

**PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE DAN KEPUTUSAN PENDANAAN
PERUSAHAAN TERHADAP KINERJA PROFITABILITAS DAN IMPLIKASINYA
TERHADAP HARGA SAHAM
(Studi Empiris pada Perusahaan BUMN yang Listing di BEI tahun 2008-2011)**

Fahmi Oemar

Fakultas Ekonomi Universitas Lancang Kuning

Abstrak: Badan Usaha Milik Negara (BUMN) merupakan salah satu pelaku kegiatan ekonomi dalam perekonomian nasional yang berdasarkan demokrasi ekonomi (Undang-undang RI NO.19, tentang BUMN, 2003). Oleh karena pengelolaannya berdasarkan demokrasi ekonomi, maka di dalam menjalankan aktivitas perekonomiannya perlu mengikuti mekanisme pasar dan berorientasi ke profit. Munculnya undang-undang BUMN No. 19 Tahun 2003 tersebut, karena peran BUMN dalam mewujudkan kesejahteraan masyarakat belum optimal, pengelolaan dan pengawasannya perlu dilakukan secara profesional dan pengelolaan BUMN perlu menyesuaikan dengan perkembangan perekonomian dan dunia usaha yang semakin pesat, baik secara nasional maupun internasional. Perkembangan dunia usaha dalam situasi perekonomian yang semakin terbuka perlu dilandasi dengan sarana dan sistem penilaian kerja yang dapat mendorong perusahaan ke arah peningkatan efisiensi dan daya saing. Upaya pemerintah dalam rangka meningkatkan kinerja BUMN antara lain dengan pelaksanaan praktek *corporate governance* dan dengan memaksimalkan pelaksanaan fungsi manajemen keuangannya yang meliputi keputusan pendanaan perusahaan dan kebijakan dividen. Peneliti termotivasi melakukan penelitian ini untuk menguji pengaruh *corporate governance*, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap kinerja profitabilitas serta implikasinya terhadap harga saham. (Studi empiris khususnya BUMN yang listing di BEI tahun 2008-2011).

Abstract: State-Owned Enterprises (SOEs) is one of the actors of economic activity in the national economy that is based on economic democracy (Republic Act NO.19, about SOE, 2003). Therefore management is based on economic democracy, then in running economy activities need to follow the market mechanism and oriented to profit. The emergence of legislation SOE No. 19 of 2003 that, because of the role of SOEs in the public welfare is not optimal, management and supervision needs to be done professionally and management of state-owned enterprises need to adjust to the economic development and the business is rapidly increasing, both nationally and internationally. Development of business in an increasingly open economy situation needs to be grounded with the means and skills recognition system that can drive the company towards increased efficiency and competitiveness. Government efforts to improve the performance of state-owned companies, among others, the implementation of corporate governance practices and to maximize the implementation of financial management functions that include corporate funding decisions and dividend policy. Motivated researchers conducted this study to

examine the influence of corporate governance, funding decisions, and dividend policy on profitability performance and the implications for stock prices. (Empirical studies, especially state-owned enterprises listed on the Stock Exchange in 2008-2011).

Kata Kunci: *Corporate Governance, Keputusan Pendanaan, Profitabilitas, Harga Saham*

PENDAHULUAN

Corporate governance adalah suatu proses dan struktur yang digunakan oleh organ BUMN untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan nilai-nilai etika. *Stakeholders* adalah pihak-pihak yang memiliki kepentingan dengan BUMN, baik langsung maupun tidak langsung yaitu pemegang saham/pemilik modal, komisaris/dewan pengawas, direksi dan karyawan serta pemerintah, kreditur, dan pihak berkepentingan lainnya.

Pemegang saham akan cenderung memaksimalkan nilai saham dan memaksa manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan mereka melalui pengawasan yang mereka lakukan. Kreditur di sisi lain cenderung akan berusaha melindungi dana yang sudah mereka investasikan dalam perusahaan dengan jaminan dan kebijakan pengawasan yang ketat pula. Manajer harus mengambil keputusan bisnis terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Namun demikian pemegang saham tidak dapat mengawasi semua keputusan dan

aktivitas yang dilakukan oleh manajer. Suatu ancaman bagi pemegang saham jika manajer akan bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam perusahaan yaitu adanya konflik kepentingan.

Penyatuan kepentingan pemegang saham, kreditur, dan manajemen yang merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (*Agency Problem*). Hal ini mengakibatkan perusahaan terpaksa menanggung biaya keagenan (*Agency Cost*) yaitu biaya yang timbul agar manajer bertindak selaras dengan tujuan pemilik perusahaan (*stakeholders*). *Corporate governance* merupakan pedoman bagi manajer untuk mengelola perusahaan secara *best practice* sehingga manajer akan membuat keputusan keuangan yang dapat menguntungkan semua pihak (*stakeholders*).

Beberapa penelitian yang telah dilakukan berkaitan dengan penerapan *corporate governance* untuk meningkatkan kinerja perusahaannya.

Syafrudin (2006) meneliti pengaruh struktur kepemilikan perusahaan pada kinerja dengan faktor ketidakpastian lingkungan sebagai pemoderasi. Sampel pada penelitian ini terdiri dari perusahaan yang

menyampaikan laporan keuangannya selama periode tahun 1997-1999, dari identifikasi pada ICMD 2000 diperoleh sampel sejumlah 46 perusahaan. Dari hasil uji penelitian diperoleh bahwa tidak ada hubungan yang positif antara kepemilikan oleh manajer dengan kinerja perusahaan, hal ini di indikasikan oleh nilai parameter sebesar -0,165 pada nilai $t = -1.181$. Hasil ini justru bertolak belakang dengan perkiraan teori yang menyatakan bahwa kedua faktor tersebut seharusnya berhubungan secara positif.

Setiawan (2006), meneliti pengaruh struktur kepemilikan, karakteristik perusahaan, dan karakteristik tata kelola korporasi terhadap kinerja perusahaan. pada penelitian ini digunakan model di mana variabel dependennya ialah tingkat profitabilitas yang mewakili kinerja perusahaan yang kemudian diestimasi dengan menggunakan variable independen human dan non-human factor. Penelitian ini menggunakan analisis data panel dengan *fixed effect model*. Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu Laporan Tahunan dari seluruh perusahaan terbuka di luar sektor keuangan untuk tahun 2001 dan 2002 dengan populasi yang telah diobservasi ialah sebesar 251 unit perusahaan dan jumlah sampel minimal ialah sebesar 72 perusahaan seperti yang telah teridentifikasi. Dari hasil analisis didapatkan kesimpulan bahwa variabel struktur kepemilikan yang dilihat dari proporsi kepemilikan publik dan proporsi kepemilikan asing, keduanya mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Untuk berbagai variabel yang mencerminkan karakteristik perusahaan, yaitu *size*, masa

listing, dan kompleksitas usaha memberikan pengaruh yang positif dan signifikan. Sedangkan untuk kelompok perusahaan dan leverage ratio ternyata keduanya memberikan pengaruh yang negatif dan signifikan. Untuk variabel Karakteristik Tata Kelola Korporasi, yaitu proporsi komisaris independen terhadap jumlah direksi dan proporsi jumlah keluarga dalam dewan direksi mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan. Kemudian jumlah komite keluarga dalam dewan direksi mempunyai pengaruh yang sebaliknya yaitu positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Riyanto (2009) meneliti analisis pengaruh mekanisme *good corporate governance* dan privatisasi terhadap kinerja keuangan. Populasi digunakan dalam penelitian ini adalah BUMN yang telah diprivatisasi melalui IPO (*initial public offering*) atau yang terdaftar pada BEI yang berjumlah 20 BUMN. Dikarenakan penelitian menggunakan *time series* 2 tahun sebelum privatisasi dan 4 tahun setelah privatisasi, sehingga sampel yang digunakan adalah BUMN yang melakukan privatisasi antara tahun 2002-2007. Hasil penelitian diperoleh bahwa Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Proporsi komisaris independen tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Tingkat pendidikan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Jumlah komite audit berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Privatisasi tidak berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan.

Perusahaan BUMN memiliki perilaku yang berbeda dengan perusahaan swasta dalam hal pembagian dividen. Besarnya dividen ditentukan dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Dalam perusahaan BUMN, pemerintah sebagai pemegang saham terbesar sangat menentukan besarnya dividen yang dibayarkan. Sedangkan, pada perusahaan swasta tidak demikian. Besar kecilnya dividen dalam perusahaan swasta dipengaruhi oleh para pemegang saham yang tidak berasal dari pemerintah. Untuk menunjang pembahasan masalah, maka peneliti membuat perumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah komite audit pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap kinerja profitabilitas?
2. Apakah kepemilikan publik pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap kinerja profitabilitas?
3. Apakah ukuran dewan komisaris pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap kinerja profitabilitas?
4. Apakah komisaris independen pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap kinerja profitabilitas?
5. Apakah *debt equity ratio* yang diterapkan pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap kinerja profitabilitas?
6. Apakah *divident payout ratio* yang diterapkan pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap kinerja profitabilitas?
7. Apakah komite audit pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap harga saham?
8. Apakah kepemilikan publik pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap harga saham?
9. Apakah ukuran dewan komisaris pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap harga saham?
10. Apakah komisaris independen pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap harga saham?
11. Apakah *debt equity ratio* yang diterapkan pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap harga saham?
12. Apakah *divident payout ratio* yang diterapkan pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap harga saham?
13. Apakah kinerja profitabilitas pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap harga saham?
14. Apakah secara simultan penerapan *corporate governance*, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap kinerja profitabilitas?
15. Apakah secara simultan penerapan *corporate governance*, keputusan pendanaan, kebijakan dividen dan kinerja profitabilitas pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap harga saham?

TINJAUAN PUSTAKA

Kinerja perusahaan merupakan sesuatu yang dihasilkan oleh suatu organisasi dalam periode tertentu dengan mengacu pada standar yang ditetapkan. Kinerja perusahaan hendaknya merupakan hasil yang dapat diukur dan menggambarkan kondisi empiric suatu perusahaan dari berbagai ukuran yang disepakati. Guna mengetahui tingkat kinerja suatu perusahaan dilakukan serangkaian tindakan evaluasi yang pada intinya adalah penilaian atas hasil usaha yang dilakukan selama periode waktu tertentu (Zarkasyi, 2008). Untuk

mengetahui kinerja yang dicapai maka dilakukan penilaian kinerja.

Kata penilaian sering diartikan dengan kata *assessment*. Dengan demikian penilaian kinerja perusahaan (*Companies performance assessment*) mengandung makna suatu proses atau sistem penilaian mengenai pelaksanaan kemampuan kerja suatu perusahaan (organisasi) berdasarkan standar tertentu. Tujuan penilaian kinerja adalah untuk memotivasi personel mencapai sasaran organisasi dan mematuhi standar perilaku yang telah ditetapkan sebelumnya, agar membuahkan tindakan dan hasil yang diinginkan oleh organisasi. Standar perilaku dapat berupa kebijakan manajemen atau rencana formal yang dituangkan dalam rencana strategik, program dan anggaran organisasi. Penilaian kinerja juga digunakan untuk menekan perilaku yang tidak semestinya dan untuk merangsang dan menegakan perilaku yang semestinya diinginkan, melalui umpan balik hasil kinerja pada waktunya serta penghargaan, baik yang bersifat intrinsik maupun ekstrinsik.

Penilaian kinerja perusahaan diukur dengan ukuran keuangan dan non keuangan. Ukuran keuangan untuk mengetahui hasil tindakan yang telah dilakukan dimasa lalu dan ukuran keuangan tersebut dilengkapi dengan ukuran non keuangan tentang kepuasan *customer*, produktivitas dan *cost effectiveness* proses bisnis/intern serta produktivitas dan komitmen personel yang akan menentukan kinerja keuangan masa yang akan datang. Ukuran keuangan menunjukkan akibat dari berbagai tindakan yang terjadi diluar non keuangan. Peningkatan *financial returns* yang ditunjukkan dengan ukuran ROE

merupakan akibat dari berbagai kinerja operasional seperti: (1) meningkatnya kepercayaan customer terhadap produk yang dihasilkan perusahaan, (2) meningkatnya produktivitas dan *cost effectiveness* proses bisnis/intern yang digunakan oleh perusahaan untuk menghasilkan produk dan jasa, (3) meningkatnya produktivitas dan komitmen personel. Jadi jika manajemen puncak berkehendak untuk melipat gandakan kinerja keuangan perusahaannya, maka fokus perhatian seharusnya ditujukan untuk memotivasi personel dalam melipat gandakan kinerja di perspektif non keuangan atau operasional, karena disitulah terdapat pemicu sesungguhnya (*the real drivers*) kinerja keuangan berjangka panjang.

Penilaian tingkat kinerja BUMN, sampai saat ini dilakukan dengan mengacu pada Kep.Men BUMN No. KEP-100/MBU/2002, yaitu keputusan Menteri BUMN untuk menilai tingkat kesehatan BUMN, yang digolongkan menjadi sehat (A s/d AAA), kurang Sehat (B s/d BBB) dan tidak sehat (C s/d CCC). Tingkat kesehatan BUMN ditetapkan berdasarkan penilaian yang mencakup aspek keuangan, aspek operasional dan aspek administrasi (Zarkasyi, 2008).

Corporate Governance dan Good Corporate Governance

Konsep *corporate governance* dapat didefinisikan sebagai serangkaian mekanisme yang mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan (*stakeholders*).

Dalam (*Corporate Governance Perception Index*, 2008) *Good Corporate*

Governance dapat didefinisikan sebagai struktur, sistem, dan proses yang digunakan oleh organ-organ perusahaan sebagai upaya untuk memberikan nilai tambah perusahaan secara berkesinambungan dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan norma yang berlaku.

Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa GCG tersebut merupakan:

1. Suatu struktur yang mengatur pola hubungan harmonis tentang peran dewan komisaris, direksi, pemegang saham dan para *stakeholder* lainnya.
2. Suatu sistem pengawasan dan perimbangan kewenangan atas pengendalian perusahaan yang dapat membatasi munculnya dua peluang, yaitu pengelolaan yang salah dan penyalahgunaan aset perusahaan.
3. Suatu proses yang transparan atas penentuan tujuan perusahaan, pencapaian, berikut pengukuran kinerjanya.

Untuk Badan Usaha Milik Negara (BUMN), Kementerian Negara BUMN berperan sebagai pengawas pelaksanaan GCG berdasarkan Keputusan Menteri BUMN Nomor. KEP-117/M-MBU/2002 Tentang Penerapan Praktik *Good Corporate Governance* pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Peraturan Bank Indonesia dan Keputusan Menteri BUMN tersebut telah cukup lengkap mengatur tentang kewajiban pelaksanaan GCG di BUMN.

Prinsip-prinsip *good corporate governance* yang tertuang dalam keputusan Menteri BUMN Nomor : KEP-117/M-MBU/2002 meliputi:

- a. Transparansi, yaitu keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam mengemukakan informasi materiil dan relevan mengenai perusahaan;
- b. Kemandirian, yaitu suatu keadaan di mana perusahaan dikelola secara profesional tanpa benturan kepentingan dan pengaruh/tekanan dari pihak manapun yang tidak sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat;
- c. Akuntabilitas, yaitu kejelasan fungsi, pelaksanaan dan pertanggungjawaban organ sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif;
- d. Pertanggungjawaban, yaitu kesesuaian di dalam pengelolaan perusahaan terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat;
- e. Kewajaran (*fairness*), yaitu keadilan dan kesetaraan di dalam memenuhi hak-hak *stakeholders* yang timbul berdasarkan perjanjian dan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Konsep *Agency Theory* yaitu menjelaskan hubungan antara prinsipal dan agen. Prinsipal mempekerjakan agen untuk melakukan tugas untuk kepentingan prinsipal, termasuk pendelegasian otorisasi pengambilan keputusan dari principal kepada agen. Pada perusahaan yang modalnya terdiri atas saham, pemegang saham bertindak sebagai prinsipal, dan CEO (*Chief Executive Officer*) sebagai agen mereka. Pemegang saham mempekerjakan CEO

untuk bertindak sesuai dengan kepentingan principal.

Teori agensi mendasarkan hubungan kontrak antar anggota-anggota dalam perusahaan, dimana prinsipal dan agen sebagai pelaku utama. Prinsipal merupakan pihak yang memberikan mandat kepada agen untuk bertindak atas nama prinsipal, sedangkan agen merupakan pihak yang diberi amanat oleh prinsipal untuk menjalankan perusahaan. Dengan demikian, kontrak kerja yang baik antara prinsipal dan agen adalah kontrak kerja yang menjelaskan apa saja yang harus dilakukan manajer dalam menjalankan pengelolaan dana yang diinvestasikan dan mekanisme bagi hasil berupa keuntungan, return dan risiko-risiko yang telah disetujui oleh kedua belah pihak.

Teori agensi mengasumsikan bahwa masing-masing individu termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga dapat menimbulkan konflik antara prinsipal dan agen. Pihak prinsipal termotivasi mengadakan kontrak untuk mensejahterakan dirinya dengan profitabilitas yang selalu meningkat. Sedangkan agen termotivasi untuk memaksimalkan pemenuhan kebutuhan ekonomi dan psikologinya. Menurut Eisenhardt (1989) teori keagenan dilandasi oleh tiga buah asumsi, yaitu:

1. Asumsi tentang sifat manusia.
Menekankan bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan diri sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan tidak menyukai risiko (*risk aversion*).
2. Asumsi tentang keorganisasian.

Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria produktivitas, dan adanya asimetri informasi antara prinsipal dan agen.

3. Asumsi tentang informasi.

Asumsi tentang informasi adalah bahwa informasi dipandang sebagai barang komoditi yang bisa diperjual belikan.

Prinsipal sebagai pemilik modal mempunyai hak akses pada informasi internal perusahaan, sedangkan agen yang menjalankan operasional perusahaan mempunyai informasi tentang operasi dan kinerja perusahaan secara riil dan menyeluruh. Dalam konsep teori agensi, manajemen sebagai agen seharusnya bertindak sesuai dengan keinginan prinsipal. Namun, tidak menutup kemungkinan manajemen hanya mementingkan kepentingannya sendiri untuk memaksimalkan utilitasnya. Manajemen dapat melakukan tindakan-tindakan yang tidak menguntungkan perusahaan secara keseluruhan yang dalam jangka panjang dapat merugikan kepentingan perusahaan. Bahkan untuk mencapai kepentingannya sendiri, manajemen dapat bertindak menggunakan akuntansi sebagai alat untuk melakukan rekayasa.

Menurut Jensen & Meckling (1976), menyatakan bahwa laporan keuangan yang dibuat dengan angka-angka akuntansi diharapkan dapat meminimalkan konflik diantara pihak-pihak yang berkepentingan. Berdasarkan laporan keuangan yang dilaporkan oleh agen sebagai pertanggung jawaban kinerjanya, prinsipal dapat menilai, mengukur dan mengawasi sampai sejauh

mana agen tersebut bekerja untuk meningkatkan kesejahteraannya serta sebagai dasar pemberian kompensasi kepada agen.

Prinsipal tidak memiliki informasi yang cukup tentang kinerja agen. Sedangkan agen mempunyai lebih banyak informasi mengenai kapasitas diri, lingkungan kerja, dan perusahaan secara keseluruhan. Hal inilah yang mengakibatkan adanya ketidakseimbangan informasi yang dimiliki oleh prinsipal dan agen. Ketidakseimbangan ini disebut dengan asimetri informasi (*information asymetric*).

Asimetri informasi merupakan suatu kondisi dimana terdapat ketidakseimbangan perolehan informasi antara pihak manajemen sebagai penyedia informasi dengan pihak pemegang saham atau *stakeholders* pada umumnya sebagai pengguna informasi (*user*). Akibat adanya informasi yang tidak seimbang ini, dapat menimbulkan 2 (dua) permasalahan yang disebabkan adanya kesulitan prinsipal untuk memonitor dan melakukan kontrol terhadap tindakan-tindakan agen. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan permasalahan tersebut adalah :

1. *Moral Hazard*, yaitu permasalahan yang muncul jika agen tidak melaksanakan hal-hal yang telah disepakati bersama dalam kontrak kerja.
2. *Adverse selection*, yaitu suatu keadaan dimana prinsipal tidak dapat mengetahui apakah suatu keputusan yang diambil oleh agen benar-benar didasarkan atas informasi yang telah diperolehnya, atau terjadi sebagai sebuah kelalaian dalam tugas.

Biaya Keagenan (Agency Cost)

Banyak masalah yang sering muncul berkaitan dengan masalah keagenan. Hubungan keagenan terjadi ketika terjadi kontrak antara dua pihak yang menunjukkan bahwa suatu pihak (prinsipal) memberikan tugas kepada orang lain (agen) untuk melakukan suatu pekerjaan. Dalam kondisi seperti ini agen memiliki kecenderungan untuk berperilaku tertentu dengan mengutamakan kepentingannya sendiri. Untuk itu prinsipal harus memiliki mekanisme pemantauan agar dapat mengendalikan perilaku agen sesuai dengan aturan yang ditentukan. Salah satu cara yang dilakukan adalah dengan menggunakan insentif kompensasi dan melakukan monitoring, misalnya membayar auditor untuk mengaudit laporan keuangan perusahaan. Biaya yang dikeluarkan untuk auditor tersebut disebut dengan biaya keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) terdapat tiga macam biaya keagenan (*Agency Cost*), diantaranya adalah:

1. Bonding cost

Biaya ini ditanggung oleh perusahaan yang timbul akibat tindakan manajer untuk memberi jaminan kepada pemilik bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Contoh: kelancaran dalam membayar bunga utang, penyelenggaraan sistem akuntansi yang baik sehingga mampu menghasilkan laporan keuangan yang sesuai dengan kebutuhan prinsipal.

2. Monitoring cost

Biaya yang ditanggung oleh perusahaan yang timbul akibat tindakan prinsipal untuk mengawasi aktivitas dan perilaku manajer.

Contoh: membayar auditor untuk mengaudit laporan keuangan perusahaan dan premi asuransi untuk melindungi asset perusahaan.

3. *Residual loss*

Biaya yang ditanggung oleh perusahaan yang timbul akibat adanya perbedaan antara keputusan yang diambil oleh agen dengan keputusan yang seharusnya memberikan manfaat maksimal pada prinsipal.
Contoh: memanfaatkan fasilitas perusahaan secara berlebihan seperti pengeluaran untuk perjalanan dinas dan akomodasi kelas satu, mobil dinas mewah atau dengan kata lain biaya yang dikeluarkan tidak untuk kepentingan perusahaan.

Usaha meminumkan masalah keagenan atau konflik antar kelompok dalam perusahaan maka diperlukan biaya yang disebut dengan biaya keagenan (*Agency Cost*) dan tercermin dalam empat alternatif, yaitu:

1. Pengeluaran untuk monitoring seperti halnya biaya untuk pemeriksaan akuntansi dan prosedur pengendalian intern.
2. Pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajemen atas prestasi yang konsisten.
3. *Fidelity bond* adalah kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga di mana pihak ketiga (*bonding company*) setuju untuk membayar perusahaan jika manajer berbuat tidak jujur sehingga menimbulkan kerugian bagi perusahaan.
4. *Golden parachutes* dan *Poison pill* dapat digunakan pula untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. ***Golden Parachutes*** adalah suatu

kontrak antara manajemen dengan pemegang saham yang menjamin bahwa manajemen akan mendapat kompensasi sejumlah tertentu apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain atau terjadi perubahan pengendalian perusahaan. Sedangkan ***Poison pill*** adalah usaha pemegang saham untuk menjaga agar perusahaan tidak diambil-alih oleh perusahaan lain. Usaha ini dapat dilakukan dengan mengeluarkan hak penjualan saham pada harga tertentu atau mengeluarkan obligasi disertai dengan hak menjual obligasi pada harga tertentu.

Pengukuran *Corporate Governance*

Kualitas penerapan *corporate governance* di perusahaan perlu diuji bukan hanya terhadap adanya pedoman *corporate governance* yang dimiliki perusahaan tetapi juga terhadap efektivitas pelaksanaan pedoman tersebut untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham tanpa merugikan kepentingan para pemangku kepentingan lainnya. Maka dari itu suatu analisis atas kajian mengenai praktik *corporate governance* diperlukan untuk membantu investor dalam memperoleh gambaran yang jelas mengenai *governance* di suatu perusahaan.

Pengukuran *corporate governance* yang akan dilakukan pada penelitian ini diukur dengan menggunakan 4 (empat) komponen antara lain adanya komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris dan komisaris independen. Dari ke-4 (empat) komponen tersebut sudah cukup mewakili untuk analisis kualitas penerapan *corporate governance* pada suatu perusahaan.

Mekanisme Corporate Governance

Mekanisme *corporate governance* merupakan suatu cara untuk mengatasi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham dan antara pemegang saham yang memiliki kontrol dan pemegang saham minoritas. Mekanisme *corporate governance* selanjutnya bertujuan untuk memastikan bahwa hak pemegang saham minoritas tidak dirugikan, tindakan manajemen dimonitor, dan bila kinerja manajer yang buruk diganti. Penelitian tentang *corporate governance* telah mengidentifikasi berbagai mekanisme yang dimaksudkan untuk memastikan bahwa manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Mekanisme *corporate governance* dalam penelitian ini meliputi adanya komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris dan komisaris independen.

Komite Audit

Berdasarkan kerangka dasar hukum di Indonesia perusahaan-perusahaan publik diwajibkan untuk membentuk komite audit. Komite audit tersebut dibentuk oleh dewan komisaris. Komite audit merupakan penghubung antara dewan direksi dan audit eksternal, internal auditor serta anggota independen. Komite audit ditugaskan untuk memberikan pengawasan pada auditor perusahaan internal dan eksternal, serta memastikan manajemen tersebut melakukan tindakan korektif yang tepat secara berkala dan dapat mengontrol kelemahan, ketidaksesuaian dengan kebijakan, hukum dan regulasi. Berdasarkan penjabaran tersebut, maka dapat diketahui bahwa komite audit merupakan suatu kelompok yang sifatnya

independen atau tidak memiliki kepentingan terhadap manajemen dan diangkat secara khusus serta memiliki pandangan antara lain bidang akuntansi dan hal-hal lain yang terkait dengan sistem pengawasan internal perusahaan.

Menurut Kepmen Nomor 117 Tahun 2002, tujuan dibentuknya Komite audit adalah membantu komisaris atau dewan pengawas dalam memastikan efektivitas sistem pengendalian internal dan efektifitas pelaksanaan tugas auditor eksternal dan auditor internal. Tujuan dari komite audit adalah membantu dewan komisaris untuk (Zarkasyi, 2008):

1. Meningkatkan kualitas laporan keuangan.
2. Menciptakan iklim disiplin dan pengendalian yang dapat mengurangi kesempatan terjadinya penyimpangan dalam pengelolaan perusahaan.
3. Meningkatkan efektivitas fungsi audit internal maupun eksternal audit.
4. Mengidentifikasi hal-hal yang memerlukan perhatian dewan komisaris.

Komite audit memiliki hubungan negatif signifikan dengan akrual diskresioner yang negatif, tetapi tidak berhubungan signifikan dengan akrual diskresioner yang positif. Komite audit berfungsi untuk memberikan pandangan mengenai masalah-masalah yang berhubungan dengan kebijakan keuangan, akuntansi dan pengendalian intern. Tujuan pembentukan komite audit adalah:

1. Memastikan laporan keuangan yang dikeluarkan tidak menyesatkan dan sesuai dengan praktik akuntansi yang berlaku umum.

2. Memastikan bahwa internal kontrolnya memadai.
3. Menindaklanjuti terhadap dugaan adanya penyimpangan yang material di bidang keuangan dan implikasi hukumnya.
4. Merekomendasikan seleksi auditor eksternal.

Seiring dengan karakteristik tersebut, otoritas komite audit juga terkait dengan batasan mereka sebagai alat bantu dewan komisaris. Mereka tidak memiliki otoritas eksekusi apapun, hanya memberikan rekomendasi kepada dewan komisaris kecuali untuk hal spesifik yang telah memperoleh hak kuasa eksplisit dari dewan komisaris. Dalam menjalankan perannya, komite audit harus memiliki hak terhadap akses tidak terbatas kepada direksi, auditor internal, auditor eksternal, dan semua informasi yang ada di perusahaan. Tanpa otoritas atau hak atas akses tersebut, akan tidak mungkin komite audit dapat menjalankan perannya dengan efektif. Sejalan dengan tujuannya, komite audit memiliki fungsi antara lain (Zarkasyi, 2008):

1. Memberikan rekomendasi dalam pemilihan auditor independen.
2. Berkonsultasi untuk menentukan auditor independen.
3. Berkonsultasi dengan auditor independen dalam menganalisis laporan audit dan menyertai dalam *management letter*.
4. Berkonsultasi dengan auditor independen.

Dalam kaitannya dengan penerapan GCG, membangun peran komite audit yang efektif tidak dapat terlepas dari penerapan prinsip GCG secara keseluruhan di suatu perusahaan dimana independensi, transparansi dan

disclosure, akuntabilitas dan tanggungjawab, serta sikap adil menjadi prinsip dan landasan organisasi perusahaan.

Kepemilikan Publik

Kepemilikan publik adalah kepemilikan saham perusahaan oleh masyarakat umum atau oleh pihak luar. Kepemilikan perusahaan oleh pihak luar mempunyai kekuatan besar dalam perusahaan, karena dapat mempengaruhi perusahaan melalui media masa baik berupa kritikan maupun komentar yang semuanya dianggap sebagai suara publik atau masyarakat. Suatu struktur kepemilikan yang memiliki proporsi besar untuk kepemilikan publik dapat menekan manajemen agar menyajikan informasi secara tepat waktu karena ketepatan waktu pelaporan keuangan dapat mempengaruhi pengambilan keputusan ekonomi (Stiawan, 2006). Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan publik adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh masyarakat publik dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar.

Ukuran Dewan Komisaris

Dewan komisaris adalah dewan yang bertugas melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada dewan (dewan direksi). Dewan komisaris memegang peranan yang sangat penting dalam perusahaan, terutama dalam pelaksanaan *good corporate governance*. Dewan komisaris merupakan inti dari *corporate governance* yang ditugaskan untuk menjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan,

serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas (FCGI, 2001).

Peran komisaris ini diharapkan akan meminimalisir permasalahan agensi yang timbul antara dewan direksi dengan pemegang saham. Oleh karena itu dewan komisaris seharusnya dapat mengawasi kinerja dewan direksi sehingga kinerja yang dihasilkan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Sedangkan menurut Kusumawati dan Riyanto (2005) menyatakan bahwa hubungan antara jumlah anggota dewan komisaris dengan nilai perusahaan didukung oleh perspektif fungsi *service* dan kontrol yang diberikan dewan komisaris. Konsultasi dan nasihat yang diberikan merupakan jasa yang berkualitas bagi manajemen yang tidak dapat diberikan oleh pasar. Penelitian mereka menemukan bahwa investor bersedia memberikan premium lebih terhadap perusahaan karena *service* dan kontrol yang dilakukan oleh komisaris. Fungsi *service* dan kontrol dewan komisaris dapat dilihat sebagai suatu sinyal kepada para investor bahwa perusahaan telah dikelola sebagaimana mestinya.

Komisaris Independen

Komisaris independen adalah sebuah badan dalam perusahaan yang biasanya beranggotakan dewan komisaris yang independen yang berasal dari luar perusahaan yang berfungsi untuk menilai kinerja perusahaan secara luas dan keseluruhan. Komisaris independen merupakan pihak yang tidak terafiliasi dengan pemegang saham pengendali, anggota direksi dan dewan komisaris lain, dan perusahaan itu sendiri baik dalam bentuk hubungan bisnis maupun kekeluargaan.

Keberadaan komisaris independen pada suatu perusahaan dapat mempengaruhi integritas suatu laporan keuangan yang dihasilkan oleh manajemen. Jika perusahaan memiliki komisaris independen maka laporan keuangan yang disajikan oleh manajemen cenderung lebih berintegritas, karena di dalam perusahaan terdapat badan yang mengawasi dan melindungi hak pihak-pihak diluar manajemen perusahaan (Herawaty, 2008).

Keberadaan komisaris independen telah diatur Bursa Efek Indonesia melalui peraturan BEI tanggal 1 Juli 2000. Dikemukakan bahwa perusahaan yang *listed* di Bursa harus mempunyai komisaris independen yang secara proporsional sama dengan jumlah saham yang dimiliki pemegang saham yang minoritas (bukan *controlling shareholders*). Dalam peraturan tersebut, persyaratan jumlah minimal Komisaris Independen adalah 30% dari seluruh anggota dewan komisaris.

Salah satu fungsi utama dari komisaris independen adalah untuk menjalankan fungsi monitoring yang bersifat independen terhadap kinerja manajemen perusahaan. Keberadaan komisaris dapat menyeimbangkan kekuatan pihak manajemen (terutama CEO) dalam pengelolaan perusahaan melalui fungsi monitoringnya. Selain itu komisaris independen bertujuan untuk menyeimbangkan dalam pengambilan keputusan khususnya dalam rangka perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dan pihak-pihak lain yang terkait (Herawaty, 2008).

Komite Nasional Kebijakan *corporate governance* menetapkan beberapa kriteria untuk menjadi komisaris

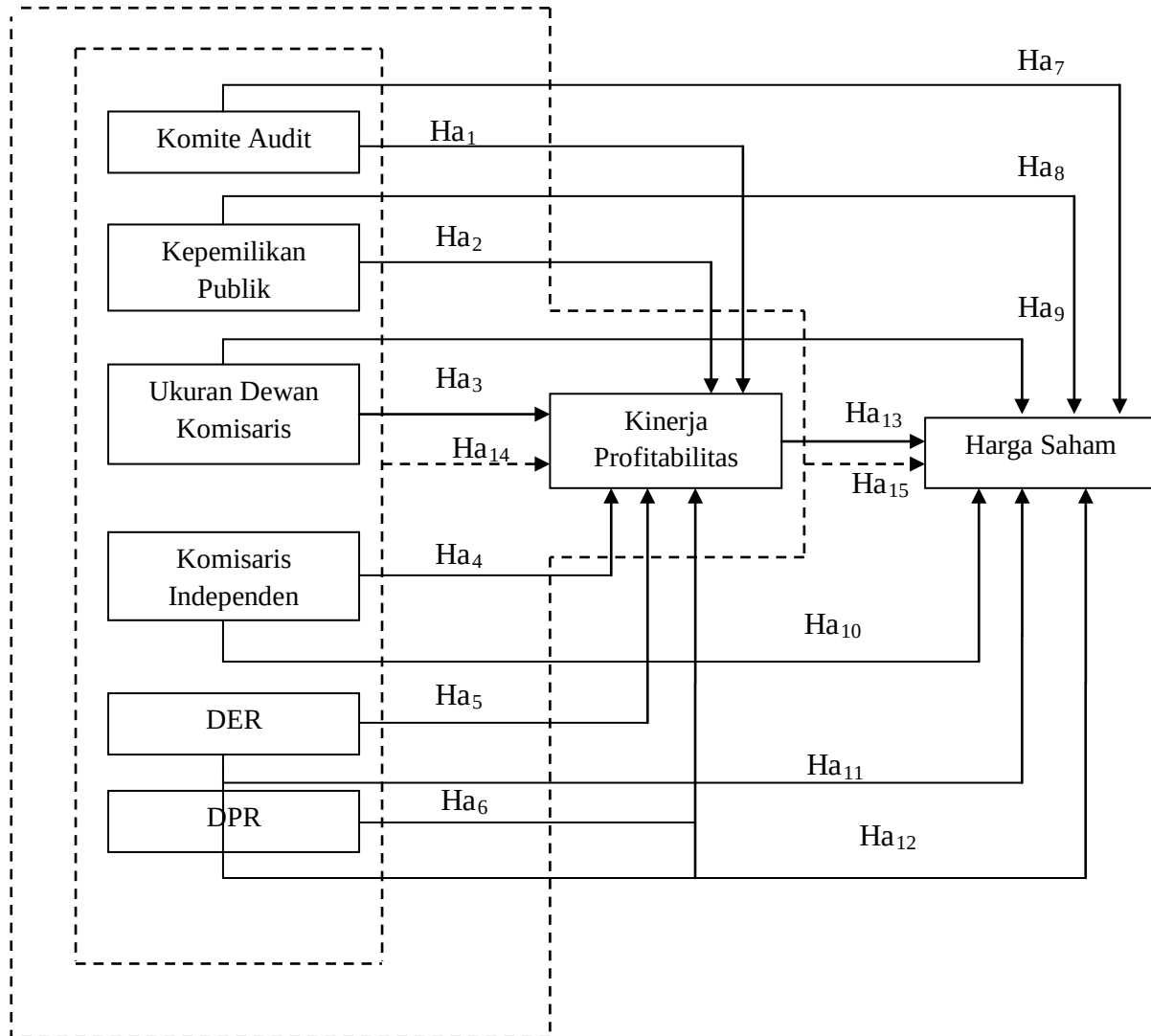
independen pada perusahaan tercatat sebagai berikut:

1. Tidak memiliki hubungan afiliasi dengan pemegang saham pengendali perusahaan yang bersangkutan.
2. Tidak memiliki hubungan afiliasi dengan Direktur dan/atau Komisaris lainnya pada perusahaan yang bersangkutan.
3. Tidak bekerja rangkap sebagai Direktur di perusahaan lainnya yang terafiliasi dengan perusahaan yang bersangkutan.
4. Tidak menduduki jabatan eksekutif atau mempunyai hubungan bisnis dengan perusahaan yang bersangkutan dan perusahaan-perusahaan lainnya yang terafiliasi dalam jangka waktu 3 tahun terakhir.
5. Tidak menjadi *partner* atau *principal* di perusahaan konsultan yang memberikan jasa pelayanan profesional pada perusahaan dan perusahaan-perusahaan lainnya yang terafiliasi.
6. Bebas dari segala kepentingan dan kegiatan bisnis atau hubungan yang lain yang dapat diinterpretasikan akan menghalangi atau mengurangi kemampuan Komisaris Independen untuk bertindak dan berpikir independen demi kepentingan perusahaan.
7. Memahami peraturan perundang-undangan PT, UU Pasar Modal dan UU serta peraturan-peraturan lain yang terkait.

Kerangka Teoritik

Dalam penelitian ini akan mengkaji pengaruh penerapan *corporate governance*, keputusan pendanaan perusahaan dan kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan serta implikasinya terhadap harga saham dengan kerangka pemikiran penelitian dapat disajikan seperti pada gambar 2.1 berikut.

Gambar 1. Kerangka Teoritik



Sumber: Peneliti (2013).

Informasi yang tersedia di publik kerap dijadikan dasar bagi pengambilan keputusan investor di pasar modal. Termasuk salah satunya adalah informasi tentang penerapan GCG di perusahaan. Karena banyak manfaat dari penerapan GCG, di antaranya GCG dapat meningkatkan nilai perusahaan,

meningkatkan kinerja keuangan, mengurangi risiko yang merugikan akibat tindakan pengelola (manajemen) yang cenderung menguntungkan diri sendiri (*agency problem*), dan umumnya GCG dapat meningkatkan kepercayaan investor yang tercermin dalam reaksi pasar yang positif.

Rendahnya tingkat kepercayaan investor dapat disebabkan oleh lemahnya pengelolaan korporasi atau dengan kata lain karena belum optimalnya penerapan GCG. Maka dari itu informasi tentang tingkat penerapan GCG di perusahaan akan mempengaruhi tingkat kepercayaan investor yang tercermin dalam reaksi pasar sehingga mengubah harga dan volume perdagangan melalui permintaan dan penawaran surat-surat berharga. Oleh karena itu menarik untuk dikaji bagaimana pengaruh tingkat penerapan GCG yang di-*proxy*-kan dengan komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris, dan komisaris independen, yang masing-masing di-*proxy*-kan dengan (*Return on Equity*) ROE.

Selain itu akan dikaji pula bagaimana pengaruh keputusan pendanaan perusahaan dan kebijakan dividen yang erat kaitannya juga dengan adanya *agency problem* merujuk pada teori keagenan yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori keagenan menganggap manajer tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu perlu ada mekanisme agar manajer mau bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Salah satu mekanisme yang diusulkan oleh Jensen dan Meckling (1976) adalah dengan menambah porsi utang. Tujuan struktur modal adalah memadukan sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan untuk memaksimumkan nilai perusahaan dengan cara memaksimumkan harga saham, meminimumkan biaya modal (*cost of capital*),

Menambah utang dapat mengurangi masalah keagenan karena dua alasan. Pertama, dengan

meningkatnya utang maka akan semakin kecil porsi saham yang harus dijual perusahaan. Semakin kecil nilai saham yang beredar maka semakin kecil masalah keagenan yang timbul antara manajer dan pemegang saham. Kedua, dengan semakin besar utang perusahaan maka semakin kecil dana “menganggur” yang dapat dipakai manajer untuk pengeluaran-pengeluaran yang kurang perlu. Semakin besar utang maka perusahaan harus mencadangkan lebih banyak kas untuk membayar bunga dari utang tersebut dan juga untuk mengangsur pokok utang.

Tinggi-rendahnya *debt equity ratio* (yang merupakan output dari struktur modal) akan mempengaruhi tingkat pencapaian *return on equity* (ROE) yang dicapai oleh perusahaan. Jika biaya yang ditimbulkan oleh pinjaman lebih kecil daripada biaya modal sendiri maka sumber dana yang berasal dari pinjaman atau hutang akan lebih efektif dalam menghasilkan laba (meningkatkan *return on equity*); demikian juga sebaliknya.

Debt to Equity Ratio (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Oleh karena itu semakin rendah DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen. Semakin tinggi tingkat DER, berarti komposisi hutang juga semakin tinggi, sehingga akan berakibat pada

semakin rendahnya kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham, sehingga rasio pembayaran dividen semakin rendah. Dari uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi ratio pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) Menunjukkan semakin baik kinerja perusahaannya.

Hipotesis Penelitian

Dalam penelitian ini akan diuji beberapa hipotesis, diantaranya:

- Ha₁: Komite audit pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
- Ha₂: Kepemilikan publik pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
- Ha₃: Ukuran dewan komisaris pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
- Ha₄: Komisaris independen pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
- Ha₅: *Debt to equity ratio* yang diterapkan pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
- Ha₆: *Dividen payout ratio* yang diterapkan pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
- Ha₇: Komite audit pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap harga saham.
- Ha₈: Kepemilikan publik pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

- Ha₉: Ukuran dewan komisaris pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap harga saham.
- Ha₁₀: Komisaris independen pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap harga saham.
- Ha₁₁: *Debt to equity ratio* yang diterapkan pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap harga saham.
- Ha₁₂: *Dividen payout ratio* yang diterapkan pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap harga saham.
- Ha₁₃: Kinerja profitabilitas pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap harga saham.
- Ha₁₄: Secara simultan penerapan *corporate governance*, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen pada perusahaan BUMN berpengaruh terhadap signifikan kinerja profitabilitas.
- Ha₁₅: Secara simultan penerapan *corporate governance*, keputusan pendanaan kebijakan dividen dan kinerja profitabilitas pada perusahaan BUMN berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

METODE PENELITIAN

Tempat dan Waktu Penelitian

Pengambilan data sekunder untuk keperluan penelitian ini dilaksanakan pada bulan juni 2013 selama satu bulan. Data pada penelitian ini adalah semua perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data penelitian yang digunakan adalah laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan BUMN. Data penelitian diperoleh dari website

Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), dari website masing-masing perusahaan BUMN, Serta dari laporan keuangan yang diterbitkan oleh ICMD.

Penelitian ini merupakan studi *deskriptif* dan *asosiatif* menggunakan model regresi data panel untuk menguji hipotesis hubungan antara variabel bebas dan variabel terikat. Variabel bebas yang digunakan pada penelitian ini adalah:

1. *Corporate Governance*, yang diukur dengan menggunakan 4 (empat) komponen antara lain adanya komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris dan komisaris independen.
2. Keputusan pendanaan perusahaan, yang diukur dengan menggunakan komponen struktur modal dinyatakan dengan *debt to equity ratio* (DER).
3. Kebijakan dividen yang diukur dengan menggunakan *ratio dividen payout ratio* (DPR)

Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah kinerja profitabilitas yang diproksikan dengan menggunakan *return on equity* (ROE).

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah semua perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel penelitian ditentukan berdasarkan *purposive sampling* yang berarti pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Objek penelitian ini menggunakan perusahaan BUMN karena perusahaan tersebut merupakan kelompok perusahaan yang dijadikan percontohan penerapan kebijakan-kebijakan pemerintah seperti halnya penerapan *Corporate Governance*.

Adapun kriteria perusahaan BUMN yang dijadikan sampel antara lain:

1. Semua perusahaan yang termasuk dalam kelompok perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI sejak tahun 2008.
2. Menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan berturut-turut dari periode 2008 sampai dengan 2011.
3. Laporan keuangan yang diterbitkan telah diaudit oleh auditor independen.

Teknik Pengumpulan Data

Data bagi suatu penelitian merupakan bahan yang akan digunakan untuk menjawab permasalahan penelitian. Oleh karena itu, data harus selalu ada agar permasalahan penelitian itu dapat dipecahkan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan data dari ICMD. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi, yaitu dengan mempelajari catatan-catatan perusahaan yang diperlukan. Data yang digunakan diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan emiten atau perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008 sampai dengan tahun 2011. Selain dari Bursa Efek Jakarta, data juga diperoleh dari situs website masing-masing perusahaan yang menjadi objek pengamatan.

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel bebas dan variabel terikat, untuk masing-masing variabel dinyatakan sebagai berikut:

Variabel Terikat

Variabel terikat merupakan variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel bebas. Variabel terikat dalam

penelitian ini adalah kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan dalam penelitian ini diproksikan dengan *return on equity* (ROE).

Return on Equity (ROE) merupakan salah satu rasio keuangan yang mengukur profitabilitas perusahaan. ROE menunjukkan berapa tingkat laba yang diperoleh perusahaan dari modal yang diinvestasikan pemegang saham. ROE dihitung dengan membagi laba bersih dengan total ekuitas (Ross, 2008).

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}}$$

1. Variabel bebas

Variabel bebas merupakan variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel yang lain. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini disusun indikator sebagai berikut:

a. Komite Audit

Komite audit adalah sebuah komite yang dibentuk oleh dewan komisaris yang diberi tugas untuk melakukan pengawasan terhadap laporan keuangan, melakukan audit internal, termasuk melakukan pengendalian internal. Komite audit diukur dengan jumlah anggota komite audit.

b. Kepemilikan Publik

Kepemilikan publik adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak publik/masyarakat umum. Variabel ini diukur berdasarkan persentase jumlah kepemilikan saham oleh

$$\text{Kepemilikan publik} = \frac{\text{Jml saham yang dimiliki oleh publik}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

publik/masyarakat umum terhadap jumlah saham beredar.

c. Ukuran Dewan Komisaris

Dewan komisaris adalah dewan yang bertugas melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada dewan (dewan direksi). Ukuran dewan komisaris yang dimaksud disini adalah jumlah anggota dewan komisaris dalam perusahaan.

d. Komisaris Independen

Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan yang berfungsi untuk menilai kinerja perusahaan secara luas dan keseluruhan. Komisaris independen diukur berdasarkan persentase jumlah komisaris independen terhadap keseluruhan jumlah dewan komisaris.

$$\text{Komisaris independen} = \frac{\text{Jml komisaris independen}}{\text{Jml keseluruhan dewan komisaris}} \times 100\%$$

e. Struktur modal

Struktur modal adalah komposisi modal yang digunakan oleh perusahaan. Variabel ini diukur berdasarkan persentase total hutang terhadap modal sendiri (*debt to equity ratio*).

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

f. Kebijakan Dividen

Adalah kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan penentuan persentase laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Sebagai variabel independen, kebijakan dividen diproksikan melalui *dividend payout ratio* (DPR).

$$Dividendpayoutratio = \frac{Devidenperlembarsaham}{Labaperlembarsaham} \times 100\%$$

Tabel 1.
Operasionalisasi Variabel

Variabel	Singkatan	Konsep variabel	Ukuran	Skala
Kinerja Profitabilitas (Y ₁)	ROE	Rasio antara laba bersih terhadap total ekuitas	$\frac{Lababersih}{TotalEkuitas}$	Rasio
Harga Saham (Y ₂)	HS	Harga pasar saham pada penutupan akhir tahun	<i>Closing Price</i>	Nominal
Komite Audit (X ₁)	K_AUDIT	Komite yang diberi tugas untuk melakukan pengawasan terhadap laporan keuangan, melakukan audit internal, termasuk melakukan pengendalian internal	Jumlah anggota komite audit	Rasio
Kepemilikan Publik (X ₂)	K_PBLK	Jumlah kepemilikan saham oleh pihak publik/masyarakat umum	$\frac{Jmlsahamyangdimilikiolehpublik}{Totalsahamberedar}$	Rasio

Tabel. 1 (lanjutan)

Variabel	Singkatan	Konsep variabel	Ukuran	Skala
Ukuran Dewan Komisaris (X ₃)	U_DKOM	Dewan yang bertugas melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada dewan (dewan direksi).	jumlah anggota dewan komisaris dalam perusahaan.	Rasio
Komisaris Independen (X ₄)	K_INDP	Anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan yang berfungsi untuk menilai kinerja perusahaan secara luas dan keseluruhan.	$\frac{Jmlkomisarisindependen}{Jmlkeseluruhandewan komisaris}$	Rasio
Struktur Modal (X ₅)	DER	Rasio yang menunjukkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas	$\frac{Totalhutang}{TotalEkuitas}$	Rasio
Kebijakan Dividen (X ₆)	DPR	Rasio antara dividen per lembar saham terhadap laba per lembar saham	$\frac{Devidenperlembarsaham}{Labaperlembarsaham}$	Rasio

Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan statistik inferensial, yaitu hasil statistik yang membuat peneliti mampu menarik kesimpulan dari sampel ke populasi. Menurut Sekaran (2006), metode ini membuat peneliti mampu untuk mengetahui keterkaitan antara satu variabel dan variabel lainnya atau

perbedaan antara satu atau lebih dua kelompok. Statistik inferensial terbagi menjadi dua, yaitu parametrik dan non parametrik. Penggunaan statistik parametrik berdasarkan asumsi bahwa populasi dimana sampel diambil berdistribusi normal dan data dikumpulkan pada skala interval atau rasio.

Analisis Regresi Data Panel

Data panel merupakan gabungan dari data *cross section* dan *time series*. Model

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}; \quad i = 1, 2, \dots, N; \quad t = 1, 2, \dots, T \quad \dots \dots \dots (4.1)$$

Keterangan:

N = banyaknya observasi

T = banyaknya waktu

N x T = banyaknya data panel

Estimasi Regresi Data Panel

Menurut Nachrowi dan Usman (2006:311) dalam mengestimasi parameter model dengan data panel, terdapat tiga teknik yang dapat digunakan yaitu *ordinary least square* (OLS) atau *common effect*, metode efek tetap, dan metode efek random.

Ordinary Least Square

Dalam menganalisis regresi dengan data panel dapat menggunakan analisis model *ordinary least square* (OLS) atau disebut model *common effect*. Nachrowi dan Usman (2006:311) menjelaskan bahwa teknik ini tidak ubahnya dengan membuat regresi dengan data *cross section* atau *time series*. Dalam data panel, sebelum

regresi data panel dapat ditulis sebagai berikut (Nachrowi dan Usman, 2006:310):

membuat regresi kita harus menggabungkan data *cross section* dengan *time series* atau dapat disebut dengan *pool* data. Kemudian data gabungan ini diperlukan sebagai suatu kesatuan pengamatan yang digunakan untuk estimasi model dengan metode *ordinary least square*. Kekurangan metode ini adalah hasil regresi dianggap berlaku pada seluruh objek dan pada semua waktu. Namun, pada kenyataannya kondisi objek saling berbeda, bahkan suatu objek pada suatu waktu akan sangat berbeda dengan kondisi objek tersebut pada waktu yang lainnya (Winarno, 2011:9.15).

Persamaan regresi dengan metode *ordinary least square* dapat ditulis dengan:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}; \quad i = 1, 2, \dots, N; \quad t = 1, 2, \dots, T \quad \dots \dots \dots (4.2)$$

Keterangan:

N = banyaknya observasi

T = banyaknya waktu

N x T = banyaknya data panel

Model Efek Tetap

Menurut Nachrowi dan Usman (2006:313) metode efek tetap ialah metode yang memungkinkan adanya

perubahan α pada setiap individu (i) dan waktu (t). Secara matematis persamaan regresi model efek tetap dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \gamma_2 W_{2t} + \gamma_3 W_{3t} + \dots + \gamma_N W_{Nt} + \delta_2 Z_{i2} + \delta_3 Z_{i3} \dots + \delta_T Z_{iT} + \varepsilon_{it} \quad \dots \dots \dots (4.3)$$

Keterangan:

Y_{it} = variabel terikat untuk individu ke-i dan waktu ke-t

X_{it} = variabel bebas untuk individu ke-i dan waktu ke-t

W_{it} dan Z_{it} variabel dummy yang di definisikan sebagai berikut:

$W_{it} = 1$; untuk individu i ; $i = 1, 2, \dots, N$
 $= 0$; lainnya
 $Z_{it} = 1$; untuk periode t ; $t = 1, 2, \dots, T$
 $= 0$; lainnya

Adanya variabel-variabel yang tidak semuanya masuk dalam persamaan model memungkinkan adanya *intercept* yang tidak konstan atau dengan kata lain, interceptnya ini mungkin berubah untuk setiap individu dan waktu. Pemikiran inilah yang menjadi dasar pemikiran pembentukan model diatas (Nachrowi dan Usman, 2006:311).

Model Efek Random

Model efek random menggambarkan perbedaan karakteristik individu dan

waktu dengan *error* model (Nachrowi dan Usman, 2006: 316). Karena ada dua komponen yang mempunyai kontribusi pada pembentukan *error*, yaitu individu dan waktu, maka random *error* pada metode efek random juga perlu diurai menjadi *error* untuk komponen individu, *error* komponen waktu dan *error* gabungan. Persamaan model efek random dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} ;$$

$$\varepsilon_{it} = u_i + v_t + w_{it}$$

Keterangan:

u_i : Komponen *error cross-section*

v_t : Komponen *error time-series*

w_{it} : Komponen *error* gabungan

Pemilihan Teknik Model Estimasi Data Panel

Uji Chow-Test

Uji *chow-test* digunakan untuk memilih model yang digunakan apakah sebaiknya menggunakan *ordinary least square* atau metode efek tetap. Pengujian ini dilakukan dengan uji statistik F atau chi-kuadrat dengan hipotesis yang digunakan sebagai berikut:

H_0 : Model mengikuti *ordinary least square*

H_1 : Model mengikuti metode efek tetap

Jika nilai F hitung (*F-test*) dan *chi-square test* lebih besar dari α (0,05), maka H_0 diterima. Sehingga model yang digunakan adalah *ordinary least square*. Namun, jika nilai F hitung (*F-test*) dan

chi-square test lebih kecil dari α (0,05), maka H_0 di tolak. Hal ini berarti model yang digunakan adalah metode efek tetap.

Uji Langrage Multiplier

Uji *Langrage Multiplier* (LM) digunakan untuk mengetahui model mana yang lebih baik, apakah lebih baik diestimasi dengan menggunakan model *ordinary least square* atau dengan model efek random. Hipotesis yang digunakan dalam uji LM adalah sebagai berikut:

H_0 : Model mengikuti *ordinary least square*

H_1 : Model mengikuti model efek random

Nilai LM statistik dapat dihitung berdasarkan formula sebagai berikut:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n (\sum_{t=1}^T e_{it})^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right] \dots\dots\dots (4.4)$$

Keterangan:

n = jumlah individu

T = jumlah periode waktu

e = residual dari model OLS

Uji LM didasarkan pada *chi-squares* dengan *degree of freedom* (df) sebesar jumlah variabel bebas. Jika LM hitung statistik lebih kecil dari nilai *chi-squares* tabel, maka H_0 diterima. Sehingga model yang digunakan adalah *ordinary least square*. Akan tetapi, jika LM hitung statistik lebih besar dari nilai *chi-squares* tabel, maka H_0 ditolak. Hal ini, berarti model yang digunakan adalah model efek random.

Uji Hausman Test

Uji *Hausman test* dilakukan untuk memilih model mana yang lebih baik, apakah menggunakan model efek tetap atau model efek random. Hal ini dilakukan setelah melakukan pengujian sebelumnya. Hipotesis dalam pengujian Hausman test adalah sebagai berikut:

H_0 : Model mengikuti model efek random

H_1 : Model mengikuti metode efek tetap

Jika nilai *p-value* lebih besar daripada α , maka H_0 diterima dan model yang digunakan adalah model efek random. Akan tetapi, jika nilai *p-value* lebih kecil α , maka H_0 ditolak. Ini berarti model yang digunakan adalah model efek tetap.

Uji Asumsi Model Regresi

Uji Heteroskedastisitas

Model dikatakan mengandung heteroskedastisitas apabila varian residual dan *error* tidak konstan atau berubah-ubah (Nachrowi dan Usman, 2006:109).

Dengan kata lain model regresi yang baik adalah dalam kondisi homoskedastisitas dimana varian residual dan eror mempunyai varian yang sama. Menurut (Winarno, 2011: 5.8) dalam kenyataannya, nilai residual sulit memiliki varian yang konstan. Hal itu sering terjadi pada data yang bersifat data silang (*cross section*). Karena data panel mengandung data *cross section*, maka dicurigai terdapat heteroskedastisitas (Nachrowi dan Usman, 2006:330).

Pengujian Hipotesis

Setelah melakukan pengujian asumsi model regresi data panel, maka langkah selanjutnya adalah melakukan pengujian hipotesis. Dalam penelitian ini pengujian hipotesis yang digunakan adalah uji t (secara parsial), uji F (secara simultan), dan uji R^2 (koefisien determinasi).

Uji t (Uji Signifikansi Parsial)

Uji t atau uji signifikansi parsial digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen (Priyatno, 2011:252). Hipotesis dalam uji t adalah sebagai berikut:

a. Kinerja Profitabilitas (ROE)

H_0 : Komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, *debt to equity ratio*, dan *dividen payout ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja profitabilitas (ROE).

H_a : Komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, *debt to equity ratio*, dan *dividen payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap kinerja profitabilitas (ROE).

Dari hipotesis diatas peneliti menentukan:

1. Dalam penelitian ini taraf signifikan yang digunakan adalah $\alpha = 0,05$ (5%)
2. Jika *p-value* lebih kecil $< \alpha$, maka H_0 ditolak. Namun, jika *p-value* $> \alpha$, maka H_0 diterima.

b. Harga Saham

H_0 : Komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, *debt to equity ratio*, *dividen payout ratio*, dan kinerja profitabilitas (ROE) tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

H_a : Komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, *debt to equity ratio*, *dividen payout ratio*, dan kinerja profitabilitas (ROE) berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Uji F (Secara Simultan)

Uji F atau uji simultan digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen (Priyatno, 2011:258). Tahap-tahap untuk melakukan uji F adalah:

1. Menentukan Hipotesis:

a. Kinerja Profitabilitas (ROE)

H_0 : Komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, *debt to equity ratio*, dan *dividen payout ratio* secara bersama-sama tidak berpengaruh

signifikan terhadap kinerja profitabilitas (ROE).

H_a : Komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, *debt to equity ratio*, dan *dividen payout ratio* secara bersama-sama berpengaruh

signifikan terhadap kinerja profitabilitas (ROE).

b. Harga Saham

H_0 : Komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, *debt to equity ratio*, *dividen payout ratio*, dan kinerja profitabilitas (ROE) secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

H_a : Komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, *debt to equity ratio*, *dividen payout ratio*, dan kinerja profitabilitas (ROE) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

2. Menentukan tingkat signifikansi

Dalam penelitian ini taraf signifikan yang digunakan adalah $\alpha = 0,05$ (5%).

3. Menentukan nilai F-hitung

4. Menentukan keputusan dengan dasar sebagai berikut:

- Jika nilai $\text{prob}(F\text{-statistic}) > \alpha$ dari 0,05, maka H_0 diterima dan H_a ditolak, atau
- Jika nilai $\text{prob}(F\text{-statistic}) < \alpha$ dari 0,05, maka H_0 ditolak dan H_a diterima.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Analisis determinasi digunakan untuk melihat persentase pengaruh variabel *independent* terhadap variabel *dependent*

(Priyatno. 2011:251). Menurut Santoso (2001) dalam Priyatno (2011) koefisien determinasi untuk regresi dengan lebih dari dua variabel bebas disarankan untuk menggunakan *adjusted R²*. Kuncoro (2003:221) menyatakan bahwa koefisien determinasi *R²* memiliki kelemahan mendasar yaitu bias terhadap jumlah variabel *independent* yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan suatu variabel *independent* maka *R²* akan meningkat, tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel *dependent* atau tidak. Oleh karena itu dalam penelitian ini peneliti menggunakan *adjusted R²* untuk

$$(1) \quad ROE_{it} = \alpha + \beta_1 K_AUDIT_{it} + \beta_2 K_PBLK_{it} + \beta_3 U_DKOM_{it} + \beta_4 K_INDP_{it} + \beta_5 DER_{it} + \beta_6 DPR_{it} \epsilon_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T$$

$$(2) \quad HS_{it} = \alpha + \beta_1 K_AUDIT_{it} + \beta_2 K_PBLK_{it} + \beta_3 U_DKOM_{it} + \beta_4 K_INDP_{it} + \beta_5 DER_{it} + \beta_6 DPR_{it} + \beta_7 ROE_{it} \epsilon_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T$$

Keterangan:

ROE : *Return on equity*

K_AUDIT : Komite audit

K_PBLK : Kepemilikan publik

U_DKOM : Ukuran dewan komisaris

K_INDP : Komisaris independen

DER : *Debt to equity ratio*

DPR : *Dividend payout ratio*

mengukur besarnya persentase pengaruh variabel *independent* terhadap variabel

Persamaan Regresi

Teknik analisis kuantitatif yang digunakan untuk menguji hipotesis pengaruh mekanisme *corporate governance*, keputusan pendanaan perusahaan dan kebijakan dividen terhadap kinerja profitabilitas, dengan model regresi sebagai berikut:

A : Konstanta / koefisien intersep

$\beta_1 - \beta_7$: Koefisien regresi / slop

e : Error

N : banyaknya observasi

T : banyaknya waktu

N x T : banyaknya data panel

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini melakukan estimasi terhadap pengaruh *corporate governance*, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap kinerja profitabilitas serta implikasinya terhadap harga saham pada perusahaan BUMN yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011. Kinerja Profitabilitas diproksikan dengan *return on asset* (ROA). Variabel *corporate governance* terdiri dari komite audit, kepemilikan publik, ukuran dewan komisaris, dan

komisaris independen. Untuk variabel keputusan pendanaan diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER), kebijakan dividen diproksikan dengan *dividen payout ratio* (DPR), sementara harga saham diukur dari harga saham penutupan (*closing price*) pada akhir tahun pada masing-masing perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan BUMN yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011 yang berjumlah 13

perusahaan. Sementara pemilihan sampel dalam penelitian ini dilakukan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu dengan menggunakan kriteria tertentu dalam melakukan pemilihan sampel. Kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan BUMN yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2008, dan tetap terus *listing* sampai tahun 2011.
2. Perusahaan tersebut mempunyai data laporan keuangan yang lengkap dan tersedia untuk umum
3. Perusahaan tersebut tidak menghadapi masalah besar yang dapat mengganggu kinerja keuangan dan perubahan

harga saham yang tidak wajar selama periode penelitian

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel, maka terpilih 13 perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini untuk dianalisis lebih lanjut. Ke-13 perusahaan tersebut ditunjukkan dalam tabel 2.

Tabel 2.
Sampel Penelitian Periode 2008-2011

No	Nama Perusahaan	Kode BEI
1	Adhi Karya (Persero) Tbk	ADHI
2	Aneka Tambang (Persero) Tbk	ANTM
3	Bank Negara Indonesia Tbk	BBNI
4	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	BBRI
5	Bank Mandiri (Persero) Tbk	BMRI
6	Indosat Tbk	ISAT
7	Jasa Marga Tbk	JSMR
8	Kimia Farma (Persero) Tbk	KAEF
9	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	PGAS
10	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	PTBA
11	Timah (Persero) Tbk	TINS
12	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	TLKM
13	Wijaya Karya Tbk	WIKA

Sumber: BEI, 2012

Data Panel A

Deskripsi Data Statistik

Sebelum menganalisis lebih lanjut estimasi pengaruh *corporate governance*, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap kinerja profitabilitas, maka perlu diuraikan terlebih dahulu deskripsi data masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian. Deskripsi data statistik seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian ini ditunjukkan dalam tabel 3. Deskripsi data statistik terdiri *mean*, *median*, *maximum*, *minimum*, *standard deviation*, *skewness*, *kurtosis* dan *statistic Jarque-Berra* serta *p-value*. Nilai *mean*, *median*, *maximum*, dan *minimum* untuk setiap variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki angka yang berbeda, tetapi angka tertinggi dari keempat indikator dialami oleh variabel DPR.

Standar deviasi sebagai ukuran untuk mengukur dispersi atau penyebaran data menunjukkan angka yang berfluktuasi. Nilai standar deviasi terbesar dialami oleh variabel DPR yaitu sebesar 16.61830 yang berarti bahwa variabel DPR memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan variabel-variabel yang lain. Sementara variabel komite audit mempunyai tingkat risiko yang paling rendah, yaitu sebesar 1.273349. Hal ini menunjukkan bahwa *corporate governance* selama periode penelitian yang diukur dengan komite audit mengalami perubahan yang tidak terlalu fluktuatif.

Skewness merupakan ukuran asimetri penyebaran data statistik di sekitar rata-rata (*mean*). *Skewness* dari suatu penyebaran simetris (distribusi normal) adalah nol. *Positive skewness* menunjukkan bahwa penyebaran datanya

memiliki ekor panjang di sisi kanan (*long right tail*) dan *negative skewness* memiliki ekor panjang di sisi kiri (*long left tail*). Untuk variabel kepemilikan publik memiliki nilai negatif, sementara untuk variabel ROE, komite audit, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, DER, dan DPR memiliki nilai positif. *Kurtosis* mengukur ketinggian suatu distribusi. *Kurtosis* suatu data berdistribusi normal adalah 3. Bila kurtosis melebihi 3, maka distribusi data dikatakan *leptokurtis* terhadap normal. Bila kurtosis kurang dari 3, distribusi datanya datar (*platykurtic*) dibanding dengan data berdistribusi normal. Untuk variabel ROE, ukuran dewan komisaris, DER dan DPR memiliki nilai kurtosis lebih dari 3, sementara variabel komite audit, kepemilikan publik, dan komisaris independen memiliki nilai kurtosis kurang dari 3.

Jarque-Bera (JB) merupakan uji statistik untuk mengetahui apakah data yang digunakan dalam penelitian berdistribusi normal. Uji ini mengukur perbedaan *skewness* dan *kurtosis* data dan dibandingkan dengan apabila datanya bersifat normal. Dengan H_0 pada data berdistribusi normal, uji JB didistribusikan dengan χ^2 derajat bebas (*degree of freedom*) sebesar 2. *Probability* menunjukkan kemungkinan nilai JB melebihi (dalam nilai absolut) nilai terobservasi di bawah hipotesis nol. Hasil statistik menunjukkan bahwa kecuali variabel komite audit, kepemilikan publik, dan komisaris independen yang digunakan dalam penelitian ini yang mengaplikasikan model regresi panel data selama periode 2008-2011 menyimpulkan bahwa dengan

$\alpha = 5\%$ yang berarti H_0 diterima dan data berdistribusi normal.

Tabel 3.
Deskripsi Data Statistik

	ROE?	K_AUDIT?	RK_PBLK?	U_DKOM?	RK_INDP?	DER?	DPR?
Mean	24.20885	4.423077	27.32089	5.903846	45.18162	3.795446	40.75481
Median	21.05000	4.000000	31.35552	5.000000	40.00000	1.235950	40.00000
Maximum	70.30000	8.000000	45.38492	10.00000	66.66667	43.25000	98.65000
Minimum	5.840000	3.000000	2.419849	4.000000	25.00000	0.214500	5.650000
Std. Dev.	13.14699	1.273349	13.25768	1.389874	10.10511	6.702681	16.61830
Skewness	1.209885	0.662709	-0.418233	1.588903	0.613274	4.154554	0.526827
Kurtosis	4.798898	2.954942	1.762576	5.316781	2.400490	24.21538	4.285385
Jarque-Bera	19.69787	3.810655	4.833604	33.50950	4.038305	1124.790	5.985199
Probability	0.000053	0.148774	0.089206	0.000000	0.132768	0.000000	0.050157
Sum	1258.860	230.0000	1420.686	307.0000	2349.444	197.3632	2119.250
Sum Sq. Dev.	8815.014	82.69231	8964.073	98.51923	5207.777	2291.222	14084.56
Observations	52	52	52	52	52	52	52
Cross sections	13	13	13	13	13	13	13

Sumber: Data diolah

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Model regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan atas tiga model yaitu: *common effect*, efek tetap (*fixed effect*) dan efek random (*random effect*). Model mana yang akan dipakai dalam penelitian ini untuk dianalisis lebih lanjut digunakan uji berpasangan untuk masing-masing model.

Uji Berpasangan Dua Model

1. Common Effect vs Fixed Effect

Uji *chow-test* digunakan untuk menentukan model mana yang akan dipilih dalam estimasi model regresi data panel, apakah model *common effect* atau *fixed effect*. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji statistik F atau

chi-kuadrat dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Model *Common effect* lebih baik dari *fixed effect*

H_1 : Model *Fixed effect* lebih baik dari *common effect*

Jika nilai F hitung (*F-test*) dan *chi-square test* lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ (5%), maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa model efek tetap lebih baik daripada model *common effect* dalam mengestimasi regresi data panel. Sebaliknya, jika H_0 diterima dan H_1 ditolak, yang berarti bahwa model *common effect* lebih baik daripada model

efek tetap dalam mengestimasi regresi data panel.

Berdasarkan hasil perhitungan yang ditunjukkan dalam tabel 4, menyimpulkan bahwa dari pengujian *chow-test*, terlihat bahwa nilai probabilitas *F test* dan *chi-square test*

lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ (5%), sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima, yang berarti bahwa model efek tetap lebih baik digunakan dalam mengestimasi regresi panel data dibandingkan model *common effect*.

Tabel 4.
Hasil Chow Test

Redundant Fixed Effects Tests			
Pool: TUGAS			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	8.092107	(12,33)	0.0000
Cross-section Chi-square	71.335496	12	0.0000

2. Common Effect vs Random Effect

Penentuan penggunaan model mana yang digunakan dalam regresi data panel, apakah *common effect* atau *random*

effect melalui pengujian *Lagrange Multiplier* (LM-test). Hipotesis dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

H_0 : Model *common effect* lebih baik daripada *random effect*

H_1 : Model *random effect* lebih baik daripada *common effect*.

Jika $LM_{test} > \chi^2_{critical}$ dengan $\alpha = 0,05$ dan $df = 3$, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima.

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n (\sum_{t=1}^T e_{it})^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right]^2$$

$$LM = [13(4) : 2(4 - 1)] \times [(1639,990 : 704,7962) - 1]^2 = 15,2590$$

Tabel *chi-squares*, dengan $\alpha = 0,05$, dan $df = 6$, yaitu = 12,5915

Berdasarkan hasil perhitungan LM-test sebesar 15,2590 lebih besar daripada *chi-squares table* dengan $\alpha = 0,05$, dan $df = 6$, yaitu sebesar 12,5915, maka dapat disimpulkan bahwa model *random effect* lebih baik daripada

common effect dalam mengestimasi regresi data panel.

3. Fixed Effect vs Random Effect

Pemilihan model mana yang digunakan antara *fixed effect* atau *random Effect*, maka dilakukan pengujian Hausman (*Hausman Test*). Hipotesis

dalam pengujian Hausman adalah sebagai berikut:

H_0 : Model *random effect* lebih baik daripada *fixed effect*

H_1 : Model *fixed effect* lebih baik daripada *random effect*

Jika nilai probabilitas (*Prob*) *Chi-SquareHausman test* lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ (5%), maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini dapat diartikan bahwa estimasi regresi panel data lebih baik menggunakan model efek tetap tetap daripada model efek random. Tetapi sebaliknya, jika nilai probabilitas (*Prob*) *Chi-SquareHausman test* lebih besar dari

0,05 (5%), maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, yang berarti bahwa model efek random lebih baik daripada model efek tetap dalam mengestimasi regresi data panel.

Berdasarkan hasil perhitungan uji Hausman yang ditunjukkan dalam tabel 5 menyimpulkan bahwa nilai probabilitas *Chi-Square* sebesar 0,0782 > alpha 0,05 (5%) dengan nilai *Chi-Square* sebesar 11.347841, maka regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini adalah model efek random (*random effect*).

Tabel 5.
Uji Hausman (*Hausman Test*)

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Pool: TUGAS			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	11.347841	6	0.0782

4. Kesimpulan Model

Berdasarkan pengujian berpasangan terhadap ketiga model regresi data panel, seperti yang ditunjukkan dalam tabel 6, dapat disimpulkan bahwa model random efek (*random effect*) dalam regresi data panel digunakan lebih lanjut dalam

mengestimasi pengaruh variabel *corporate governance*, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap kinerja profitabilitas 13 perusahaan *go public* yang dijadikan sampel dalam penelitian ini selama periode 2008-2011.

Tabel 6.

Kesimpulan Pengujian Model Regresi Data Panel

No	Metode	Pengujian	Hasil
1	<i>Chow-Test</i>	<i>Common Effect vs Fixed Effect</i>	<i>Fixed Effect</i>
2	<i>Lagrange Multiplier (LM-test).</i>	<i>Common Effect vs Random Effect</i>	<i>Random Effect</i>
3	<i>Hausman Test</i>	<i>Fixed Effect vs Random Effect</i>	<i>Random Effect</i>

Sumber: Tabel 4, dan 5

KESIMPULANDAN SARAN

Kesimpulan Penelitian

Penelitian ini melakukan estimasi dan analisis terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja profitabilitas serta implikasinya terhadap harga saham perusahaan-perusahaan *go public* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011. Faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja profitabilitas perusahaan adalah *corporate governance*, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

1. Komite audit berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
2. Kepemilikan publik berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
3. Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
4. Komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
5. *Debt equity ratio* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kinerja profitabilitas.
6. *Divident payout ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja profitabilitas.

7. Komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham.
8. Kepemilikan publik berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap harga saham.
9. Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap harga saham.
10. Komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham.
11. *Debt equity ratio* dan signifikan terhadap harga saham.
12. *Divident payout ratio* positif namun tidak signifikan terhadap harga saham.
13. *Return on asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham.
14. Penerapan *corporate governance*, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen pada perusahaan BUMN secara simultan berpengaruh terhadap kinerja profitabilitas.
15. Penerapan *corporate governance*, keputusan pendanaan kebijakan dividen, dan kinerja profitabilitas pada perusahaan BUMN secara simultan berpengaruh terhadap harga saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, Edward. I.2000.*Predicting Financial Distress Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA Model*. <http://www.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscore.pdf>
- Arnedo, Laura dan Fermin Lizarraga. 2005. *An Empirical Analysis of Factors Affecting Going Concern Descisions for Bankrupt Spanish Firm*. Documento de Trabajo Working Papaers Series. Spanyol. <http://www.unavarra.es/organiza/gempresa/wkpapaer/Dt74-05.pdf>
- Benh. 2001. *Further Evidence on the Auditor's Going Concern Report: The Influence of Management Plans*. Journal of Practice and Theory. Vol 20 No. 1 (March):13-28.
- Belovary, Jodi L. 2007. *Weighting the Public Interest,Is the Going Concern Opinion Still Relevan?* Journal of Business and Economics Research. Vol. 5 (Mei):9-28.
- Bessel.2003. *Information Content Audit Report a Going Concern: an Empirical Study*. Accounting and Finance. Vol.43 (November):261-282.
- Bonham, Alan. 2008. *Current Audit Issues: Going Concern*. [http://swat.co.uk/NewsViews/ tabid/149/artycle Type/Artycle Views/aricleId/2825/Current-Audit-Issues-Going-Concern.aspx](http://swat.co.uk/NewsViews/tabid/149/artycle_Type/Artycle Views/aricleId/2825/Current-Audit-Issues-Going-Concern.aspx)
- Bruynseels, Liesbeth dan Marleen Willikens.2005. *Strategic Viability and Going Concern Audit Opinion*. http://www.abs.aston.ac.uk/newweb/AcademicGroups/fal/ASIG/Bruynsees_Willikens_BAA.pdf
- Bursa Efek Indonesia. “*Indonesian Market Directory*.” Institute for Economic and Financial Research,2009.
- Fanny, Margaretta dan Sylvia Saputra. 2005. *Opini Audit Going Concern : Kajian Berdasarkan Model Prediksi Kebangkrutan,Pertumbuhan Perusahaan,dan Reputasi Kantor Akuntan Publik (Studi Emiten Bursa Efek Jakarta)*. *Simposium Nasional Akuntansi VIII* (September):966-978.
- Geiger, Marshall A. dan K. Raghunandan.2001. *Bankruptcies,Audit Reports and the Reform Act. Auditing*. A Journal of Practice and Theory. Vol .21 No. 1 (March):187-195.
- Hartadi,Bambang.2001. Analisis Multivariate pada Proses Pembuatan Pendapat Kelangsungan Usaha. *Jurnal Kompak*. No. 1 (Januari):1-27.
- Ikatan Akuntan Infonesia.2001. *Standar Profesional Akuntan Publik*. Jakarta, Salemba Empat.
- Ikatan Akuntan Indonesia.2007. *Standar Akuntansi Indonesia*. Jakarta : Salemba Empat.

- Januarti, Indira dan Ella Fitrianasari. *Analisis Rasio Keuangan dan Rasio non Keuangan yang Mempengaruhi Auditor dalam Memberikan Opini Audit Going Concern pada Auditee*. Jurnal Maksi . Vol .8 No. 1, 2008.
- Jogiyanto.2004. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* . Edisi Ketiga. Jogjakarta : BPFE.
- Kausar, Asad. 2006. *Impact of Bankruptcy Code on the Value of Going Concern Opinion to Investors*
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=873989
- Kurniawati, Heni. *Analisis Rasio Kebangkrutan Altman Model sebagai Alat Pengukur Pendapat Kelangsungan Usaha (Going Concern)*. Skripsi .Fakultas Ekonomi universitas Teknologi Yogyakarta, 2008.
- Leitch, Matthew. 2003.*Risk Modelling Alternatives for Risk Registers*.
<http://www.internalcontroldesign.co.uk/rating/>
- Mayangsari,Sekar.2003. Pengaruh Kualitas Audit,Independensi terhadap Integritas Laporan Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi VI*.Surabaya.
- Mutchler, JF. 1985. *A Multivariate Analysis of The Auditor's Going Concern Opinion Decision*. Journal of Accounting Research. Autumn. pp 668-682.
- Praptorini, M.D dan Indira Januarti.2005.*Analisis Pengaruh Kualitas Audit,Debt Default dan Opinion Shopping terhadap Penerimaan Opini Going Concern*. Maksi. Semarang.
- Raghuandan, K dan K.R. Subramanyam.2003.Market Information and Predictive Accuracy of the Going Concern Opinion.
http://papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm?abstract_id=427682
- Ramadhany, Alexander. *Analisis Faktor Faktor yang Mempengaruhi Penerimaan Opini Going Concern pada Perusahaan Manufaktur yang Mengalami Financial Distress di BEJ*. Jurnal Maksi Vol.4, 2004.
- Ryu, Tae G, Roh. *The Auditors Going Concern Opinion Decision*. International Journal Business and Economics. Vol. 6,No. 2. Hal 89-101, 2007.
- Setyarno, Eko Budi dkk. *Pengaruh Kualitas Audit,Kondisi Keuangan Perusahaan,Opini Audit Tahun Sebelumnya,Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Opini Audit Going Concern*. Simposium Nasional ke IX. Padang, 2006.
- Sudamadji, Ari Murdoko dan Lana Sularto. Pengaruh Ukuran Perusahaan,Profitabilitas,Leverage,dan Tipe Kepemilikan Perusahaan terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan.*PESAT*.(Agustus): 1-, 2007.

- Sun,Lili dan Phrakash P.Shenoy. *Using Bayesian Network for Bankruptcy Prediction: Some Methodological Issues*. European Journal of Operational Research. European Journal of Operational Research. No.32 (July): 738-75, 2007.
- Tan,Christine E.L. The Asymtric Information Content of Going Concern Opinion Evidence from Bankrupt Firm with and without Prior Distress Indication. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract>, 2007.
- Uang,Jin-Yang. *Management Going Concern Disclosure: Impact of Corporate Governance and Auditor Reputation*. Desember, 2004. <http://www.fma.org/Chicago/Papers/sudarsanamFMAJan05complete.pdf>.
- Venuti,Elisabeth K. *The Going Concern Assumption Revisited: Assesing a Company's Future Ability*. The CPA Journal, 2004. <http://www.nysscpa.org/cpajournal/2004/504/essential/p.40.htm>
- Yusuf,Haryono.2004.*Auditing*.STIE YKPN. Yogyakarta.