

KOMPARASI EFEKTIVITAS PROKSI-PROKSI KINERJA PERUSAHAAN DALAM PENGUKURAN PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN MEKANISME KEAGENAN PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

Sugiarto (Fakultas Ekonomi, Universitas Multimedia Nusantara)

Augustinus Setiawan (STMIK Provisi)

Fongnawati Budhijono (Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Satya Wacana)

PENDAHULUAN

Pemisahan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan¹ menjadi isu yang penting bagi mekanisme *Corporate Governance* terlebih lebih berkaitan dengan permasalahan keagenan. Dalam pengertian teori keagenan, pemilik perusahaan (*prinsipal*) memberikan kewenangan pada pengelola (*agent*) untuk mengurus jalannya perusahaan serta mengambil keputusan untuk dan atas nama pemilik. Diasumsikan bahwa manusia akan memaksimalkan kepentingannya sendiri dan adanya informasi asimetrik, memungkinkan agen tidak melakukan tindakan yang terbaik bagi kepentingan prinsipal. Informasi asimetrik memungkinkan agen bertindak untuk keuntungan sendiri, dengan mengorbankan kepentingan pemilik. Prilaku agen yang melakukan tindakan untuk memaksimumkan kepentingan sendiri menjadi bagian penting yang harus dikendalikan. Dalam hal ini mekanisme *Good Corporate Governance* menjadi isu yang penting bagi manajemen modern karena secara normatif mampu menciptakan nilai perusahaan melalui kinerja yang berkesinambungan sebagai hasil dari pelaksanaan operasional manajemen secara tepat (*Global Association of Risk Professionals*, 2005: 173).

1 Isu pemisahan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan pertama kali dikemukakan oleh Berle dan Means pada tahun 1932 dalam bukunya *'The Modern Corporation and Private Property'*,

Prowsen (1998) mengemukakan bahwa *corporate governance* merupakan mekanisme untuk menjamin direksi dan manajer (atau *insider*) bertindak yang terbaik untuk kepentingan investor (*creditor* dan *shareholder*). Pendapat serupa juga dikemukakan oleh Shleifer dan Vishny (1997), Keasey dan Wright (1997) yang menjelaskan bahwa pada dasarnya *corporate governance* adalah prinsip untuk meningkatkan kinerja perusahaan melalui supervisi atau *monitoring* kinerja manajemen dan menjamin akuntabilitas manajemen terhadap *shareholder* dan *stakeholder* lain dengan mendasarkan pada kerangka aturan yang ada.

Krisis ekonomi yang melanda Indonesia pada tahun 1998 disinyalir terjadi karena praktek tata kelola perusahaan yang tidak berjalan dengan baik. Kondisi-kondisi obyektif yang relatif sama di negara-negara Asia, seperti halnya hubungan yang erat antara pemerintah dan pelaku bisnis, konglomerasi dan monopoli, proteksi, dan intervensi pasar membuat negara-negara tersebut tidak siap memasuki era globalisasi dan pasar bebas (Tjager *et al.*, 2003).

Setiawan (2003, 2004) dan Sugiarto (2008) dalam penelitiannya mengungkap adanya persoalan *moral hazard* dalam penentuan kebijakan struktur modal di Indonesia sebelum masa krisis. Masalah *moral hazard* merupakan masalah keagenan yang berhubungan erat dengan adanya informasi asimetrik. Walaupun penelitian Setiawan (2003, 2004) dan Sugiarto (2008) berkaitan dengan kebijakan struktur modal,

hasil dari penelitian tersebut jika dikaji secara mendalam berkaitan dengan masalah *corporate governance* karena mempergunakan variabel struktur kepemilikan. Temuannya menyatakan bahwa persoalan struktur kepemilikan dan informasi yang asimetrik berkaitan erat dengan persoalan *corporate governance*. Temuan tersebut sejalan dengan berbagai temuan penelitian yang dilakukan oleh Husnan (2001), dan dikuatkan oleh temuan-temuan penelitian Holm dan Scoler (2008), Cai, Liu dan Qian (2009).

Temuan penelitian Sugiarto (2008) memperkuat temuan La Porta et al (1999), Claessens, Djankov, Fan & Lang (2002), Facio & Lang (2002), Anderson & Reeb (2003a), Mroczkowski & Tanewski (2005) serta Harijono (2005) yang menyatakan kepemilikan keluarga lazim ditemui pada perusahaan-perusahaan terbuka disamping pada perusahaan privat dan mayoritas luas dari perusahaan terbuka dikendalikan oleh keluarga. Temuan Sugiarto (2008) juga konsisten dengan Arifin (2003) serta Setiawan (2004) yang mendapati sistem kepemilikan perusahaan-perusahaan terbuka di Indonesia yang terkonsentrasi dengan pemegang kendali utama adalah keluarga. Sebagaimana temuan Claessens & Fan (2002) yang mendapati bahwa pengontrol utama dari kebanyakan perusahaan terbuka di Indonesia adalah keluarga, temuan penelitian Sugiarto

(2008) yang menggunakan tahun 1996 sebagai acuan pembandingan penelitian Claessens & Fan (2002) menunjukkan fenomena dalam rentang waktu penelitian belum bergeser secara signifikan dari fenomena yang didapati pada tahun 1996. Pada hakekatnya temuan Sugiarto (2008) ini juga mengemukakan fenomena yang sama terkait indikasi *moral hazard* dan masalah *corporate governance*.

Penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2004); Setiawan & Fauziah (2005) menunjukan bahwa kinerja keuangan mempunyai hubungan yang erat dengan struktur kepemilikan dan adanya permasalahan keagenan. Tabel 1 menunjukan hubungan antara kinerja keuangan yang diproksikan dengan Tobin'Q dengan struktur kepemilikan. Fenomena yang ada menunjukkan bahwa hubungan masalah keagenan dan struktur kepemilikan dalam keterkaitan dengan masalah mekanisme *corporate governance* bukan saja merupakan hal yang menarik, melainkan dapat memberikan kontribusi yang besar bagi pencapaian kinerja perusahaan di Indonesia. Sejauh ini penelitian yang komprehensif tentang hubungan antara masalah informasi yang asimetrik, struktur kepemilikan dalam keterkaitannya dengan mekanisme *corporate governance* untuk Indonesia masih jarang dilakukan.

Tabel 1
Financial Performance and Ownership Structure of Indonesian Companies, 1993 - 2000 (percent)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Tobin's Q	1.55	1.27	1.15	1.18	1.02	1.08	1.50	1.32
MBO	11.13	9.77	10.22	8.44	5.50	2.91	2.81	2.85
Largest	51.80	52.68	53.18	53.84	54.99	55.29	56.04	55.38
Top five	88.33	89.58	89.06	90.74	92.75	95.58	96.45	96.38

Sumber: Setiawan (2004)

Penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2004) menggunakan data tahun 1993 sampai dengan tahun 2000. Penelitian yang dilakukan oleh Sugiarto (2008) menggunakan data tahun 1996 sampai dengan tahun 2005. Temuan-temuan dari dua penelitian tersebut menjadi dasar dilakukannya penelitian lanjutan ini, yang menggunakan data dari perusahaan-perusahaan Tbk di Indonesia mulai dari tahun 1993 sampai dengan tahun 2008. Diharapkan dengan periode data yang cukup panjang dan melewati masa krisis ekonomi pada tahun 1998 dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif tentang perjalanan mekanisme *corporate governance* di Indonesia.

Mengingat kajian *corporate governance* merupakan hal yang kompleks, penelitian ini akan memfokuskan perhatian pada dampak *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan di Indonesia. Pertanyaan tersebut akan dijawab dengan melakukan kajian atas perusahaan-perusahaan publik di Indonesia (bukan perusahaan / lembaga keuangan) selama tahun 1993 sampai dengan 2008 dengan mempergunakan analisis data panel.

Kinerja perusahaan merupakan salah satu tolok ukur capaian hasil perusahaan. Terdapat berbagai proksi dalam menilai kinerja, baik menggunakan data akuntansi atau nilai pasar ekuitas. Terkait penggunaan data akuntansi, indikator kinerja yang lazim digunakan adalah rasio profitabilitas. Rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return on equity (ROE)* dan *return on assets (ROA)* yang merepresentasikan efektifitas manajemen dari hasil kebijakan pendanaan dan investasi. Indikator kinerja yang merepresentasikan nilai pasar digunakan *Tobin's Q* yang merupakan rasio dua valuasi aset atau sekelompok aset yang sama, yaitu nilai pasar aset dibagi dengan *replacement cost* atau nilai buku aset. *Tobin's Q* sebagai ukuran prospek keuntungan perusahaan mengindikasikan bahwa semakin tinggi *Tobin's Q* semakin

menarik perusahaan. Klapper and Love (2002) menemukan adanya hubungan positif *corporate governance* dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on asset (ROA)* dan *Tobin's Q*. Dalam hal ini efektifitas *proxy* kinerja yang efektif disinyalir terkait dengan kondisi negara berlangsungnya penelitian. Krisis ekonomi yang melanda Indonesia pada tahun 1998 berdampak pada banyak aspek dari perusahaan-perusahaan yang secara umum melemahkan kondisi perusahaan. Karenanya merupakan suatu hal yang menarik untuk mengkaji peran implementasi *corporate governance* pada sebelum dan sesudah tahun 1998 tersebut.

2. METODOLOGI PENELITIAN

2.1 Model dan Langkah Penelitian

Tujuan utama dari penelitian ini adalah melakukan kajian secara komprehensif atas hubungan mekanisme *corporate governance* di Indonesia terhadap kinerja perusahaan.

Model : $KP = f(MBO, K_1, K_2, K_3, L, Size, Leverage, Tangibil)$

Keterangan:

KP = kinerja perusahaan yang dicerminkan dari *Return on Asset, Return on Equity dan Tobin's Q*

MBO = *management block ownership*

K_1 sampai dengan K_3 = Variabel *dummy* tipe kontrol sebagaimana tertera dalam Tabel 2.

L = persentase saham terbesar yang ada dalam perusahaan.

Size = *Firm size*

Leverage = *Tingkat hutang*

Tangibil = *Tangibility of assets*

Berle dan Mean (1932) mengemukakan 5 tipe kontrol sebagaimana ditampilkan dalam Tabel 2 dan dalam penelitian ini tipe kontrol yang dipergunakan adalah tipe 1 sampai dengan 4, dengan 3 *dummy variable*, yaitu K_1 , K_2 dan K_3 .

Tabel 2
Five Types of Control

1	Private ownership control	80 per cent or more of the stocks held by an individual or a group of business associates.	K1
2	Majority control	50 – 80 per cent held by such persons	K2
3	Minority control	20 – 50 per cent stock ownership	K3
4	Management control	Less than 20 per cent stock ownership	K4
5	Legal device	Pyramiding, this involves owning a majority of stocks of one corporation, which in turn holds a majority of stocks of another-a process, which can be, repeated a number of times.	

Sumber: Berle & Means (1932: 108)

2.2. Pemilihan Sampel

Kajian dalam penelitian ini adalah memakai model data panel. Data perusahaan yang dapat dikumpulkan untuk tahun 1993 sampai dengan 2008 sebanyak 60 perusahaan.

Data dalam penelitian ini diambil dari laporan keuangan perusahaan yang *public listed* di

Indonesia, yang diperoleh di *Indonesia Capital Market Directory (ICMD)* mulai tahun 1993 sampai dengan tahun 2008. Data yang diteliti adalah data dari perusahaan yang bukan lembaga keuangan dan bukan perbankan.

2.3. Pengukuran Variabel

Tabel 3
Pengukuran Variabel

Variable		Definition of Measurement	Theoretical Foundation
Tobin	Firm Performance	Tobin Q = Market Value of assets / Book Value of Assets. Market Value of Assets = Total debt + Common Equity Common Equity = Total listed shares x closing price	Chung and Pruitt (1994); de Jong (1999, 2000); Rajan and Zingales (1995); Setiawan (2004, 2006); Holm & Scholer (2008)
ROA	Return on Assets	Net Profit / Total Assets	
ROE	Return on Equity	Net Equity / Total Assets	
Variable sebagai proksi dari masalah keagenan / informasi yang asimetrik			
Tangibil	Tangibility of assets	(Fixed asset + Inventories) / Total Assets	Chen et al. (1999); Moh'd et al. (1998); Wald (1999); Setiawan (2004; 2006); Sugiarto (2008)

Size	Firm size	Natural log of total assets.	Brailsford et al. (1999); Rajan and Zingales (1995); Titman and Wessels (1988); Wald (1999); Holm & Scholer (2008), Sugiarto (2008)
Leverage	Tingkat hutang	Total hutang / total asset	Brailsford et al. (1999); Rajan and Zingales (1995); Setiawan (2004); Sugiarto (2008)
Variable sebagai proksi dari masalah corporate governance			
MBO	Management Block Ownership	Persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan atau komisaris	Brailsford et al. (1999); Setiawan (2004)
Ki	Tipe Control	tipe kontrol seperti yang tertera dalam Tabel 2	Holm & Scholer (2008)
L	Saham terbesar	Persentase saham terbesar yang dimiliki.	Husnan (2001)

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1. Hubungan *Corporate Governance*, Informasi Asimetrik dan Kinerja Perusahaan Sebelum Krisis (periode 1993 sampai 1998)

Periode tahun 1993 sampai dengan tahun 1998 dianggap sebagai periode sebelum krisis. Analisis data panel dalam periode tersebut diperlihatkan dalam Tabel 4, 5 dan 6. Hubungan Kinerja Perusahaan (*Tobin's Q*) dengan proksi *corporate governance* memperlihatkan hubungan yang positif significant untuk *manager block ownership* (MBO) dan *private ownership control* (K1) baik untuk *common model*, *fixed effect* dan *random effect*. Temuan penelitian ini sejalan dengan temuan Klapper and Love (2002) untuk *Tobin's Q* sebagai *proxy* kinerja perusahaan, namun tidak sejalan untuk ROA sebagai *proxy* kinerja perusahaan.

Fakta ini menunjukkan bahwa semakin terkonsentrasi perusahaan maka *Tobin's Q* semakin tinggi dan semakin besar kepemilikan manajemen maka kinerja semakin baik (Tabel 4). Tetapi untuk ROA tidak terjadi hubungan yang *significant* baik pada *common model*, *fixed effect* dan *random effect* demikian pula halnya dengan ROE (Tabel 5 dan 6). Hubungan yang negatif *significant* hanya terjadi untuk *private ownership control* (K_1) dengan ROA.

Tobin's Q adalah proksi kinerja perusahaan yang memperhitungkan nilai pasar sedangkan ROA hanya memperhitungkan nilai buku. Jika nilai pasar diperhitungkan maka *private ownership control* akan berpengaruh positif sedangkan jika hanya memperhitungkan nilai buku maka *private ownership* akan berpengaruh negatif. Temuan ini menunjukkan fakta empiris tentang kondisi bisnis yang khas Indonesia. Secara umum pasar menilai bisnis dari nama besar group bisnis, sehingga masalah *corporate governance* sering bukan menjadi sebuah acuan dalam melakukan sebuah penilaian. Dalam hal ini seakan akan pasar hanya mempunyai memori menilai bisnis dari group kepemilikan. Dalam kajian teori keagenan kondisi ini menjadi *adverse selection problem*.

Proksi informasi asimetrik memperlihatkan bahwa ukuran perusahaan (*size*) dan tingkat hutang (*leverage*) mempunyai hubungan yang negatif dengan *Tobin's Q* dalam semua model analisis sedangkan aktiva tetap (*tangible*) tidak berhubungan *significant* (Tabel 4). Semakin besar perusahaan dan semakin tinggi tingkat hutang perusahaan maka *Tobin's Q* semakin rendah. ROA sebagai proksi kinerja perusahaan memperlihatkan arah yang sama kecuali dalam *common model* dan *random effect* dimana tingkat hu-

tang (*leverage*) tidak mempunyai hubungan yang *significant*.

Jika dalam Tobin's Q sebagai proksi kinerja tidak mempunyai hubungan yang *significant* dengan aktiva tetap, dalam ROA sebagai proksi kinerja perusahaan terdapat hubungan yang positif *significant* dengan aktiva tetap (tangibil) untuk semua model analisis (Tabel 5). ROE sebagai proksi kinerja perusahaan tidak memperlihatkan hubungan yang *significant* dengan semua proksi informasi asimetrik (Tabel 6).

3.2. Hubungan Corporate Governance, Informasi Asimetrik dan Kinerja Perusahaan Setelah Krisis (setelah 1998)

Tobin's Q sebagai proksi kinerja perusahaan mempunyai hubungan yang positif *significant* dengan kepemilikan manajemen (MBO), *private ownership control* (K_1), *majority control* (K_2 , kecuali pada *fixed effect model*) dan kepemilikan terbesar (L). Untuk *minority control* tidak terdapat hubungan yang *significant* (Tabel 7). Untuk ROA sebagai proksi kinerja perusahaan kepemilikan manajemen hanya positif *significant* pada *common model*. *Private ownership control* (K_1) justru mempunyai hubungan yang *negatif significant* dengan ROA untuk semua model analisis. Arah hubungan ini sama dengan *majority control* (K_2) (Tabel 8). Dalam Tabel 9, diperlihatkan bahwa ROE sebagai proksi kinerja perusahaan tidak mempunyai hubungan yang *significant* dengan semua proksi *corporate governance*.

Proksi informasi asimetrik tidak mempunyai hubungan yang *significant* dengan Tobin's Q dalam semua model analisis (Tabel 7). Tidak adanya hubungan yang *significant* ini juga terdapat dalam hubungan antara ROE dan proksi informasi asimetrik (Tabel 9). Hubungan yang positif *significant* hanya terdapat antara ROA dan aktiva tetap (tangibil) untuk semua model analisis dan *negatif significant* antara ROA dengan ukuran perusahaan (*size*) dan tingkat hutang (*leverage*) dalam *fixed effect* (Tabel 8).

KESIMPULAN

Proksi-proksi kinerja perusahaan yang berbeda menghasilkan perbedaan efektivitas dampak implementasi *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan. Tobin's Q sebagai proksi kinerja perusahaan yang memperhitungkan nilai pasar dan ROA yang hanya memperhitungkan nilai buku menghasilkan simpulan yang berbeda. Efektivitas perbedaan hasil juga didapati saat menggunakan *return on equity* selaku indikator rentabilitas modal yang menunjukkan seberapa banyak keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri.

Kondisi sebelum dan sesudah tahun 1998 menunjukkan perbedaan temuan pengaruh simultan *corporate governance* dan variabel-variabel lain dalam model dengan kinerja perusahaan. Hasil analisis empiris memperlihatkan bahwa sebelum krisis (tahun 1998) Tobin's Q mempunyai hubungan yang *negatif significant* dengan ukuran perusahaan dan tingkat hutang. Semakin besar perusahaan kinerja perusahaan akan semakin rendah demikian pula hanya dengan tingkat hutang. Semakin tinggi tingkat hutang maka kinerja perusahaan semakin rendah.

Tidak adanya hubungan yang *significant* antara aktiva tetap dengan Tobin's Q merupakan hal yang sangat menarik untuk dikaji. Dalam kajiannya Setiawan (2004) mengemukakan bahwa sebelum krisis (1998) tingkat hutang tidak berhubungan secara *significant* dengan aktiva tetap dan tingkat hutang berhubungan negatif dengan Tobin's Q. Permasalahan yang berhasil dikemukakan yaitu adanya persoalan *moral hazard* dalam pilihan hutang atau ekuitas dalam struktur modal.

Hasil temuan ini senada dengan temuan Setiawan (2004) yaitu persoalan keagenan yang ada adalah permasalahan *adverse selection*. Pasar hanya melihat group perusahaan dan bereaksi positif. Pertimbangan pasar seakan akan ditentukan oleh siapa yang menjadi CEO dan dalam group

perusahaan mana karena itulah ROE tidak mempunyai hubungan yang *significant* dengan semua proksi informasi asimetrik.

Permasalahan informasi asimetrik ada perbedaan antara masa sebelum krisis dan sesudah krisis. Jika sebelum krisis Tobin' Q mempunyai hubungan yang negatif dengan tingkat hutang dan ukuran perusahaan, setelah krisis tidak hubungan yang *significant*. Persoalan informasi asimetrik diatasi dengan mekanisme *corporate governance* sehingga dapat dikatakan bahwa mekanisme *corporate governance* di Indonesia memberikan dampak yang positif bagi kinerja perusahaan di Indonesia

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. and Knoeber, C. R. (1993). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*. 31. p. 377-398.
- Akerlof, G.A. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84. p. 488 – 500.
- Alba, P., Claessens, S., and Djankov, S. (1998). Thailand's corporate financing and governance structure: Impact on firm's competitiveness. *Conference on Thailand's Dynamic Economic Recovery and Competitiveness Paper*. World Bank. p. 1 – 27.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., and Reeb, D.M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68. p. 263 – 285.
- Ang, J.S., Rebel, A.C., and James, W.L. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance* 55- 1. p. 81 –106.
- Arnott, R and Stiglitz, J.E. (1988). The basic analytic of moral hazard. *NBER Working Paper Series*. 2482. p.1 – 55.
- Azis, I. J. (1999). Why and how institutions matter in Indonesia's episode of economic performance? *Cornell University Paper*. p. 1- 39.
- Barnhart and Rosenstein. (1998). Board composition, managerial ownership, and firm performance: an empirical analysis. *Financial Review* 33. p.1-16.
- Bathala, C.T., Moon, K.P., and Rao, R.P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holding: an agency perspective. *Financial Management* 23. p. 38-50.
- Berger, P.G, Ofek, E, and. Yermack, D.L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance* 52- 4. p.1411 –1438.
- Berle, A. and Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation & Private Property*, Transaction Publisher. Fourth printing, 2002.
- Blair, M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for The twenty-first Century*. The Brookings Institution.
- Bohren, O. (1998). The agent's ethics in the principal-agent model. *Journal of Business Ethics* 17. p. 745 – 755.
- Brailsford, T.J., Oliver, B. R., and. Pua, S.L.H. (1999). Theory and evidence on the relationship between ownership structure and capital structure. *Department of Commerce, Australian National University Paper*. p.1 – 34.
- Chen, C.R. and. Steiner, T.L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *Financial Review* 34. p. 119 – 136.
- Cho, M.H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 47. p.103 – 121.
- Choi, U. 1992. *Ownership concentration and gains to acquiring firms in merger and acquisition*. University of California Los Angeles. PhD. Dissertation.
- Chung, K. H. and Pruitt, S. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*. 23 – 3. p.70-74.
- Claessens, S., Djankov, S, and Lang, L. (1999a). Who control East Asian corporations? *World Bank Working Paper*. p. 1 - 40
- Claessens, S., Djankov, S., and Klapper, L. (1999b). Resolution of corporate distress: Evidence from East Asia's financial crisis. *World Bank Working Paper*. p.1 – 29.

- Claessens, S., Djankov, S., and Fan, J, and Lang, L. (1999c). Expropriation of Minority Shareholders in East Asia. *World Bank Working Paper*.
- Claessens, S., Djankov, S, and Lang, L. (1999d). Who control East Asian corporations and the implications for legal reform. *Public Policy for the Private Sector*. p. 1 – 8.
- Claessens, S., Djankov, S. and Nenova, T. (2000a). Corporate risk around the world. *World Bank Working Paper*. p.1 – 52.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. (2000b). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58. p.81 – 112.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. (2000c). East Asian corporations. Heroes or villains? *World Bank Working Paper*. p. 1 – 44.
- Collin, S.O. (1998). Why is there no relationship between ownership concentration and performance? *International Conference on Accounting and Governance Paper*. Napoli, 23-24 October 1998. p. 1 – 41.
- Davics, J.R., Hillier, D., and McColgan, P. 2002. Ownership structure, managerial behaviour and corporate value. *University of Strathclyde, Glasgow Paper*. p. 1 – 41.
- De Jong, A. and Van Dijk, R. (1998). Determinants of leverage and agency problems, *CentER Discussion Paper*. Tilburg University.
- De Jong, A. (1999). An empirical analysis of capital structure decisions in Dutch firms. *Tilburg University. PhD. Dissertation*.
- De Jong, A. (2000). The disciplining role of leverage in Dutch firms. *Tilburg University, Department of Finance and CentER Working Paper*. p. 1 – 40.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics* 26. p. 375 – 390.
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93. p.1155 – 1177.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review* 14 – 1. p. 57 – 74.
- Fama, F. E. and Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26. p.1 – 29.
- Friend, L. and Lang, L.H. P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance* 43. p. 271 – 282.
- Gautama, S. (2002). *Indonesian Business Law*. Penerbit PT. Citra Aditya Bakti Bandung.
- Greene, W.H. (2000). *Econometric Analysis, fourth edition*. Prentice Hall International, Inc.
- Gujarati, D. (1999). *Essential of Econometrics*, second edition, McGraw-Hill Inc.
- Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics*, fourth edition, McGraw-Hill Inc.
- Hair, J.F., Anderson, R.E., Tatham, R.L., and Black, W.C. 1998. *Multivariate data analysis*, Prentice Hall International, Inc.
- Harvey, C.R., Lins, K. V., and Roper, A.H. (2003). The effects of capital structure on extreme agency problems. *NBER Research, Cambridge Working Paper*. p. 1 – 29.
- Hausman, J.A. (1978). Specification test in econometrica. *Econometrica* 46-6. p. 1251- 1271.
- Hausman, D.M. and McPherson, M.S. (1993). Taking Ethics Seriously: Economics and Contemporary Moral Philosophy. *Journal of Economic Literature*. 31-2. p. 671 – 731.
- Hausman, D.M. and McPherson, M.S (1998). *Economic analysis and moral philosophy*. Cambridge University Press.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, G.R., and Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *NBER Working Paper*, p. 1 – 34.
- Hermalin, B. and Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20. p. 101 – 112.
- Homaifar, G., Zietz, J., and Benkato, O. (1994). An empirical model of capital structure: Some new evidence. *Journal of Business Finance & Accounting* 21-1. p. 1-14.
- Hussain, Q. and Eugenity, N. (1997). The capital structure of listed companies in Poland. *IMF Working Paper*. p. 1 – 25.
- Hussain, Q. and Wihlborg, C. (1999). Corporate insolvency procedures and bank behavior:

- A study of selected Asian economies. *IMF Working Paper*. p.1 – 44.
- Husnan, S. (2001). Indonesia in *Corporate Governance and Finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*. Volume two, edited by: Zhuang J., David Edwards and Viginita A. Capulong, Asian Development Bank.
- Indonesian Capital Market Directory*. (1993 - 2008). Institute for Economic and Financial Research.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3 -4. p. 305-360.
- Jensen, M.C. and Smith, C.W. (1985). Stockholder, managers, and creditor interests: Applications of agency theory. (Reprinted in Michael C. Jensen. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*). Harvard University Press. 2000. p. 1 – 41.
- Jensen, M.C. and Warner, J.B. (1988). The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors. *Journal of Financial Economics* 20. p. 3 – 24.
- Jensen, G.R, Solberg, D.P., and Zorn, T.S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27-2. p. 247-263.
- Keown, A.J, Scott, D.F., Martin, J.D., and Petty, J.W. (1996). *Basic Financial Management*. Prentice Hall International Editions.
- Kester, W.C. (1986). Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management* Spring. p. 5 – 16.
- Khan, H.A. (1999). Corporate governance of family businesses in Asia, what's right and what's wrong? *Asia Development Bank Institute Working Paper* 3. p. 1 – 42.
- Klapper, Leora F. and I.Love. (2002). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, *World Bank Working Paper*, <http://ssrn.com>.
- Kwik Kian Gie. (1994). *Analisis ekonomi politik Indonesia*. Gramedia Pustaka Utama.
- Kwik Kian Gie. (1996). *Praktek bisnis dan orientasi ekonomi Indonesia*. Gramedia Pustaka Utama.
- Kwik Kian Gie. (1999). *Saya bermimpi jadi konglomerat*. Gramedia Pustaka Utama.
- La Porta, R., De-Silanes, F. L., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52- 3. p. 1131 – 1150.
- La Porta R., (1998). Capital markets and legal institutions. *Harvard University Paper*. p. 1 – 28.
- La Porta, R., De-Silanes, F. L., Shleifer, A (1998a). Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 – 6. p. 1113-1155.
- La Porta, R., De-Silanes F. L., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1998b). Corporate ownership around the world. *Harvard University. Working Paper*.
- La Porta, R., De-Silanes, F. L., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 – 2. p. 472 –517.
- Lang, L., Ofek, E. and Stulz, R.M (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics* 40. p. 3 – 29.
- Lim Mah Hui. (1981). *Ownership and Control of the One Hundred Largest Corporations in Malaysia*. Oxford University Press.
- Maddala, G. S. (2001). *Introduction to econometrics*, Third edition, John Willey & Son Ltd.
- McConnell, J. and Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Finance Economic* 27 (2). p. 595 - 612.
- McConnell, J. and Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics* 39. p.131 – 157.
- McConaughy, D.L., Matthews, C.H., and Fialko, A.S. (2001). Founding family controlled firms: performance, risk, and value. *Journal of Small Business Management* 39-1. p. 31 – 49.
- Megginson, W.L. (1997). *Corporate finance theory*. Addison-Wesley.
- Mehran, H. (1992). Executive incentive plans, corporate control, and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27. p. 539 – 560.

- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics* 20(1-2). p. 293 – 515.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., and Rimbey, J.N. (1998). The impact of ownership structure on corporate debt policy: a time-series cross-sectional analysis. *Financial Review* 33. p. 85 – 98.
- Nandelstadh, A. and Rosenberg, M. (2003). Corporate governance mechanism and firm performance: evidence from Finland. *Swedish School of Economics and Business Administration Paper*. p. 1 -28.
- Novaes, W. and Zingales, L. (1995). Capital structure choice when managers are in control: entrenchment versus efficiency. *NBER Working Paper Series*. p. 1 - 40.
- Pangestu, M. and Harianto, F. (1999). Corporate governance in Indonesia: prognosis and way ahead. *Paper of International Conference on "Democracy, Market Economy and Development" Seoul, Korea*.
- Pindyck, R.S. and Rubinfeld, D.L. (1998). *Econometric models and economic forecasts*. Fourth Edition. McGraw-Hill.
- Prasad, S., Green C. J., and Murinde, V. (2001). Company financing, capital structure, and ownership: A survey, and implications for developing economies. *Economic Research Paper No. 01/3 Loughborough University*. p. 1-72.
- Prosen S. (1998). Corporate Governance, Emerging Issues and Lesson from East Asia
- Sarac, M. 2002. An empirical analysis of corporate ownership structure in Turkish manufacturing sector. *6th European business history association annual congress in Helsinki (August 22nd to 24th 2002) paper*. p. 1 – 22.
- Sartono, A. (2001). Long-term financing decisions: Views and practices of financial managers of listed public firms in Indonesia. *International Journal of Business – Gadjah Mada University* 3-1. p. 35-44.
- Scott, K.E. (1999). Corporate governance and East Asia., *Stanford Law School Working Paper* 176. p. 1 – 45.
- Setiawan, A. and Taib Fauziah. (2002a). Joint determination of firm debt. ownership structure on firm's performance: A methodological review, in Zamri Ahmad, Ruhani Ali, Subramaniam Pillay, 2002. *Proceedings for the fourth annual Malaysian Finance Association Symposium*. 31st May – 1st June 2002. Penang, Malaysia.
- Setiawan, A. and Taib Fauziah. (2002b). Joint determination of firm debt. ownership structure on firm's performance: A methodological review. *Capital Market Review* 10-1. p. 87 – 114.
- Setiawan, A., Taib Fauziah., and Shahnnon, S. (2002). The determinants of corporate debt in Indonesian public listed companies. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis – Dian Ekonomi* 8-1. p. 17-35.
- Setiawan A., Taib, Fauziah (2003) and Chee Hong Kok. Debt-equity choice and its consequences on agency problems: the empirical evidence from Indonesian companies. *The 5th Asian Academy of Management Conference 10 – 13 September. Proceeding paper*.
- Setiawan A., Taib, Fauziah (2005). Indonesian Passion for Debt: Debt-equity choice, ownership structure and firm performance. *Proceedings paper for the 5th annual Malaysian Finance Association Symposium*.
- Setiawan A. (2006). Dampak Penentuan Struktur Modal Terhadap Permasalahan Moral Hazard pada Perusahaan di Indonesia Sebelum dan Semasa Krisis. *Paper untuk Konferensi Nasional "Mengejar Ketertinggalan Manajemen Bisnis" Prasetiya Mulya Business School*.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94. p. 461 – 488.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52-2. p. 737 – 783.
- Stulz, R.M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.
- Stulz, R.M. and Johnson, H. (1985). An analysis of secured debt. *Journal of Financial Economics* 14. p. 501 – 522.
- Sugiarto (2008). *Kebijakan Struktur Modal: Kajian Perusahaan-perusahaan Terbuka Non Keuangan di Indonesia yang Dikontrol Keluarga*. Disertasi Doktor Ilmu Manajemen. Program Doktor Ilmu Manajemen. Program Pascasarjana In-

- stitut Bisnis dan Informatika Indonesia. Disertasi Tidak Dipublikasikan.
- Sugiarto (2009). Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan & Informasi Asimetri. Graha Ilmu. Yogyakarta.
- Supan, A.B. and Koke, J. (2000). An Applied Econometricians' view of empirical corporate governance studies, *ZEW Discussion Paper*. University of Mannheim, Germany. p. 1 – 32.
- Sweeting, A. (1998). Discuss the reason why asymmetric information can be a source of market failure. *Economic Research and Analysis*. November 1998. p. 1 – 7.
- Tabalujan, B.S. (2002a). Family capitalism and corporate governance of family-controlled listed companies in Indonesia. *University of New South Wales Law Journal*. p. 1 – 39.
- Tabalujan, B.S. (2002b). Why Indonesian corporate governance failed – conjectures concerning legal culture. *Columbia Journal of Asia Law*.
- Tanderlilin, E. and Wilberforce, T. (2002). Can debt and dividend policies substitutes insider ownership in controlling equity agency conflict? *Gajah Mada International Journal of Business*. 4-1. p. 31-43.
- Taridi (1999). Corporate governance, ownership concentration and its impact on firms' performance and firms' debt in PLCs in Indonesia. *The Indonesian Quarterly* 27- 4. p. 339 – 355.
- Wald, J.K. (1999). How firm characteristic affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research* 22 – 2. p. 161 – 187.
- Wernerfelt, B. and Montgomery, C.A. (1988). Tobin's q and the importance of focus in firm performance. *American Economic Review*. 78-1. p. 246 – 250.
- Wibisono Christiono. (1998). *Menelusuri akar krisis Indonesia*. Gramedia Pustaka Utama.
- Williamson, O.E. (1987). *The Economic Institutions of Capitalism, Firms, Markets, Relational Contracting*. The Free Press.
- Wimboh, S. (2000). Indonesia's financial and corporate sector reform. *Banking Research & Regulation Directorate*.
- Wonnacott, R.J. and Wonnacott, T.H. (1979). *Econometrics*. John Wiley & Sons.
- Xu Xiaonian and Wang, Y. (1997). Ownership structure, corporate governance, and corporate performance: The case of Chinese stock companies. *World Bank Working Paper*. p. 1 – 53.
- Zhuang, J. (1999). Corporate governance in East Asia and some policy implications. *EDRC Briefing Notes 14*, Asian Development Bank. p. 1 – 16.
- Zhuang, J., Edwards, D., Webb, D., and Capulong, M.V. (2000). Corporate Governance and Finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand. Volume one. *Asian Development Bank Discussion Paper*. p.1 – 93.
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*. p. 1197-1215.

UNIVERSITAS
MULTIMEDIA
NUSANTARA

Tabel 9
Hubungan antara Informasi Asimetrik, Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan (R)

Dependent Variable: ROE
 Sample: 1998 2008
 Included observations: 11
 Cross-sections included: 60
 Total pool (unbalanced) observations: 654

Estimation Method Cross Section Variable	Pooled Least Squares					Pooled Least Squares					Pooled EGLS (Cross-section random effects) Swamy and Arora estimator of component variances					
	None		Fixed			None		Fixed			Random		Random			
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.0237	0.0336	-0.7061	0.4804	0.4282	0.8583	0.4989	0.6181	0.2914	0.8152	0.3575	0.7208	-0.0359	0.0480	-0.7478	0.4549
MBO	0.0075	0.1452	0.0518	0.9587	0.0189	0.1524	0.1239	0.9014	0.0074	0.1461	0.0510	0.9594	0.0074	0.1461	0.0510	0.9594
K1	0.3743	0.3945	0.9488	0.3431	0.4523	0.4062	1.1135	0.2660	0.3731	0.3971	0.9397	0.3477	0.3731	0.3971	0.9397	0.3477
K2	-0.0016	0.0129	-0.1212	0.9036	-0.0032	0.0145	-0.2194	0.8264	-0.0033	0.0138	-0.2384	0.8116	-0.0033	0.0138	-0.2384	0.8116
K3	-0.3023	0.8085	-0.3739	0.7086	-0.3623	0.8592	-0.4217	0.6734	-0.3529	0.8260	-0.4273	0.6693	-0.3529	0.8260	-0.4273	0.6693
SIZE	-0.2457	0.6003	-0.4094	0.6824	-0.4616	0.6639	-0.6953	0.4871	-0.3137	0.6334	-0.4953	0.6206	-0.3137	0.6334	-0.4953	0.6206
LEVERAGE	-0.0070	0.4631	-0.0151	0.9879	-0.2192	0.5699	-0.3846	0.7006	-0.1043	0.5398	-0.1932	0.8468	-0.1043	0.5398	-0.1932	0.8468
TANGIBIL	0.0089	0.0086	1.0284	0.3041	0.0073	0.0095	0.7687	0.4424	0.0080	0.0091	0.8780	0.3803	0.0080	0.0091	0.8780	0.3803
					Effects Specification					Effects Specification						
					Cross-section fixed (dummy variables)					S.D. Rho						
R-squared	0.0035				0.0844				Cross-section random	0.0037			0.0000	0.0000		
Adjusted R-squared	-0.0073				-0.0205				Idiosyncratic random	-0.0087			1.9735	1.0000		
S.E. of regression	1.9607				1.9735				Weighted Statistics	1.9620			1.9735	1.0000		
Sum squared resid	2,479,6090				2,278,3490					2,479,1120						
Log likelihood	#####				#####											
Mean dependent var	0.1411				0.1411					0.1411						
S.D. dependent var	1.9536				1.9536					1.9536						
Akaike info criterion	4.1967				4.2958											
Schwarz criterion	4.2516				4.7625											
Durbin-Watson stat	1.4154				1.5425					1.4124						
F-statistic					0.8045					0.2979						
Prob(F-statistic)					0.8662					0.9667						
										Unweighted Statistics:						
R-squared										0.0037						
Sum squared resid										2,479,1120						
Mean dependent var										0.1411						
Durbin-Watson stat										1.4124						

1. significant 1%; 2 significant 5%; 3 significant 10%