

PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DI BURSA EFEK INDONESIA, JAKARTA

Mulia Saputra

School of Social Science Universiti Sains Malaysia

ABSTRACT

Researches on the influence of corporate governance on firm value have been widely conducted, however results inconsistency occurred. Corporate governance, which in this case is ownership structure assessed by present of ownership structure. This research uses 150 manufacturing firms listed on the Jakarta Stock Exchange during 2002 - 2005 as samples with 600 observation Hypothesis is tested using regression analysis The firm value measured using Tobin's Q. Results indicate that family ownership, institution ownership and foreign ownership was not significant effect on firm value. but managerial ownership, have a significant and positive effect on firm value.

Keywords: *Family Ownership, Institution ownership, managerial ownership, foreign ownership and firm value*

A. LATAR BELAKANG

Krisis keuangan yang melanda kawasan Asia di sekitar tahun 1997-1998, turut melibatkan Indonesia. Krisis ini tidak hanya dirasakan oleh rakyat miskin, malahan juga para pengusaha dan diperburukkan lagi dengan krisis politik yang bersumber dari kejatuhan pemerintahan Soeharto pada tahun 1998, Sehingga merusak perekonomian Indonesia. Nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat juga mengalami penurunan ke Rp15.000 (Zhuang, 2001).

Krisis keuangan di Asia berawal di Thailand. Menurut Hill dan Arndt (1999) ada beberapa faktor penyebab terjadinya krisis di Negara tersebut yaitu: kesalahan kebijakan, perubahan lingkungan international, dan sistem kurs tetap yang kaku. Krisis tersebut kemudian menjalar ke Negara-negara lainnya khususnya Negara-negara ASEAN.

Pada tanggal 14-15 Mei 2007, bath Thailand dilanda serangan spekulasi yang mengambil keputusan untuk menjual mata uang bath yang mereka miliki karena lambatnya pertumbuhan ekonomi dan ketidak stabilan politik negara itu. Semula pemerintah Thailand melakukan intervensi pasar dengan menyediakan sejumlah cadangan devisa, tetapi sebulan kemudian pemerintah Thailand terpaksa melepas kurs mata uangnya pada mekanisme pasar. Apa yang terjadi di Thailand menjadi pola krisis di beberapa negara asia lainnya, termasuk Filipina, Malaysia dan Indonesia (Tambunan, 1998).

Menurut Sadli (1999), krisis di Indonesia dimulai sebagai suatu contagion dari krisis mata uang Thailand awal juli 1997. Sebelum krisis, ekonomi Indonesia cukup baik dengan pertumbuhan rata-rata 7% per tahun,. Sejumlah paket Deregulasi sejak 1980-an telah meningkatkan daya saing Indonesia.

Menurut Montes dan Abdusalamov (1998), ketika terjadi krisis Asia pertengahan 1997, kondisi ekonomi makro Indonesia ikut terpengaruh seperti turunnya tingkat pertumbuhan ekonomi. Indonesia kemudian menggunakan kebijakan pengetatan kredit, namun ini mencegah terjadinya investasi dan modal masuk.

Menurut Sadli (1999), penurunan nilai rupiah yang tajam telah menyebabkan perusahaan mengalami kebangkrutan, khususnya perusahaan-perusahaan dengan dominasi pinjaman luar negeri yang besar pada kurs tertentu dan berorientasi pada pasar domestik. Dampak krisis paling parah dialami oleh sektor manufaktur. Hal ini di tandai dengan banyaknya perusahaan yang mengalami kerugian dan menurunnya nilai perusahaan (Mahdani 2006).

Nilai perusahaan yang terdaftar di BEJ tiap tahunnya semakin berkurang. Hasil olahan data dengan menggunakan ukuran Tobin's Q dapat dilihat pada tabel 1 yaitu nilainya kurang dari 1.00, didapati meningkat dari 36% pada tahun 2004 ke 42% pada tahun 2005. Sementara itu rasio Tobin's Q yang nilainya lebih dari 2, ditemukan berkurang dari 14% pada tahun 2004 menjadi 10% pada tahun 2005.

Tabel 1. Tobin-Q Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Tobin-Q	Tahun 2004		Tahun 2005	
	Jumlah Perusahaan	%	Jumlah Perusahaan	%
> 1	55	36%	63	42%
1.01 - 1.50	60	40%	51	34%
1.51 - 2.00	23	15%	20	13%
< 2	22	14%	16	10%
Total	150	100%	150	100%

Sumber: berbagai sumber (diolah)

Salah satu faktor penting dalam meningkatkan nilai perusahaan yaitu dengan pelaksanaan corporate governance yang baik. Corporate governance penting sebagai peraturan yang efektif untuk berkontribusi kepada daya tarik negara untuk investasi internal dan perkembangan bisnis. Ia juga menyumbang kepada efisiensi pasar modal dan efisiensi dalam ekonomi. Mempertahankan standar corporate governance yang baik sangat penting karena ia membantu menguatkan merk bagi organisasi atau perusahaan, di samping meningkatkan budaya yang sehat kepada tanggung jawab perusahaan. (Baek, JK, & JS, 2004; Carter, Simkins, & Simsons 2002; Chtourou S. Marrakchi, 2001).

Corporate governance merupakan tata kelola perusahaan yang menjelaskan hubungan antara berbagai partisipan dalam perusahaan yang menentukan arah kinerja perusahaan. Isu mengenai corporate governance mulai mengemuka, khususnya di Indonesia pada tahun 1998 ketika Indonesia mengalami krisis yang berkepanjangan. Banyak pihak yang mengatakan lamanya proses perbaikan di Indonesia disebabkan oleh sangat lemahnya *corporate governance* yang diterapkan dalam perusahaan di Indonesia. Sejak saat itu, baik pemerintah maupun investor mulai memberikan perhatian yang cukup signifikan dalam praktek *corporate governance*.

Sebagaimana dikemukakan oleh Baird, (2000), satu dari penyebab timbulnya krisis ekonomi di Indonesia dan juga di negara Asia lainnya adalah pelaksanaan corporate governance yang tidak baik. Dalam keadaan corporate governance yang seperti ini, dapat menimbulkan keresahan dan ketidakpercayaan para investor. Perusahaan menerapkan praktik corporate governance yang baik sebagai sasaran pencapaian yang dilaksanakan dalam berbagai-bagai perencanaan jangka pendek maupun jangka panjang. Di samping itu, ia juga bertujuan mengatur dan mengendalikan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah (*value added*) untuk semua yang berkepentingan dalam perusahaan (*stakeholder*) (Beasley, 1996; Chtourou S. Marrakchi, 2001).

Pelaksanaan proporsi corporate governance sebagaimana dilakukan oleh Standard & Poor, CLSA Pricewaterhouse Coopers, Moody 's Morgan, dan Calper' s dalam Report on Institutional investor Survey (2002) menempatkan Indonesia pada posisi terendah bersama China dan India dengan nilai 2,40 untuk akauntabiliti . Dari segi transparansi (transparency) dan pengungkapan (*disclosure*), Indonesia menduduki tempat kedua terbawah dengan nilai 1,96.

Suatu penelitian oleh Denis, (2001), menyatakan bahwa corporate governance sangat erat kaitannya dengan nilai perusahaan. Selain itu, penerapan corporate governance turut dipengaruhi oleh sistem yang digunakan oleh perusahaan. Banyak peneliti menguji hubungan antara corporate governance dengan nilai perusahaan, dengan menggunakan ukuran dan sampel yang berbeda. Hubungan corporate governance dengan nilai perusahaan dapat dikelompokkan dalam dua kategori, Pertama; hubungan struktur kepemilikan (*ownership structure*) dan nilai perusahaan. Kedua; hubungan struktur pengelola (*board structure*) dengan nilai perusahaan. Kajian tentang hubungan tersebut pernah dilakukan oleh (McConnell & Servaes, 1990; Morck, Shleifer & Vishny, 19150), dalam kajian Morck et al (1988), ia menemukan adanya hubungan positif antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan yang dihitung dengan menggunakan ukuran Tobins -Q. Hubungan positif tersebut terjadi apabila kepemilikan manajemen hanya sebesar 0% hingga 5% dan lebih dari 25%. Walau bagaimanapun, apabila kepemilikan mencapai 5% hingga 25%, hubungan tersebut akan menjadi negatif. Berbeda dengan kajian McConnell dan Servaes (1990), yang menyatakan bahwa hubungan antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan akan positif apabila kepemilikannya mencapai 40% hingga 50%.

Struktur dari dewan direksi terdiri dari kedudukan dan ukuran dewan direksi. Kajian oleh (Bai, Liu, J. Song, & Zhang, 2004; Hossain, 2001; Judge & Zeithmal, 1992) menemukan hubungan yang positif antara struktur dewan direksi dengan nilai perusahaan. Dalam kajian lainnya, ditemukan tidak terdapat hubungan yang positif antara faktor direktur luar (*outside director*) dengan nilai perusahaan (Bhagat & Black, 2000; Hermalin, 1991; Klein, 1998; Weir & laing, 2001). Penelitian lainnya dilakukan oleh (Darmawati, Khomsiyah, & Rahayu, 2004; Lukviarman, 2004), Darmawati mengkaji hubungan antara corporate governance dengan nilai perusahaan dengan menggunakan ukuran tingkat pengembalian aset (Return On Asset, ROA) dan Tobins-Q. Mereka menemukan bahwa corporate governance mempunyai hubungan yang signifikan terhadap tingkat pengembalian aset tetapi tidak signifikan terhadap Tobin-Q. Lukviarman (2004) menguji hubungan antara struktur kepemilikan dan keterlibatan pemilik dalam dewan direksi dan nilai perusahaan dengan menggunakan tingkat pengembalian aset dan keuntungan penjualan. Mereka menemukan bahwa struktur kepemilikan dan keterlibatan pemilik dalam dewan direksi mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan.

B. KAJIAN TEORITIS

Kepemilikan Manajemen dan Nilai perusahaan

Jensen dan Mecklin (1976) menjelaskan bahwa biaya agensi bertambah apabila kepemilikan manajemen berkurang. Hal ini terjadi karena manajer mempunyai motivasi menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan diri. Walau bagaimanapun, penelitian secara empirik gagal memberikan hasil yang konsisten pada hubungan antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan. Seifert, Gonenc dan Wright (2005), Short dan Keasey (1999), Crasswell et al (1997), Hermalin dan Weisbach (1991), McConnel dan Servaes (1990; 1995) dan Morck, shleifer dan vishny (1998) menunjukkan bahwa hubungan di antara nilai perusahaan dan kepemilikan internal tidak linear bagi sampel di Amerika Serikat. Dalam jumlah, pertama, diperoleh nilai perusahaan berkurang apabila kepemilikan bertambah. Dalam jumlah kedua didapat pertambahan kepemilikan manajemen dikaitkan dengan pengurangan nilai perusahaan.

Dalam konteks di Indonesia, Agustinus (2004) menemukan bahwa tidak ada hubungan di antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan. Walau bagaimanapun, dari sudut kepemilikan manajemen, para manajer bermotivasi untuk merugikan pihak pemilik saham minoritas. Oleh sebab itu, diperkirakan bahwa peningkatan kepemilikan manajemen mempunyai hubungan dengan pengurangan nilai perusahaan.

Pemilikan Institusi dan Nilai perusahaan

Seifert et al (2005) melaporkan hubungan yang negatif antara kepemilikan institusi dan nilai perusahaan di Amerika Serikat. Han dan Suk (1998) menemukan bahwa kepemilikan institusi secara positif berhubungan dengan tingkat pengembalian saham. Mereka menegaskan bahwa kepemilikan institusi secara efektif memantau manajemen perusahaan untuk memaksimalkan pendapatan. Mereka juga menemukan adanya hubungan yang positif antara nilai perusahaan dan pecahan saham yang dimiliki investor institusi. Clay (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan institusi meningkatkan nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q.

Kepemilikan Keluarga dan Nilai Perusahaan

Vilalonga dan Amit (2004) menemukan bahwa kepemilikan keluarga secara positif mempengaruhi nilai perusahaan. Sebagai tambahan, mereka merumuskan bahwa kepemilikan keluarga mengurangi masalah agensi di antara pengurus dan pemegang saham. Baik, Kang dan Park (2004) menemukan bahwa kepemilikan bersama pengurus dan anggota keluarga mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan saat krisis finansial Asia. Berbeda dengan kajian Fabio, Lang dan Youngt (2002), yang menemukan bahwa anggota keluarga yang mempunyai pengaruh politik yang kuat dalam mengendalikan perusahaan berkecenderungan untuk mengeksploitasi pemegang saham minoritas. Hal ini terjadi dalam keadaan yang transparansi laporan keuangan tidak memuaskan contohnya di Asia Tenggara dan Amerika latin. Oleh sebab itu, dalam konteks Indonesia, saya memperkirakan bahwa semakin bertambah kepemilikan keluarga, maka semakin berkurang nilai perusahaan.

Kepemilikan Asing dan Nilai perusahaan

Kumar (2004), dalam kajian beliau di India, mendapati bahwa kepemilikan asing secara positif mempengaruhi nilai perusahaan. Randoy dan Goel (2003) pula mendapati bahwa persentase pemegang saham yang dipegang oleh institusi asing dalam perusahaan berukuran kecil - sederhana di Norwegia mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan. Baik, Kang and Park (2004) menunjukkan bahwa perusahaan yang kepemilikan ekuitas besar oleh investor asing mengalami pengurangan yang amat sedikit dalam mendapatkan nilai pasar yang tinggi.

Dari berbagai uraian diatas, hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini adalah sebagai berikut

Hipotesis 1. Terdapat hubungan yang negatif di antara kepemilikan manajemen dengan nilai perusahaan

Hipotesis 2. Terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan institusi dengan nilai perusahaan

Hipotesis 3. Terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan keluarga dengan nilai perusahaan

Hipotesis 4. Terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan asing dengan nilai perusahaan

C. METODE DAN ANALISIS DATA

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dalam kelompok industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2002 – 2005. Pemilihan sampel penelitian didasarkan pada metode *nonprobability sampling* tepatnya metode *purposive sampling*. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut. (1) Perusahaan sampel terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2002 – 2005 dalam kelompok industri manufaktur yang menerbitkan laporan tahunan (*annual report*) secara berturut-turut. (2) Perusahaan sampel mempunyai laporan keuangan yang berakhir 31 Desember dan menggunakan rupiah sebagai mata uang pelaporan. (3) Perusahaan sampel memiliki semua data yang diperlukan secara lengkap. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel sebanyak 150 perusahaan dengan 600 pengamatan.

Obyek penelitian yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu laporan keuangan dari perusahaan yang telah memenuhi syarat yang ditentukan. Data diperoleh dengan mengakses *website* www.idx.co.id dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Pengukuran Variabel

Variabel Dependen

Variabel dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan **Tobin's Q**. Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan menggunakan Tobin's *q* sebagai ukuran penilaian pasar (Klapper dan Love, 2002; Black dkk. 2003) Tobin's *q* dihitung dengan menggunakan rumus yang dikembangkan oleh Chung dan Pruitt, 1994, yaitu:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$$

Dimana:

MVE = harga penutupan saham di akhir tahun buku x banyaknya saham biasa yang beredar.

PS = Nilai likuidasi dari saham preferen yang beredar.

DEBT = (utang lancar-aktiva lancar) + nilai buku sediaan + utang jangka panjang.

TA = Nilai buku total aktiva.

Peneliti menyesuaikan rumus tersebut dengan kondisi transaksi keuangan perusahaan di Indonesia. Dengan demikian, rumus yang digunakan untuk mengukur Tobin's *q* menggunakan rumus sebagai berikut (Klapper dan Love, 2002; Black dkk.2003):

$$\text{Tobin's } q = (MVE + DEBT)/TA$$

Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah corporate governance yang terdiri dari struktur kepemilikan dan ukuran para direktur dalam perusahaan. Indikator dalam Struktur kepemilikan adalah : Kepemilikan manufaktur, kepemilikan institutional, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan Asing. Keempat indikator tersebut diukur seperti tertera di bawah ini:

1. *Kepemilikan Manufaktur*

Kepemilikan manufaktur adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manufaktur dari seluruh modal saham perusahaan yang dikuasai (Gideon, 2005). ukuran yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manufaktur adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manufaktur dari keseluruhan modal saham perusahaan yang beredar

2. *Kepemilikan Institusi*

Kepemilikan institusi adalah jumlah persentase hak suara yang dimiliki oleh institusi (Beiner et al, 2003). Dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan persentase jumlah saham yang dimiliki institusi dari keseluruhan modal saham perusahaan yang beredar.

3. *Kepemilikan Keluarga*

Kepemilikan keluarga adalah jumlah persentase hak suara yang dimiliki oleh keluarga. Penelitian ini diukur dengan menggunakan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh keluarga dari keseluruhan modal saham perusahaan yang beredar

4. *Kepemilikan Asing*

Kepemilikan asing adalah jumlah persentase hak suara yang dimiliki oleh Asing. Penelitian ini diukur dengan menggunakan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh Asing dari keseluruhan modal saham perusahaan yang beredar

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Struktur kepemilikan

Pada table 1.1 dibawah ini menunjukkan persentase jumlah struktur kepemilikan yang dimiliki oleh masing-masing kepemilikan saham dari 150 perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2002 sampai tahun 2005. Pada tabel 1 menunjukkan distribusi kepemilikan saham dengan total 600 pengamatan di Bursa efek Jakarta. Kepemilikan terbesar di pegang oleh keluarga, yaitu sebesar 441 (73,57%). Kepemilikan asing dan kepemilikan lembaga keuangan adalah yang terbesar kedua yaitu sebesar 134 (22,45%). Kepemilikan saham oleh manufaktur hanya sebesar 13 (2,27%) dan kepemilikan Institusi sebesar 10 (1,70%). Kajian ini menemukan bahwa, keluarga sangat dominan di dalam kepemilikan sahamnya di Bursa Efek Jakarta. Temuan ini konsisten dengan studi sebelumnya seperti La Porta et al (1999)

Tabel 1. Distribusi dan Persentase Kepemilikan Saham

<i>Panel A Distribution of Largest Ownership</i>	<i>Number of observation</i>	<i>Percentage</i>
<i>Family Ownership (FMO)</i>	<i>441</i>	<i>73.58</i>
<i>Institutional Ownership (IO)</i>	<i>10</i>	<i>1.70</i>
<i>Managerial Ownership (MO)</i>	<i>13</i>	<i>2.27</i>
<i>Foreign Ownership (FO)</i>	<i>134</i>	<i>22.45</i>
<i>Total</i>	<i>600</i>	<i>100.00</i>

Sumber: Data diolah

Statistik Deskriptif

Pada Tabel 2 menunjukkan bahwa Aset terbesar yang di miliki perusahaan di Bursa Efek Jakarta yaitu sebesar Rp.2,174.28 Milyar dan Aset perusahaan yang paling kecil yaitu sebesar Rp.11.86 Milyar. Tabel 1.2 dibawah ini akan menunjukkan jumlah rata-rata asset yang dimiliki oleh perusahaan. Kepemilikan saham oleh keluarga (FMO) pada perusahaan publik yang paling besar yaitu sebanyak 94,14%, range antara 43% dan 0%, sedangkan pada kepemilikan institusi (FO) kepemilikan paling besar pada perusahaan yaitu sebesar 54,57% diantara range sebesar 5.38% dan 0%. Kepemilikan manufaktur (MO) paling besar sebesar 25,61% range sebesar 1,30% dan 0 % dan kepemilikan asing (FO) maksimum sebesar 93,06 % dan range sebesar 20,63% dan 0%.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

<i>Variable</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std.Dev</i>
Total asset	11.86	46986.00	2174.28	5232.34
FMO	0.00	94.14	43.00	28.11
IO	0.00	54.57	5.38	11.56
MO	0.00	25.61	1.30	4.00
FO	0.00	93.06	20.63	26.77

Sumber: Data diolah

Korelasi diantara variabel Independen

Analisis Multikolinieritas sangat penting dalam suatu penelitian untuk melihat ada atau tidak korelasi diantara variabel-variabel independen. Syaiful (2006) menyatakan bahwa masalah multikoloniaritas terjadi apabila terjadi korelasi diantara variabel-variabel independen. Pada tabel 1.3 dibawah ini menyajikan matriks korelasi Pearson antara variabel independen yaitu Kepemilikan keluarga (FMO), Kepemilikan manufaktur (MO), Kepemilikan Institusi (IO) dan kepemilikan Asing (FO) dari 150 sampel dimulai dari tahun 2002 hingga 2005. Tabel 3 menunjukkan matriks korelasi antara variabel independen kepemilikan keluarga (FMO) berkorelasi negative terhadap kepemilikan institusi (IO) ($r = -0.24$ nilai $p < 0.01$), FO ($r = -0.77$, nilai $p < 0.01$). Dari perhitungan dengan menggunakan Pearson maka di dapati tidak terdapat masalah multikolonirialitas.

Tabel 3. Matriks Korelasi Pearson

Pearson correlation matrix among independent variables			
This table present Pearson correlation matrix of 150 (600 total panel balanced observations) Jakarta stock exchange listed firms during 2002 to 2005. Family voting right is the total voting right held by one family. Board size is the size of board of commissioners. Independent board is the percentage of the board of commissioners is made up independent commissioners. Family board is the percentage of board of commissioners that have family relationship. Statistical significant at the 1 and 5 percent levels are denoted by *** and ** respectively.			
	FMO	IO	MO
IO	-0.24***	1.00	
MO	0.04	-0.10	1.00
FO	-0.77***	0.16***	-0.09

Sumber: Data diolah

Korelasi diantara Variabel Independen dan Variabel Dependen

Tujuan dari uji korelasi antara variabel independen dan variabel dependen adalah untuk mengidentifikasi hubungan antara variabel independen dan dependen. Tabel 4 menunjukkan korelasi antara variabel-variabel dependen (FV) dan variabel independen (FMO, IO, MO, FO). Dalam penelitian ini didapati bahwa FV mempunyai hubungan positif dengan MO ($r = 0,11$, nilai $p < 0,05$), dan juga FV mempunya hubungan positif dengan MO ($r = 0,28$, nilai $p < 0,01$). selain itu FV mempunyai hubungan negatif dengan FMO ($r = - 0,24$, nilai $p < 0,01$).

Tabel 4. Pearson Correlation Matrix Between Dependent and Independent Variables

Pearson correlation matrix among independent variables	
This table present Pearson correlation matrix of 150 (600 total panel balanced observations) Jakarta stock exchange listed firms during 2002 to 2005. AMTB is the number of outstanding shares time average stock price during 3 months (April 1st to June 30th next year) divided by book value of equity. Family voting right is the total voting right held by one family. Board size is the size of board of commissioners. Independent board is the percentage of the board of commissioners is made up independent commissioners. Family board is the percentage of board of commissioners that have family relationship. Statistical significant at the 1, 5, and 10 percent levels are denoted by ***, **, and * respectively.	
	FV
FMO	-0.24***
IO	0.04
MO	0.11**
FO	0.28***

Sumber: Data diolah

Pengujian Hipotesis
Corporate Governance dan Nilai Perusahaan

Bagian ini menyajikan hasil uji hipotesis 1,2,3 dan 4 yang dilakukan dengan menggunakan regresi multivariat dan panel data. Periode pengkajian adalah 4 tahun dari tahun 2002 sampai tahun 2005 menggunakan uji Hausman. Hasil Regresion disajikan pada tabel dibawah ini:

Tabel 5. Multivariat Regression Results of Corporate Governance and Firm Value

This table present regression results of 150 (3 52 total panel balanced observations) Jakarta stock exchange listed firms during 2002 to 2005. cross-section random effects method was used in this study since observation periods (4 year) is lower than the number of cross-sectional observations. AMTB is the number of outstanding shares time average stock price during 3 months (April 1st to June 30th next year) divided by book value of equity. Family voting right is the total voting right held by one family. Firm size is natural logarithm of total asset. Leverage ratio (LEV) is total liabilities divided by total book value of equity. Meanwhile, statistical significant at the 1, 5, and 10 percent levels are denoted by ***, **, and * respectively.

Independent Variables	Dependent Variables FV	
	Coefficient	t-Statistic
Intercept	-0.958	-1.257
FMO	-0.007	-0.738
IO	-0.001	-0.065
MO	0.162	1.782*
FO	0.018	1.252
R-squared	0.112	
Adjusted R-Square	0.084	
S.E. of regression	1.063	
F-statistic	4.013***	
Prob (F-statistic)	0.000	
Durbin-Watson stat	2.347	

Sumber: Data diolah

Dari hasil regresi yang di sajikan pada table 5 didapati hasil bahwa bahwa, hanya kepemiliak manufaktur saja (MO) yang memiliki hubungan positive yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian maka Hipotesis 1 yang menyatakan bahwa Terdapat hubungan positif yang signifikan di antara kepemilikan manufaktur dengan nilai perusahaan telah terbukti. Sementara Hipotesis 2 yang menyatakan terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan institusi dengan nilai perusahaan tidak terbukti. Sementara Hipotesis 3 dan Hipotesis 4 juga tidak mendukung Hipotesis yang ada. Nilai R² pada penelitian ini yaitu sebesar 11,2%, artinya disini bahwa, variabel dependen hanya mampu menjelaskan variabel dependen hanya sebesar 11,2% saja. Disini mencerminkan bahwa masih banyak variabel lain yang berpotensi dan bisa digunakan untuk memperjelas hubungan diantara variabel independen dengan nilai perusahaan. Tabel 1.6 menunjukkan ringkasan dari hasil hipotesis yang di dapat.

Tabel 6. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

No.	Keterangan Hipotesis	Hasil
H1	Terdapat hubungan yang positif di antara kepemilikan manajemen dengan nilai perusahaan	Mendukung
H2	Terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan institusi dengan nilai perusahaan	Tidak Mendukung
H3	Terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan keluarga dengan nilai perusahaan	Tidak mendukung
H4	Terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan asing dengan nilai perusahaan	Tidak mendukung

Sumber: Data diolah

E. KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

Kesimpulan

Berdasarkan rumusan masalah dan hasil erita pembahasan, kesimpulan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut

1. Kepemilikan Manajerial
penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial secara positif mempengaruhi nilai perusahaan. Temuan ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen (2001) dan Hosain et al (2001) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan positif dengan nilai perusahaan.
2. Kepemilikan Institusi
Penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan institusi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini tidak konsisten dengan Dugal dan Millar (1999) yang menyatakan bahwa institusi mendapatkan keuntungan positif dari pengambilalihan transaksi. Temuan ini menunjukkan bahwa banyak Institusi pada hakikatnya tidak melakukan pengawasan penuh terhadap perusahaan publik sehingga manager dapat mengambil keputusan yang lebih leluasa didalam pengelolaan manajemen perusahaan. Akibatnya, investor institusi ini gagal untuk memberikan kontribusi positif untuk meningkatkan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Ini juga menunjukkan bahwa investor institusional Indonesia tidak memiliki insentif untuk bertindak sebagai investor aktif.
3. Kepemilikan asing
Penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan asing tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini tidak konsisten dengan Kumar (2004) yang menemukan bahwa kepemilikan asing pengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang berada di India. Ini menunjukkan bahwa investor asing tidak secara efektif memonitor perilaku manajemen dalam rangka untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dan para pemegang saham.
4. Kepemilikan Keluarga
Pada dasarnya keluarga sangat mendominasi kepemilikan di perusahaan publik. Namun, penelitian ini tidak menemukan hubungan antara kepemilikan keluarga dan nilai perusahaan. Penemuan ini tidak konsisten dengan faccio, et al (2001) yang menemukan bahwa perusahaan keluarga cenderung memiliki saham yang lebih banyak yang akibatnya akan menurunkan nilai perusahaan.

Rekomendasi

Variabel independen pada penelitian ini adalah corporate governance yang hanya mengambil 4 indikator saja. Diharapkan pada penelitian yang lain dapat menggunakan indicator lainnya dalam corporate governance. Selain itu diharapkan pada penelitian lainnya dilakukan perbandingan penerapan corporate governance yang tidak hanya meliputi perusahaan yang ada di Indonesia saja, tetapi diharapkan dapat dilakukan juga dinegara lain sehingga kita bisa mendapatkan perbandingan didalam penerapan *corporate governance*.

DAFTAR PUSTAKA

- Bai, C,E. Liu, Q. Lu, J.Song, F,M & Zhang, J. (2004). Corporate Governance and market valuation in china. *Journal of Comparative Economics*, 32;599-616
- Baird, M., (2000), 'The Proper Governance of Companies Will Become as Crucial to the World Economy as the Proper Governing of Countries,' *Paper*.

- Baek, J.S, Kang J.K. & Park J.S (2004). Corporate Governance and firm value: Evidence from the Korean Financial crisis. *Journal of Financial Economics*,71;265-313
- Baek, J.S, Kang J.K. & Park J.S (2004). Corporate Governance and firm value: Evidence from the Korean Financial crisis. *Journal of Financial Economics*,71;265-313
- Beasley, M. (1996). An Empirical Analysis of The Relation Between The Board of Director Compensation and Financial Statement Fraud. *The Accounting review*, vol. 71, p. 443-465.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M.M., Zimmerman, H.(2004). An integrated framework of corporate governance and firm valuation: Evidence from Switzerland. ECGI Working Paper Series in Finance (www.ecgi.org/Wp)
- Bhagat,S.& Black,B.(2000). Board independence and long-term firm performance. Working Paper Columbia Law School, Center for Law and Economic Studies.
- Black,B,S. jang, H. & Kim, W (2003). Does Corporate Governance effect firm's market value? Evidence from korea. Working paper. Stanford Law school
- Carter,D.Simkins,B.J & Simsons , W.G. (2002). Corporate Governance, board diversity, And Firm Peformance. Working paper SSRN
- Chen, C.J.P & Jaggi, B. (2001). Assosiation Between Independent nonexecutive firectors, Family control and financial disclousures in Hongkong. *Journal of Accounting and Public Policy*.
- Clay,D.G.(2002). Institutional ownership and firm value. Working paper of social science research network (www.ssrn.com)
- Chung,H., & Pruitt, S. (1994). A Simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23;70-76
- Chtourou S.Marrakchi, Jean Bedard, and Lucie Courteau. 2001. Corporate Governance and Perolehan Management. *Working Paper*. <http://papers.ssrn.com>.
- Credit Lyonnais Securities Asia/CLSA (2002). Saints and sinners: Who's got religion?. Corporate governance watch in emerging market.Hong Kong
- Craswell., A.,T. Taylor, S.L. & Saywell, R.A. (1997). Ownership Structure and corporate governance: Australian evidence. *Pacific-Bastin Finance Journal*, 5;301-323
- Darmawati.D.Khomsiyah.& Rahayu, R,G.(2004). Hubungan corporate governance dan prestasi perusahaan. Working Paper at Simposium Nasional Akuntansi VII
- Duggal, Rakesh and Millar, James A (1999), Institutional Ownership And Firm Peformance; the case of Bidder Returns, Volume 5
- Denis, D.,K.& McConnell,J.J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, 38;1-36
- Faccio,M.& Lasfer,M.(1999). Managerial ownership,board of director, and firm value: The UK evidence.SSRN paper (www.ssrn.com)
- Han, K.A., & Suk, D.Y. (1998). The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. *Review of Financial Economics*,7;143-155
-

- Hermalin, B. & Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct Incentives on firm performance. *Financial Management*, 20; 101-112
- Hill, H. And H.W. Arndt. 1999. *Southeast Asia's Economic Crisis*. Singapore: Institute of Southeast Asian Studies.
- Hossain, M. Prevost, A.K. & Rao, R.P. (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*, 9; 119-145
- Institute for Economic and Financial Research (2005), *Indonesian Capital Market Directory*' Eleventh Edition. ECFIN Jakarta.
- Judge Jr. and C.P. Zeithmal, (1992) Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process, *Acad. Manage.* pp. 766-794
- Klapper, L.F. I. Love, (2004). Corporate governance, pelabur protection, and firm performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, 41; 275-299.
- Kumar, K., Subramanian, R., & Strandholm, K (2004). Competitive Strategy, environmental scanning and performance: a context specific analysis of their relationship. 11, 1, 1-33
- La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F. Shleifer, A (1999). Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*, 54; 471-518
- Lukviarman, N. (2004). *Ownership Structure and Firm Performance: the case of Indonesia*. Doctoral Thesis of Curtin University of Technology. Australia.
- Mahdani (2006), *Strategik Management, Disertasi, universiti Sains Malaysia*
- McConnell, J.J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27; 595-612.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988). Management ownership and corporate performance: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20; 293-315
- Montes, Manuel & Abdulsalamov, Muhammad Ali, 1998, *Indonesia: reaping the Market*, in: Jomo K.S. (editor), 1998, pp. 162-180.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988). Management ownership and corporate performance: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20; 293-315
- Sadli, M. 1999. *Indonesia Crisis, dalam Southeast Asia's Economic Crisis*. H.W. Arndt H.W. And Hill (Eds) Singapore: Institute of Southeast Asian Studies
- Seifert, B. Gonerik, H. Wright, J. (2005). The International evidence on performance and wquity ownership by insiders. Blockholders, and institutions. *Journal of Multinational Financial Management*, 15; 171-191
- Short, H., & Keaswy, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firm; Evidence from the U.K. *Journal of Corporate Finance*, 5; 79-101

- Syaiful (2009), Corporate governance, Transperancy and Firm Value, Disertation at Universiti Sains Malaysia
- Tambunan, T. 1998. Krisis Ekonomi dan masa Depan Reformasi. Jakarta: LPFE-UI
- Vitalonga, B., & Amit R. (2006). How do family ownership , control, and management affect firm value?. *Journal of Financial Economic*, 80;385-417
- Weir, C.& Laing, D. (2001). Governance structures, director independence, and corporate governance in the UK.” *European Business Review* 13;86-95
- Zhuang, Z. (2001). Corporate Governance and finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand. *Country Studies Volume two*. Asian Development Bank.