empat buah variabel, yaitu yang pertama adalah komisaris independen (DKI), yang kedua adalah jumlah dewan direksi (JDD), yang ketiga adalah kepemilikan manajerial (KM) dan yang keempat dan yang terakhir adalah kepemilikan institusional (KI). Serta juga

terdapat tiga buah variabel *dummy*, yaitu hutang atau *leverage* (lev), profitabilitas atau ROA (roa) dan *dummy* keterwakilan keluarga pada kepemilikan institusional (dkk).

Tobin's Q	$\frac{\text{Market Value of Common Equity} + \text{Book Value of Total Debt}}{\text{Book Value of Total Asset}}$
DKI	$\frac{\text{Jumlah Komisaris Independen}}{\text{Total Jumlah Anggota Dewan Komisaris}} \times 100\%$
JDD	$\text{Jumlah Dewan Direksi perusahaan}$
KM	$\frac{\text{Jumlah Saham Yang Dimiliki Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$
KI	$\frac{\text{Jumlah Saham Investor Institusional}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$
LEV	$\frac{\text{Hutang Jangka Pendek} + \text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$
ROA	$\frac{\text{Profit(loss)tahunan}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$
DKK	0: Tidak Terkait Keluarga 1: Terkait Keluarga

Model akan di estimasi menggunakan regresi di bawah ini:

$$Tobin_Q = \beta_0 + \beta_1 \text{DKI} + \beta_2 \text{JDD} + \beta_3 \text{KM} + \beta_4 \text{KI} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{DKK} + \varepsilon$$

Keterangan:

- Tobin_Q = *Tobin's Q*.
- β_0 = Konstanta.
- $\beta_{1..7}$ = Koefisien Regresi.
- DKI = Dewan Komisaris Independen.
- JDD = Jumlah Dewan Direksi.
- KM = Kepemilikan Manajerial.
- KI = Kepemilikan Institusional.
- DKK = *Dummy* Keterwakilan Keluarga.
- LEV = *Leverage*.
- ROA = *Return On Asset*.
- ε = Koefisien *Error*.

5. Hasil.

Hasil Statistik deskriptif pada penelitian ini:

Variabel	N	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.	Modus
Tobin_Q	155	26,33	409,68	127,21	79,77	
DKI	155	25,00	66,67	40,07	10,01	
JDD	155	2,00	11,00	4,66	2,02	
KM	155	0,00	70,00	4,49	13,21	
KI	155	0,00	99,39	66,36	20,14	
DKK	155	0,00	1,00			0=55, 1=100
LEV	155	16,66	334,21	78,50	71,54	
ROA	155	-42,05	49,22	4,05	8,63	

Keseluruhan rata-rata dari nilai *Tobin's Q* adalah sebesar 127,21 yang menandakan bahwa perusahaan masih memiliki nilai pasar lebih tinggi sebesar rata-rata 27,21% dari nilai aset yang dimiliki oleh perusahaan. Untuk dewan komisaris independen pada perusahaan di bidang industri lain-lain, secara umum sudah memiliki proporsi komisaris independen yang cukup bagus sebesar 40%, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan telah memenuhi persyaratan minimum yang ditentukan oleh keputusan Direksi BEJ Nomor: Kep-305/BEJ/07-2004 pada bagian III poin 1.4, untuk komisaris independen adalah sebesar 1/3 atau 33%.

Namun masih ada juga perusahaan yang hanya memiliki komisaris independen sebesar 25% dari total dewan komiaris yang ada, hal ini masih di bawah persyaratan. Jumlah dewan direktur juga tergolong tinggi, yaitu dengan rata-rata sebesar 5 orang, dan jumlah dewan direksi paling sedikit adalah 2 orang seperti yang terjadi pada PT Nusantara Inti Corpora Tbk (UNIT), hal ini masih sesuai dengan Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 1 Tahun 1995 bagian pertama tentang direksi pada pasal 79, yang menyebutkan bahwa paling sedikit memiliki dua direksi. Dan jumlah terbanyak sebanyak 11 orang direksi pada perusahaan PT Gajah Tunggal Tbk (GJTL) pada tahun 2013.

Kepemilikan manajemen dalam sebuah perusahaan juga tergolong rendah hanya sebesar 4,49%, yang menandakan bahwa pihak manajemen tidak memiliki kepemilikan dalam jumlah yang signifikan terhadap perusahaan. Sedangkan untuk kepemilikan institusional diketahui cenderung tinggi yaitu 66,36% melebihi setengah yang menandakan bahwa lebih dari setengah kepemilikan perusahaan dimiliki oleh institusi lain.

Dan dari data yang didapatkan bahwa kepemilikan institusional perusahaan juga sangat erat kaitannya dengan keterwakilan keluarga yang masih terafiliasi satu sama lain, yang ditandai dengan sejumlah 100 pengamatan atau 20 perusahaan memiliki kepemilikan institusi yang terkait dengan keluarga. Untuk nilai rata-rata dari hutang (*leverage*) perusahaan masih di bawah jumlah aset yang dimiliki yaitu hanya sebesar 78,50% dari total aset, namun ada juga perusahaan yang memiliki hutang (*leverage*) sampai dengan angka 334,21%, hal ini menunjukkan terdapat beberapa perusahaan yang memiliki hutang lebih tinggi jumlahnya dari total aset yang dimiliki. Untuk ROA (*return on assets*) tergolong rendah dengan nilai rata-rata hanya 4,05% yang menunjukkan bahwa pengelolaan aset untuk menghasilkan keuntungan sangat kecil.

Untuk hasil analisis regresi pada penelitian ini adalah:

Variabel	PLS			FEM			REM			Ekspektasi Hipotesis
	β	t	Prob	β	t	Prob	β	t	Prob	
Const.	-20,368	-1,001	0.318	-21,190	-1,049	0.296	4,022	0,159	0.874	
DKI	0,185	0,540	0.590	0,219	0,641	0.523	0,013	0,035	0.973	+
JDD	9,248	5,407	0.000***	9,313	5,483	0.000***	7,274	3,395	0.000***	-
KM	0,068	0,238	0.812	0,070	0,247	0.805	-0,026	-0,062	0.950	+
KI	0,172	0,910	0.364	0,150	0,797	0.427	0,071	0,307	0.760	+
DKK	5,205	0,729	0.467	5,278	0,744	0.458	10,017	0,931	0.353	+
LEV	0,941	19,506	0.000***	0,947	19,711	0.000***	0,951	15,263	0.000***	
ROA	1,993	4,979	0.000***	2,027	5,031	0.000***	0,761	2,913	0.004***	
R-squared	0,751			0,762			0,589			
Adj. R ²	0,740			0,744			0,570			
f-stat	63,473			41,590			30,124			
N	155			155			155			

Untuk mengetahui model mana yang lebih cocok digunakan dalam analisis regresi, apakah PLS, FEM atau model REM, maka terlebih dahulu akan dilakukan uji untuk memilih teknik estimasi yang akan digunakan melalui hasil uji F dan uji Hausman (*Hausman test*).

F Test		Kesimpulan
Chi-Square Hitung	6.663	Chi-square hit \leq chi-square table atau Sig. $\geq 5\%$, maka H_0 diterima.
Chi-Square Tabel	9,488	
Sig.	0.1548	Kesimpulan: OLS

Uji F menghasilkan nilai signifikansi lebih dari 5%, yaitu sebesar 0,1548 atau sebesar 15,48%, maka kesimpulan yang dapat diambil adalah H_0 diterima. Dan H_0 menandakan bahwa berarti model PLS (*Pooled Least Square*) yang dipilih untuk estimasi penelitian. Dan uji Hausman pada penelitian ini tidak perlu dilakukan.

Adjusted R² menunjukkan angka 0,740 yang berarti sebesar 74,2% variabel *Tobin's Q* dapat dijelaskan oleh variabel yang dianalisis dalam model ini, sedangkan sisanya 25,8% dijelaskan oleh variabel lain. Dengan kata lain, prosentase pengaruh dewan komisaris independen pada perusahaan (DKI), jumlah dari dewan direksi pada perusahaan (JDD), proporsi kepemilikan manajerial pada perusahaan (KM), proporsi kepemilikan institusional pada perusahaan (KI), keterwakilan keluarga pemilik perusahaan pada kepemilikan institusional (KIK), *leverage (LEV)*, dan *Return on Assets (ROA)* terhadap nilai perusahaan (*Tobin's*

Q) pada perusahaan sektor industri lain-lain (*miscellaneous industry*) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah sebesar 74,2%.

Hasil uji t dari pengaruh dewan komisaris independen (DKI) terhadap *Tobin's Q* menghasilkan nilai koefisien regresi 0,186 dan nilai signifikansi 0,590, karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka disimpulkan dewan komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q*. Dalam hipotesis yang telah disajikan sebelumnya, mengatakan bahwa dewan komisaris independen akan memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diwakili oleh *Tobin's Q*, namun sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan pada sektor industri lain-lain dengan jumlah 31 perusahaan pada tahun 2009 sampai 2013, hipotesis peneliti tidak terbukti memberikan pengaruh positif signifikan. Kinerja dari komisaris independen kurang efektif dan efisien dalam pengawasan terhadap manajemen perusahaan.

Adanya komisaris independen kebanyakan hanya dijadikan untuk pemenuhan syarat minimal jumlah komisaris independen yang ditetapkan oleh Bursa Efek Indonesia (Lubis T.M, 2001). Selain itu, hal ini menurut Jensen (1993) dan Yermarck (1996) dapat disebabkan karena adanya pengaruh dari masalah keagensian (*agency problem*), yaitu dengan semakin banyaknya anggota dewan komisaris maka akan mengalami kesulitan dalam menjalankan tugas dan perannya, di antaranya komunikasi, perbedaan kepentingan, koordinasi pekerjaan masing-masing anggota dewan, serta perbedaan dalam pengambilan keputusan yang terbaik untuk perusahaan. Selain itu di Indonesia masih kental dengan budaya ketimuran yaitu yang berkaitan dengan kekeluargaan. Independensi dari komisaris

independen juga harus diperhatikan, karena perusahaan di Indonesia masih banyak yang dikuasai oleh keluarga meskipun sudah berbentuk perseroan terbatas (PT).

Hasil uji t dari pengaruh jumlah dewan direksi (JDD) terhadap *Tobin's Q* menghasilkan nilai koefisien regresi 9,247 dan nilai signifikansi 0,000, karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka disimpulkan jumlah dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q*. Semakin banyak jumlah dewan direksi, maka nilai perusahaan semakin tinggi. Koefisien regresi menjelaskan untuk setiap penambahan jumlah dewan direksi sebanyak 1 orang, maka *Tobin's Q* perusahaan akan mengalami kenaikan sebesar 9,247. Dalam hipotesis awal, peneliti menilai bahwa jumlah dewan direksi yang banyak dapat berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, karena dengan banyaknya jumlah direksi yang ada akan menyebabkan terjadinya kesulitan dalam melakukan koordinasi dan kontrol dalam pekerjaannya. Namun setelah dilakukan penelitian, ternyata hipotesis ini ditolak dan memberikan hasil signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sesuai dengan hasil yang telah didapatkan dalam penelitian ini.

Dalam hal ini, peneliti mengalami kesalahan dalam hipotesis yang diajukan, yaitu peneliti menolak H_0 yang ternyata benar yaitu dewan direksi tidak memberikan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang seharusnya diterima dan terbukti signifikan pada hasil regresi yang telah disajikan pada bagian atas, namun peneliti menetapkan hipotesis H_1 yang menyatakan bahwa jumlah dewan direksi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Kesalahan yang dilakukan

oleh peneliti dalam melakukan penetapan hipotesis pada penelitian ini termasuk dalam kesalahan tipe 1 (*type 1 error*). Berdasarkan tingkat signifikansi yang digunakan oleh peneliti dalam penelitian ini adalah sebesar 5%, menandakan bahwa kesalahan akan terjadi pada tingkat alfa (α) sebesar 5%.

Keputusan dan Sifat		Sifat	
		H0 Benar	H1 Benar
Keputusan	Terima H0	Akurat <i>Power of test</i> <i>Probability = 1 - α</i>	Kesalahan Tipe II <i>Power of test</i> <i>Probability = β</i>
	Terima H1	Kesalahan Tipe I <i>Power of test</i> <i>Probability = α</i>	Akurat <i>Power of test</i> <i>Probability = 1 - β</i>

Hal ini dapat disebabkan karena, masih eratnya keterkaitan keluarga dalam manajemen, seperti yang diketahui pada hasil penelusuran ternyata terdapat 20 perusahaan dari total 31 sampel yang menunjukkan adanya keterwakilan keluarga dalam kepemilikan institusionalnya. 20 perusahaan tersebut. Perusahaan yang kepemilikan institusional terkait keluarga adalah sebagai berikut:

No	Perusahaan	No	Perusahaan
1	PT Polychem Indonesia Tbk	11	PT Multi Strada Arah Sarana Tbk
2	PT Astra Internasional Tbk	12	PT Apac Citra Centertex Tbk
3	PT Astra Otoparts Tbk	13	PT Nipress Tbk
4	PT Indo Kordsa Tbk	14	PT Pan Brothers Tbk
5	PT Eratex Djaja Tbk	15	PT Asia Pacific Fibers Tbk
6	PT Indomobil Sukses Internasional Tbk	16	PT Ricky Putra Globalindo Tbk
7	PT Indorama Synthetics Tbk	17	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk
8	PT Indospring Tbk	18	PT Selamat Sempurna Tbk
9	PT Jembo Cable Company Tbk	19	PT Tifico Fiber Indonesia
10	PT Kabelindo Murni Tbk	20	PT Voksel Electric Tbk

Di mana jika direksi banyak berasal dari keluarga, maupun orang kepercayaan pemegang kendali perusahaan, maka dengan meningkatnya jumlah direksi akan berhubungan positif dengan kinerja perusahaan karena perusahaan akan semakin efektif dan efisien untuk dikontrol, dan juga akan mengurangi masalah yang timbul karena keagensian (*agency problem*). Selain itu menurut Pfeffer dan Salancik (1978), juga menjelaskan bahwa dalam menjaga tingkat keefektifan perusahaan dalam hubungan eksternal, maka kebutuhan akan jumlah direksi yang besar juga meningkat. Wardoyo, dan Theodora Martina Veronika (2013), juga mengatakan bahwa semakin banyaknya direksi yang ada, maka kinerja perusahaan akan meningkat dengan tercerminnya pada nilai perusahaan, hal ini sesuai dengan tugas direksi untuk menjalankan ketentuan anggaran dasar rumah tangga perusahaan, sehingga semakin besar direksi maka akan semakin besar pula kemungkinan strategi perusahaan yang akan tercapai. Menurut Brickley dan James (1987), dan Weishbach (1988) ukuran dari dewan direksi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan karena direksi memberikan kontribusi terhadap nilai perusahaan melalui aktivitas evaluasi, keputusan stratejik yang berkaitan dengan pertukaran pikiran dan ide-ide guna memajukan perusahaan, dan pengurangan inefisiensi kinerja yang rendah.

Dalam penelitian ini, peneliti menetapkan hipotesis jumlah dewan direksi adalah bersifat *entrenchment*, yang berarti hipotesis peneliti berlandaskan bahwa semakin banyak dewan direksi yang ada, maka akan menyebabkan performa nilai perusahaan menurun, karena dewan direksi akan semakin sulit melakukan koordinasi dalam pengambilan keputusan dan adanya kepentingan pribadi yang

dimiliki oleh direksi maupun manajemen. Sesuai dengan Fama dan Jensen, (1983); Morck et al., (1988); dan Shleifer dan Vishny, (1997), yang mengatakan bahwa efek *entrenchment* didasarkan pada ide tentang dewan direksi yang semakin banyak akan memiliki kepentingan pribadi sendiri dan tidak berusaha untuk mensejahterahkan pemegang saham, dan juga akan menyebabkan tata kelola yang buruk, serta pengelolaan perusahaan yang tidak berjalan dengan efektif dan efisien.

Namun ternyata, hasil dari penelitian ini menunjukkan hal sebaliknya dari sifat *entrenchment*, yaitu adalah sifat *convergence of interests* yang berarti adanya kepentingan yang selaras antara manajemen dan para pemegang saham. Ketika semakin banyak jumlah dewan direksi yang ada dan memiliki keterwakilan keluarga, maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Menurut Jensen dan Meckling (1976) dengan meningkatnya dewan direksi dan yang berasal dari keluarga, maka penggunaan sumber daya perusahaan akan semakin efektif dan efisien, hal ini akan menjadikan kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham akan menjadi selaras (memiliki kepentingan yang sama antara manajemen dan pemegang saham), maka konflik antara pemegang saham dan manajemen akan menghilang, dan *convergence of interests* akan berlaku.

Ketika konflik antara pemegang saham dengan manajemen menghilang sesuai dengan *convergence of interests*, maka dalam hipotesis pertama (H1) yang menunjukkan pengaruh dewan komisaris independen (DKI) tidak berpengaruh signifikan, dapat disebabkan karena hal ini. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa jumlah dewan direksi berpengaruh positif signifikan untuk hipotesis kedua

(H2), hal ini menunjukkan bahwa semakin banyak direksi maka nilai perusahaan akan ikut meningkat, yang dapat berarti semakin banyak direksi yang ada terutama yang banyak berasal dari keluarga, maka manajemen akan dapat bekerja secara efektif dan efisien.

Hasil uji t dari pengaruh proporsi kepemilikan manajerial (KM) terhadap *Tobin's Q* menghasilkan nilai koefisien regresi 0,068 dan nilai signifikansi 0,813, karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka disimpulkan proporsi kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q*. Dalam hipotesis yang telah disajikan sebelumnya, mengatakan bahwa kepemilikan manajerial akan secara signifikan meningkatkan kinerja perusahaan yang tercermin dalam nilai perusahaan.

Hal ini setelah dilakukan pengujian juga tidak terbukti memberikan pengaruh positif signifikan. Seperti yang dapat dilihat rata-rata dari kepemilikan manajerial pada proporsi pengendali perusahaan tergolong cukup kecil, yang hanya berkisar 4,50%. Hal ini tentunya menjadikan suara dari manajemen tidak dapat diakomodir karena hanya memiliki suara minoritas. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Ugi (2007), yang mengatakan bahwa manajemen yang tidak mempunyai kendali dalam menentukan kebijakan karena banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas, sehingga manajemen hanya sebagai kepanjangan tangan dari pemilik mayoritas. Penemuan ini juga sesuai dengan Sudarma (2003) yang mengatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil uji t dari pengaruh proporsi kepemilikan institusional (KI) terhadap *Tobin's Q* menghasilkan nilai koefisien regresi 0,172 dan nilai signifikansi 0,364, karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka disimpulkan proporsi kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q*. Dalam hipotesis yang telah disajikan sebelumnya, mengatakan bahwa kepemilikan institusional akan secara signifikan meningkatkan kinerja perusahaan yang tercermin dalam nilai perusahaan. Hal ini setelah dilakukan pengujian juga tidak terbukti memberikan pengaruh positif signifikan. Seperti yang dapat dilihat rata-rata dari kepemilikan institusional pada proporsi pengendali perusahaan tergolong cukup besar, berkisar 66.36%. Hal ini tentunya dapat menjadikan suara dari institusional sebagai pengendali perusahaan.

Temuan dari Demsetz dan Villalonga (2001) mengatakan bahwa kepemilikan institusional tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena kepemilikan institusional belum mampu menjadi mekanisme untuk meningkatkan nilai perusahaan karena tindakan yang dilakukan atau diambil oleh manajer maupun manajemen perusahaan, belum tentu sepenuhnya dimiliki oleh investor institusional. Jumlah pemegang saham yang besar juga tidak efektif dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan, sehingga akan menyebabkan informasi yang asimetris (*asymmetric information*).

Selain itu Thomsen et al. (2006) dalam penelitiannya di Amerika dan Eropa, juga menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan karena, ketika konsentrasi kepemilikan cenderung tinggi (mayoritas) maka perlindungan terhadap pemegang

saham lainnya akan semakin rendah, dan pemilik institusional memiliki motivasi dan tujuan lain selain dari nilai perusahaan. Pemilik institusional dalam kebijakannya dapat mendukung manajemen perusahaan maupun menentang manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan, hal ini dapat berdampak merusak ketika pemilik institusional menentang kebijakan manajemen dan memaksakan sebuah kebijakan yang bersifat baru. Lieven Baert dan Rudi Vander Vennet (2009) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan, karena kepemilikan institusional seperti institusi keuangan hanya bertindak sebagai investor dan tidak berusaha untuk memantau atau mempengaruhi manajemen perusahaan maupun memprovokasi sikap yang lebih aktif sebagai pemegang saham untuk meningkatkan nilai dari perusahaan.

Hasil uji t dari pengaruh keterwakilan keluarga pada kepemilikan institusional (DKK) terhadap *Tobin's Q* menghasilkan nilai koefisien regresi 5,204 dan nilai signifikansi 0,468, karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka disimpulkan keterwakilan keluarga pada kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

Dalam hipotesis yang telah disajikan sebelumnya, mengatakan bahwa keterwakilan keluarga pada kepemilikan institusional akan secara signifikan meningkatkan kinerja perusahaan yang tercermin dalam nilai perusahaan. Hal ini setelah dilakukan pengujian juga tidak terbukti memberikan pengaruh positif signifikan. Menurut Belen Villalonga dan Raphael Amit (2012), mereka mengatakan bahwa keterwakilan keluarga dalam kepemilikan institusional tidak

banyak membantu jika tidak dikombinasikan beberapa variabel lain seperti kontrol keluarga dan manajemen yang kuat pada perusahaan.

Keterwakilan keluarga dalam kepemilikan institusional, membantu jika institusional tersebut menjadi pemilik suara mayoritas, dan ada pemegang kendali dalam menerapkan kebijakan perusahaan seperti halnya presiden direktur. Slovin dan Suskha, (1993) mengatakan bahwa apabila pemegang saham pengendali memiliki kepentingan yang sama dengan manajer maka mereka dapat berkolusi untuk mengambil keuntungan dari perusahaan sehingga menurunkan nilai perusahaan. Masih terjadinya pengaruh masalah keagensian (*agency problem*) antara manajemen dengan pemegang saham, dan juga antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas juga dapat menjadi penyebab keterwakilan keluarga dalam kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan.

5. Kesimpulan.

Hubungan antara tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan, secara simultan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, hanya jumlah dewan direksi perusahaan yang memiliki pengaruh positif signifikan, yaitu semakin besar jumlah dewan direksi, nilai perusahaan akan semakin meningkat. Hal ini menunjukkan pelaksanaan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) di Indonesia, terutama pada sektor industri lain-lain (*miscellaneous industry*) masih kurang efektif dan dari empat (4) proksi variabel, hanya satu yang menunjukkan pengaruh positif signifikan. Tiga (3) variabel lainnya yang digunakan sebagai proksi tata kelola perusahaan (*corporate governance*), yaitu

dewan komisaris independen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional tidak dapat memberikan pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).

Peneliti berkesimpulan hal tersebut terjadi dikarenakan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) tidak dilaksanakan dengan baik oleh perusahaan maupun oleh manajemen, atau hanya dilakukan sebagai syarat formal guna memenuhi peraturan yang ada. Selain itu adanya budaya Indonesia yang ketimuran, salah satunya adalah budaya kekeluarga menyebabkan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) tidak dapat berjalan dengan baik, terutama pada independensi dari dewan komisaris independen sebagai pengawas kinerja perusahaan dan manajemen dapat diragukan ketika berhadapan dengan mayoritas pemegang saham yang tercermin pada manajemen perusahaan.

Variabel kontrol hutang (*leverage*) dan *profitability* (ROA) memberikan pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini menandakan kemampuan perusahaan menggunakan hutang dalam melakukan investasi sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Semakin efektif dan efisien penggunaan hutang perusahaan, maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Namun harus tetap diwaspadai tentang bahaya penggunaan hutang perusahaan yang terlalu besar. Kemampuan *profitability* perusahaan dalam menggunakan asetnya untuk mendapatkan profit juga berpengaruh positif signifikan, hal ini menunjukkan pemakaian aset secara efektif dan efisien akan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Dalam meningkatkan nilai perusahaan, manajemen perusahaan harus

menggunakan dan memanfaatkan hal ini (*leverage* dan ROA) dengan baik agar nilai perusahaan dapat meningkat.

DAFTAR PUSTAKA

- Alchian, Armen A. 1965. The Basis of Some Recent Advances in the Theory of Management of the Firm. *Journal of Industrial Economics*, Vol November: 30-44.
- Alexander, J. A., Fennell, M. L. dan Halpern, M. T. 1993. Leadership instability in hospitals: the influence of board-CEO relations and organizational growth and decline". *Administrative Science Quartelry*. Vol. 38, No.3:74-99
- Badriyah, R. 2009. Peran Komisaris Independen dalam Mewujudkan Good Corporate Governance di Perusahaan Publik. *Junal Hukum*, Vol 16 (3): 396 – 412.
- Baker, H. K., dan Ronald Anderson. *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*. Wiley & Sons: UK, 2010.
- Bellen, Villalonga., dan Raphael, Amit. 2012. How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?. *Journal of Financial Economic*. Vol 80:385-417.
- Berle, A., dan Means G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Mac Millan: New York.
- Branch, B. 1973. Corporate Objectives and Market Performance. *Financial Management*, Vol Summer: 24-29.
- Brickley, J., dan James, C. 1987. The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking. *Journal of Law and Economics*. Vol.30:161-180.
- Brown, L. D., dan M. L. Claylor. 2004. Corporate Governance and Firm Performance. *Working Paper*. Gorgia State University: USA.
- Chen, X., Chen, D., dan Zhu, K. 2004b. Ownership Structure and Corporate Governance: Literature Review and Directions for Future Research. *China Accounting and Finance Research*, Vol 4: 1-24.
- Cheung, Y.L., Jiang, P., Limpaphayom, P., dan Lu, T. 2010. Corporate Governance in China: A Step Forward. *European Financial management*, Vol 16 (1): 94-123.
- Claessens, S., dan Joseph P.H. Fan. 2003. Corporate Governance in Asia: A Survey.

- Coombes, P., dan W. Mark. Three Surveys on Corporate Governance. *The McKinsey Quarterly 2000 Number 4*: London, 2000.
- Cotter, J., Shivdasani, A., dan Zenner, M. 1997. Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers? *Journal of Financial Economics*, Vol 43: 195-218.
- Cyert, R.M., dan C.L. Hedrick. 1972. Theory of the Firm: Past, Present and Future: An Interpretation. *Journal of Economic Literature*, Vol X (June): 398-412.
- Daniri, M. A., Good Corporate Governance: Konsep dan Penerapannya di Indonesia. *Ray Indonesia*: Jakarta, 2005.
- Demsetz, H., dan B. Villalonga. 2001. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*. Vol 7:209–233.
- Dudi, M. K., dan Nur Indriantoro. 2000. Corporate Governance in Indonesia. *The Second Asian Roundtable on Corporate Governance*.
- Fama, E.F., dan Jensen. M. 1983. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economic*, Vol XXVI (June).
- Fidrmuc, J., Goergen, M., dan Luc Renneboog. 2005. Insider Trading, News Releases and Ownership Concentration. *ECGI Working Paper Series in Finance*.
- Goergen, M. *International Corporate Governance, Student Edition*. Pearson: USA, 2012.
- Goodstein, J., Gautam, K. dan Boeker, W. 1994. The effects of board size and diversity on strategic change, *Strategic Management Journal*. Vol 15:241-250.
- Gujarati, D. *Basic Econometrics Fourth Edition*. The McGraw-Hill Companies: USA, 2004.
- Guo, Zhaoyang., dan Udaya, K. KGA. 2012. Corporate Governance and Firm Performance of Listed Firms in Sri Lanka. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol 40: 664-667.
- Grossman, S., dan Hart, O. 1980. Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, Vol 11: 42-46.

- Hermalin, B., dan M. Weisbach. 2003. Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, Vol 9 (April): 7-26.
- Hermalin, B., dan Weisbach, M. 1991. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, Vol 20: 101–112.
- Hossain, M., Andrew. K. P., dan Ramesh P. Rao. 2001. Corporate Governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the Relation between Board Composition and Firm Performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol 9: 119-145.
- Iskander, M. R. dan Nadereh Chamlou. 2000. Corporate Governance: A Framework for Implementation. *The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank*.
- Jarrad, H. A., Sattar A. M., dan William F. Maxwell. 2008. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, Vol 87: 535–555.
- Jensen, M., dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol 3: 305-350.
- John, K., dan L. W. Senbet. 1998. Corporate Governance and Board Effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, Vol 22 (May): 371-403.
- Karlinger, F. N. 1973. *Foundation of Behavior Science Research*. Holt, Rinehart.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., dan Vishny, R. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, Vol 37: 1147-1170.
- Leung, N. W., dan Mei-Ai Cheng. 2013. Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Chinese State-Controlled Listed Firms. *China Journal of Accounting Research*, Vol 6: 89-112.
- Lieven, Baert., dan Rudi, Vander. Vennet. 2009. Bank Ownership, Firms Value and Firm Capital Structure in Europe. *Working Paper*. Ghent University: European Union.
- Liu, C., Uchida. K., dan Yufeng Yang, 2012. Corporate Governance and Firm Value during the Global Financial Crisis: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, Vol 21: 70-80.

- Lubis, T.M. 2001. Fungsi Komisaris Independen Belum Efektif. <http://new.hukumonline.com/berita/baca/hol3564/fungsi-komisaris-independen-belum-efektif> (diunduh tanggal, 13 Januari 2015).
- Machlup, F. 1967. Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial. *American Economic Review*, Vol March: 1-33.
- Mahadwartha, P. A., dan J. Hartono. 2002. *Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interpendensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen*. Simposium Nasional Akuntansi V: Semarang.
- Margaret, M., Blair. 1995. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for Twenty-First Century.
- McConnell, J., dan Servaes, H. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, Vol 27: 595–612.
- McKinsey & Company. *Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*. McKinsey: USA, 2005.
- McRitchie, J., 1999. *Corporate Governance*. <http://corpgov.net/library/corporate-governance-defined/> (diunduh tanggal, 27 Agustus, 2014).
- Mintzberg, H.. *Power in and around organizations*. Englewood Cliffs, NJ:Prentice-Hall:USA, 1983.
- Mitton, T. 2002. A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol 64 (2): 215-241.
- Modigliani, F., dan M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol 48 (3): 261-297.
- Monks, R. A. G., dan N. Minow. *Corporate Governance*. Jon Wiley & Sons: USA, 1995.
- Morey, M. Gottesman, A., Baker, E., dan Godridge, B. 2009. Does Better Corporate Governance Result in Higher Valuations in Emerging Markets? Another examination using a new data set. *Journal of Banking and Finance*, Vol 33: 254-262.
- Morck, R., Shleifer, A., dan Vishny, R. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol 20: 293–315.

- OECD. 2001. *Corporate Governance and National Development. Technical Papers No 180*. Organisation for Economic Co-operation and Development: Paris.
- OECD. 2004. *Revised OECD Principles of Corporate Governance*. <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf> (diunduh tanggal, 27 Agustus 2014).
- Pearce, J.A, dan Zahra, S.A. 1992. Board Composition from a Strategic Contingency Perspective. *Journal of Management Studies*. Vol 29:411-438.
- Pfeffer, J. dan Salancik, G. R. *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. NewYork: Harper & Row:USA, 1978.
- Preston, L.E. 1975. Corporation and Society: The Search for a Paradigm. *Journal of Economic Literature*, Vol XIII (June): 434-453.
- Scott, W. R. *Financial Accounting Theory, Third Ed*. Prentice Hall: Canada, 2003.
- Shleifer, A., dan Vishny, R. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, Vol 94: 461-488.
- Shleifer, A., dan R. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, Vol 52 (June): 737-783.
- Shubik, M. 1970. A Curmudgeon's Guide to Microeconomics. *Journal of Economic Literature*, Vol VIII (June): 405-434.
- Slovin, M.B., dan M.E. Sushka. 1993. Ownership Concentration, Corporate Control Activity and Firm Value: Evidence From the Death of Inside Blockholders. *Journal of Finance*. Vol 48:1293-1321.
- Smith, M. 1996. Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, Vol. LI (1): 227-252.
- Solomon, J., dan Aris Solomon. *Corporate Governance and Accountability*. Wiley & Sons: USA, 2004.
- Sudarma, Made, 2003. Pengaruh Struktur Kepemilikan saham, Faktor Intern, Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. Disertasi Program Pasca sarjana Universitas Brawijaya. Malang.

- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Factor Intern dan Factor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol 9 (1): 41-48.
- Thomsen, S., T., Pedersen, dan H. K. Kvist. 2006. Blockholder ownership: effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*. Vol 12:246-269.
- Wardoyo dan Veronika, T. M. 2013. Pengaruh *Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility & Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan*. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol 4: 132-149.
- Wei, G. 2007. Ownership Structure, Corporate Governance and Company Performance in China. *Asia Pacific Business Review*, Vol 13 (4): 519-545.
- Weisbach, M. 1988. Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*. Vol 20:431-460.
- Widyaningsih, A. U. 2001. Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Earning Management pada Perusahaan Go Public di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol 3 (2). November: 89-101.
- Weishbach, M. 1988. Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Economics*, Vol 20: 25-54.
- Yermack, D. 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, Vol 40: 185-211.
- Young, M. P., D. Ahlstrom., dan G. Bruton. 2002. Governing the Corporation in Emerging Economies: A Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies*, Vol 45 (1).