



WIRASWASTA

VOLUME 16 NOMOR 01 ■ APRIL 2014

Analisis Strategi Untuk Meraih Kemunggulan Bersaing Terhadap Keputusan Masyarakat Memilih Kuliah Di STIE Bina Kota Bina Nusa Tenggara Barat

Pengaruh GCG Terhadap Keputusan Keuangan Dan Dampaknya Terhadap Profitabilitas Perusahaan Pada 12 Perusahaan Manufaktur Di Indonesia (tahun 2011-2013)

Peran Kreativitas Dan Inovasi Usaha Dalam Meningkatkan Nilai Tambah Pada Bidang Agribisnis (Studi Pada Usaha Tani Dengan Irigasi Swadaya Dari Sungai Cikereuh di Desa Sukamulya Kecamatan Sukamakmur, Bogor)

Pengaruh Kecerdasan Intelektual, Kecerdasan Emosi Dan Kecerdasan Spiritual Terhadap Kinerja Pegawai Badan Kepegawaian Daerah Kota Bekasi

Pengaruh Kualitas Produk Dan Pelayanan Terhadap Kepuasan Pelanggan Pada Mall Resto Tebet

Pengaruh Citra Merek dan Kualitas Layanan Jasa Terhadap Loyalitas Konsumen (Studi Kasus Pada BCA KCP Bursa Efek Jakarta)

Relig Yakling, Inovasi Dan Modal Sosial Pengaruhnya Terhadap Keberhasilan Usaha Perempuan Berwirausaha Di DKI Jakarta Utara

Pengaruh Kedisiplinan Dan Fasilitas Kerja Terhadap Kinerja Pegawai Pada Polres Jakarta Selatan

Pengaruh Lingkungan Kerja Dan Pemberian Insentif Terhadap Kinerja Karyawan Pada PT. Gagan Indonesia Di Jakarta

Kebersamaan Keterbukaan Kesiambungan



Jurnal Pengembangan Wiraswasta

VOLUME 16 NOMOR 01 ■ APRIL 2014

DARI REDAKSI

Salam sejahtera,

Pertama-tama, kami mengucapkan terima kasih kepada pembaca yang masih setia menanti edisi Jurnal Pengembangan Wiraswasta.

Dalam edisi kali ini, redaksi menurunkan tulisan-tulisan mengenai Strategik, Keuangan, Pemasaran dan SDM. Terima kasih diucapkan kepada Dr. Anna Wulandari, SE, MM yang telah mengirimkan tulisan ilmiahnya mengenai Analisis Strategi Untuk Meraih Keunggulan Bersaing Terhadap Keputusan Masyarakat Memilih Kuliah Di STIE Bima Kota Bima Nusa Tenggara Barat

Besar harapan dari kami untuk sumbangan masukan tulisan atau karya ilmiah berupa hasil penelitian dari bapak/ibu sekalian sesuai dengan pedoman penulisan yang telah ditentukan.

Semoga apa yang kami sajikan dapat bermanfaat bagi semua pihak.

Selamat membaca.

ARTI LOGO

Tiga orang bergandengan melangkah bersama melambangkan kebersamaan, dan kesinambungan. Garis yang mengilangi kengo orang seperti buku yang terbuka melambangkan ketertarikan.

PENGARUH GCG TERHADAP KEPUTUSAN KEUANGAN DAN DAMPAKNYA TERHADAP PROFITABILITAS PERUSAHAAN PADA 12 PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA (TAHUN 2011-2013)

Oleh:
Susanti Widhiastuti
Estuti Fitri Hartini

ABSTRAK

Negara-negara berkembang dituntut untuk menerapkan sistem yang baru dan lebih baik dalam pengelolaan bisnis yang berdasarkan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik atau sering disebut *Good Corporate Governance*. Pertumbuhan perusahaan dapat terjadi karena adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Chung dan Charoenwong 1994). pertumbuhan yang terjadi diharapkan dapat meningkatkan investasi dalam perusahaan tersebut dan tingginya return atas investasi yang pada akhirnya dapat meningkatnya kinerja perusahaan. Sedangkan dampak positif dari pertumbuhan perusahaan bagi investor adalah tingginya return atas investasi yang investor tanamkan. Menurut Brigham dan Houston (2006), manajer bekerja mewakili para pemegang saham, artinya mereka hendaknya mematuhi kebijakan yang dapat meningkatkan nilai para pemegang saham. Wright dan Ferris (1997); Walker (2000); dan Qureshi (2006), mengatakan secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga sahamnya.

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, metode analisis data penelitian ini menggunakan *path analysis* yang digunakan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh dari variable-variabel eksogen terhadap endogen, menggunakan software SPSS versi 16.00, pengujian data dengan uji normalitas.

Hasil Penelitian menunjukkan : *Good Corporate Governance* (Kepemilikan saham Ekternal) tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan Pendanaan; *Good Corporate Governance* (Kepemilikan saham Internal) tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan Pendanaan; *Good Corporate Governance* (Keputusan Dewan Komisaris Independen) tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan Pendanaan; *Good Corporate Governance* (Kepemilikan saham Ekternal) tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan Investasi; *Good Corporate Governance* (Kepemilikan saham Internal) tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan Investasi; *Good Corporate Governance* (Keputusan Dewan Komisaris Independen) berpengaruh signifikan terhadap keputusan Pendanaan keputusan Investasi; Keputusan Pendanaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan; Keputusan Investasi berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Kata Kunci: *GCG, Keputusan Keuangan, Profitabilitas.*

PENDAHULUAN

Negara-negara berkembang dituntut untuk menerapkan sistem yang baru dan lebih baik dalam pengelolaan bisnis yang berdasarkan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik atau sering disebut Good Corporate Governance. Dengan adanya sistem tata kelola perusahaan yang lebih baik, maka bisnis akan lebih mampu bersaing dan lebih cepat berkembang karena perusahaan lebih terstruktur dan adanya pengawasan serta monitoring untuk meminimalisir kerugian. Untuk menghadapi persaingan tersebut, perusahaan dihadapkan pada tuntutan agar memiliki keunggulan bersaing baik dalam teknologi, produk yang dihasilkan, maupun sumber daya manusianya. Untuk memiliki keunggulan itu, perusahaan memerlukan investasi besar dengan kebutuhan dana yang besar. Keterbatasan dana yang dimiliki perusahaan seringkali menjadi salah satu faktor penghambat pertumbuhan perusahaan menjadi perusahaan besar dan memiliki keunggulan bersaing atas produk-produk yang dihasilkannya. Untuk mengatasi ketersediaan dana itu, perusahaan harus mencari sumber-sumber pendanaan yang dapat menyediakan dana dalam jumlah besar untuk membiayai investasi yang direncanakan. Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang memproduksi barang mentah menjadi

*Susanti Widhiastuti adalah
Dosen Tetap STIE IPWIJA
Estuti Fitri Hartini adalah
Dosen tetap STIE IPWIJA*

barang jadi atau barang dalam proses. Pertumbuhan perusahaan dapat terjadi karena adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Chung dan Charoenwong 1994). Gaver dan Gaver (1993), mengatakan pilihan-pilihan pertumbuhan (*growth options*) bagi suatu perusahaan merupakan sesuatu yang secara melekat bersifat tidak dapat diobservasi (*inherently unobservable*). Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi membutuhkan lebih banyak dana karena banyak kesempatan investasi yang dapat dilakukan. Dana tersebut dapat diperoleh perusahaan salah satunya adalah melalui utang. Bagi perusahaan, pertumbuhan yang terjadi diharapkan dapat meningkatkan investasi dalam perusahaan tersebut dan tingginya return atas investasi yang pada akhirnya dapat meningkatnya kinerja perusahaan. Sedangkan dampak positif dari pertumbuhan perusahaan bagi investor adalah tingginya return atas investasi yang investor tanamkan. Penciptaan nilai perusahaan dapat terwujud dengan melakukan investasi. Investasi merupakan kegiatan untuk menentukan berapa besar kelebihan dana yang dimiliki perusahaan akan diinvestasikan pada berbagai alternatif yang akan dipilih. Kegiatan investasi dapat memberikan keuntungan, Fama (1999), mengatakan suatu investasi dikatakan menguntungkan (*profitable*) kalau investasi tersebut bisa membuat pemodal menjadi lebih kaya, atau kemakmuran pemodal menjadi besar setelah melakukan investasi.

Pemegang saham adalah pemilik dari sebuah perseroan terbatas, dan mereka membeli saham karena mereka ingin mendapatkan pengembalian hasil sahamnya (*returns*). Menurut Brigham dan Houston (2006), manajer bekerja mewakili para pemegang saham, artinya mereka hendaknya mematuhi kebijakan yang dapat meningkatkan nilai para pemegang saham. Wright dan Ferris (1997); Walker (2000); dan Qureshi (2006), mengatakan secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga sahamnya. Merujuk pada literatur-literatur teori dan empirik persoalan pokok dalam *Corporate Governance* disebabkan karena adanya pemisahan fungsi antara kepemilikan dan pengendalian (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan Adanya pemisahan fungsi ini menjadi awal penyebab terjadinya konflik dan Menjadi masalah keagenan (*agency problem*) antara pemilik dan manajer. Hal ini sesuai *Corporate governance* merupakan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001). *Corporate governance* merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan dapat berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate*

governance adalah juga berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997). Jensen dan Meckling (1976), mengatakan beberapa mekanisme yang dapat digunakan untuk mengatasi masalah keagenan adalah dengan meningkatkan kepemilikan manajer. Kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang jumlahnya atas kepemilikan eksternal akan berpengaruh kepada kebijakan manajemen menjadi lebih kuat. Laporan keuangan sebagai informasi kinerja yang dihasilkan perusahaan, tidak terlepas dari operasional perusahaan sepanjang tahun. Operasional ini melibatkan pihak pengurus dalam pengelolaan perusahaan, di antaranya adalah pihak manajemen, dewan komisaris, komite audit dan pemegang saham. Dewan komisaris berfungsi untuk memastikan bahwa operasional perusahaan berjalan sesuai dengan kebijakan perusahaan. Sedangkan komite audit berfungsi untuk membantu kerja dewan komisaris untuk memastikan bahwa operasional sehari-hari berjalan sesuai kebijakan yang ditetapkan oleh perusahaan dan memastikan bahwa laporan keuangan yang disajikan sudah sesuai dengan standar akuntansi keuangan yang berterima umum. Hasil penelitian tentang hubungan antara komposisi dewan komisaris dan kinerja perusahaan juga masih beragam. Tidak ada hubungan antara jumlah komisaris independen dalam dewan komisaris dan kinerja perusahaan. Sedangkan hasil penelitian yang lain menemukan

adanya hubungan positif antara komposisi dewan komisaris dengan kinerja pasar perusahaan dan Penelitian yang lain juga menemukan sebuah hubungan signifikan antara proporsi komisaris independen dengan kinerja pasar perusahaan. Profitabilitas merupakan faktor yang seharusnya mendapat perhatian penting karena untuk dapat melangsungkan hidupnya, suatu perusahaan harus berada dalam keadaan yang menguntungkan (profitable). Profitabilitas dapat diterapkan dengan menghitung berbagai tolak ukur yang relevan. Salah satu tolak ukurnya adalah dengan menggunakan ROA (Darmawan, 2010) ROE sebagai salah satu alat di dalam menganalisa kondisi keuangan perusahaan dari hasil operasi dan profit yang diterima perusahaan. Hanafi dan Halim (1996) (belum ada) mendefinisikan rasio profitabilitas sebagai rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Berdasarkan latar belakang tersebut diatas penulis mengambil judul " Pengaruh GCG terhadap Keputusan Keuangan dan Dampaknya terhadap Profitabilitas Perusahaan

II. TUJUAN PENELITIAN

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh GCG terhadap keputusan Pendanaan;

untuk mengetahui pengaruh GCG terhadap keputusan Investasi; untuk mengetahui pengaruh Keputusan Pendanaan dan Keputusan Investasi terhadap Profitabilitas Perusahaan; untuk mengetahui pengaruh GCG terhadap Profitabilitas Perusahaan.

III. KAJIAN TEORISTIK

a. Theory Agency

Teori Keagenan (Agency Theory) Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan teori keagenan sebagai hubungan antara agen (manajemen suatu usaha) dan principal (pemilik usaha). Di dalam hubungan keagenan terdapat suatu kontrak dimana satu orang atau lebih (principal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal dan memberi wewenang kepada agen untuk membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Teori keagenan menjelaskan hubungan antara pemilik dan pengelolaan dan antara pemilik dan pihak luar (investor dan kreditor) dimana dalam hubungan tersebut Menjadi masalah agensi. Pawlina dan Renneboog (2005) menjelaskan bahwa konflik keagenan terjadi dalam perusahaan dengan free cash flow yang besar karena manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperoleh dari sumber dana internal ini untuk mengoptimalkan keuntungan pribadinya dengan tidak melakukan pembayaran kas kepada pemegang saham. Penyebab konflik antara manajer dan pemilik berkaitan dengan

keputusan pendanaan/struktur modal. Pandangan Teori keagenan tentang struktur modal, menjelaskan bahwa struktur modal optimal ditentukan oleh Biaya yang muncul dari konflik yang terjadi antara pemilik dan agen atau manajer.

b. Theory keputusan keuangan

Keputusan pendanaan merupakan keputusan pendanaan yang dibuat manajer dalam menentukan struktur modal perusahaan untuk menentukan bagaimana sumber-sumber pembiayaan. Struktur modal secara umum merupakan kombinasi antara utang dan ekuitas. Hasil kajian ilmiah dibidang keuangan dalam merumuskan teori ini untuk menjelaskan mengapa perusahaan harus mengambil keputusan pendanaan terdapat beberapa teori yang penting tentang struktur modal perusahaan. Ada beberapa teori struktur modal yang dikembangkan oleh beberapa ahli, diantaranya pendekatan Tradisional, pendekatan MM, Pendekatan Laba bersih atau Net Income, pendekatan laba bersih operasi atau Net Operating Income (NOI), dan Picking Order theory.

1. Keputusan Investasi : Konsep dan Tujuan

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dan Smith dan Watts (1992) kesempatan investasi merupakan Nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen dimasa yang akan datang dengan harapan akan

menghasilkan keuntungan yang lebih besar. Investasi merupakan suatu tindakan untuk mengeluarkan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh arus kas masuk pada waktu-waktu yang akan datang selama umur proyek. Investasi dapat dalam bentuk investasi nyata seperti tanah, mesin, bangunan, emas dan lain-lain. Selain itu investasi dapat dalam bentuk investasi keuangan seperti deposito, saham dan obligasi. Menurut Jensen dan Smith (1984), menjelaskan keputusan keuangan terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Kegiatan investasi dapat memberikan keuntungan. Fama (1998), Lebih lanjut Fama (1978), mengatakan bahwa keputusan investasi merupakan inti dari seluruh analisis keuangan yaitu membuat keputusan yang memaksimalkan nilai perusahaan.

2. Kepemilikan saham internal sebagai Mekanisme GCG dan Profitabilitas Perusahaan

Menurut Word Bank (1999), mekanisme pengendalian Corporate Governance dibagi menjadi dua yaitu mekanisme eksternal dan internal. Mekanisme eksternal antara lain terdiri dari : pasar modal, pemberi dana, konsumen dan regulator. Mekanisme internal antara lain terdiri dari : dewan komisaris termasuk komite-komite dibawahnya, dewan direksi, manajemen dan para pemegang saham. Pemegang saham dalam mekanisme pengendalian internal perusahaan adalah struktur

kepemilikan saham. Kepemilikan manajer dapat mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham agar dapat menghasilkan kinerja yang lebih baik (Jensen dan Mecking 1976).

3. Keanggotaan dewan Komisaris Independen sebagai Mekanisme Corporate Governance

Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann (2003) merupakan yang pertama menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari mekanisme Corporate Governance. Penelitian oleh Yermack (1996), Beasley (1996) dan Jensen (1993) menyimpulkan bahwa dewan komisaris yang berukuran kecil akan lebih efektif dalam melakukan tindakan pengawasan dibandingkan dengan dewan komisaris yang berukuran besar. Jirapon dan Ning (2006) Menyatakan bahwa dewan komisaris adalah suatu mekanisme Corporate governance yang penting sehingga pengembangan dari konflik keagenan mungkin dipengaruhi oleh komposisi dari dewan komisaris.

Kinerja keuangan dapat diukur dengan profitabilitas dan Nilai perusahaan. Penelitian Black Et al (2002) menemukan hubungan Corporate Governancedengan Nilai perusahaan dapat dijelaskan melalui dua hal yaitu signaling dan endogeneity. Signaling praktek praktek Corporate menyebabkan meningkatnya kinerja perusahaan karena penerapan CG yang baik akan meningkatkan sinyal yang positif, sedangkan endogeneity adalah

perusahaan yang mempunyai. Nilai pasarnya yang tinggi sehingga bisa menerapkan CG yang lebih baik.

c. Pengembangan Hipotesa dan Model Penelitian Empirik

salah satu kelemahan GCG adalah adanya tindakan mementingkan diri sendiri oleh pihak manajer perusahaan. Jika para manajer perusahaan melakukan tindakan-tindakan yang mementingkan diri sendiri dengan mengabaikan kepentingan investor, maka akan menyebabkan jatuhnya harapan investor tentang hasil pengembalian atas investasi yang telah ditanamkan.

Jensen dan Meckling (1976), dalam teori keagenan mendeskripsikan pemegang saham sebagai principal dan manajemen sebagai agent. Manajemen pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Jensen dan Meckling menyatakan bahwa untuk mengurangi konflik kepentingan antara principal dan agent dapat dilakukan Meningkatkan kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham.

1. Pengaruh Kepemilikan saham terhadap Keputusan Investasi

Pengeluaran investasi memberikan harapan positif tentang pertumbuhan pada waktu yang akan datang, sehingga meningkatkan harga

saham sebagai indikator nilai perusahaan Fama (1998) mengatakan nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi pendapat tersebut dapat diartikan bahwa untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu maksimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui kegiatan investasi perusahaan. Dengan kepemilikan manajerial diharapkan manajemen dalam menjalankan operasi perusahaan dapat lebih efisien dan efektif. Penelitian Ang et al. (1999) memberikan bukti terhadap hubungan antara struktur kepemilikan dengan biaya keagenan yang diukur dari pemanfaatan aktiva dan beban operasi. Penelitian mereka menunjukkan bahwa efisiensi pemanfaatan aktiva dan beban operasi pada perusahaan kecil dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Akibat munculnya ketidak sejajaran kepentingan antara manajer dan pemilik perusahaan yang berdampak pada timbulnya persoalan CG tidak adanya jaminan akan terpenuhinya hak-hak dari investor atas investasi mereka lakukan (Shleiver dan Vishny, 1997). Berdasarkan pada hal tersebut diatas dapat ditentukan hipotesa sbb:

Hipotesa 1:

Kepemilikan saham Internal (KSI) Berpengaruh Negatif terhadap keputusan Investasi (KI)

Holderness dan Sheeman (1985), Barclay dan Holderness (1991) memberikan bukti empiris bahwa terdapat peningkatan turnover manajemen dan gain akibat pembelian saham oleh pihak luar. CG juga

berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997). Berdasarkan pada hal tersebut diatas dapat ditentukan hipotesis berikut ini:

Hipotesa 2:

Kepemilikan Saham Eksternal (KSE) berpengaruh negatif terhadap Keputusan Investasi (KI)

2. *Pengaruh Kepemilikan Saham Internal (KSI) terhadap Kinerja Perusahaan.*

Studi yang mengidentifikasi adanya hubungan positif antara kepemilikan oleh pihak dalam dengan kinerja perusahaan lain dilakukan Kim, Lee dan Prancis (1988), dan studi lainnya yang menunjukkan hasil kurang mendukung (secara statistik tidak signifikan) atau bertentangan dengan penelitian sebelumnya yaitu dilakukan oleh Lloyd, Jahera joldstein (1986). Chen et al. (2003) mengembangkan sebuah model yang menunjukkan bahwa pada level tinggi dari kepemilikan managerial, manajer cenderung mengharapkan pada posisinya yang mengakibatkan hubungan yang negatif antara kepemilikan managerial dan nilai perusahaan. Demsetz dan Longa (2001) menemukan hasil yang berbeda dari penelitian sebelumnya yaitu bahwa tidak ada hubungan antara struktur kepemilikan dan profit perusahaan sebagai proksi firm value. Berdasarkan pada hal tersebut diatas dapat ditentukan hipotesis berikut ini:

Hipotesa 3:

Kepemilikan Saham Internal (KSI) berpengaruh negatif terhadap Kinerja Perusahaan

3. *Pengaruh Kepemilikan Saham Eksternal (KSE) terhadap Profitabilitas*

Kepemilikan saham eksternal (publik) merupakan kepemilikan saham oleh masyarakat. Hal ini mencerminkan adanya harapan yarakat kepada pihak manajemen perusahaan agar dapat mengelola saham tersebut dengan sebaik-baiknya dan dibuktikan dengan tingkat laba dan kinerja isahaan yang baik. Publik sebagai pemegang saham menghendaki agar perusasaan menjalankan GCG. Semakin besar Kepemilikan saham publik (eksternal), maka semakin banyak informasi yang diketahui oleh publik tentang perusahaan tersebut Hal ini mampu menghalangi para manager melakukan tindakan oportunistik. Hasil pelitian dari Bukti teoritis maupun secara empiris telah dinyatakan Navissi dan Naiker naiker (2006) Jensen dan Meckling (1976), menemukan bukti bahwa nilai perusahaan merupakan fungsi dari distribusi dengan proporsi tertentu atas kepemilikan oleh insider dan outsiders. Holderness dan Sheeman (1985), Barclay dan Holderness telah memberikan bukti empiris bahwa terdapat peningkatan turn over management dan gains akibat pembelian saham oleh pihak luar. Berdasarkan pada hal tersebut diatas dapat ditentukan hipotesis berikut ini:

Hipotesa 4:

Kepemilikan Saham Eksternal (KSE) berpengaruh negatif terhadap Profit perusahaan

4. Pengaruh Komposisi dewan Komisaris independen terhadap profit perusahaan

Penelitian mengenai dampak dari independensi Dewan Komisaris terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan labanya, sampai saat ini masih beragam. Beberapa penelitian yang menyatakan bahwa tingginya proporsi anggota dewan dari luar berhubungan positif dengan kinerja perusahaan (Yermck, 1996 Daily dan Dalton, 1993; Streamrs dan Mizmchi, 1993), sedangkan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa proporsi anggota dewan dari luar bukan merupakan faktor dari kinerja perusahaan (Kesner dan Ohnson, 1990). Profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur efisiensi penggunaan aktiva perusahaan atau sekelompok aktiva perusahaan. Profitabilitas merupakan ukuran kinerja perusahaan yang harus selalu dikendalikan agar perusahaan tetap memperoleh laba. Hubungan atau dampak dari anggota dewan komisaris independen terhadap perusahaan telah diteliti oleh Hermalin dan Weisbach (2003), menemukan adanya pengaruh dari anggota dewan komisaris independen yang cukup kuat signifikan terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan hal tersebut diatas dapat ditentukan hipotesa :

Hipotesa 5:

Komposisi Dewan Komisaris Independen berpengaruh positif terhadap Profit perusahaan

5. Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Profit Perusahaan

Keputusan investasi yang akan dilakukan akan menentukan sumber dan bentuk dana yang akan harus dipersiapkan. Sumber pembiayaan yang berasal dari hutang dapat berasal dari hutang jangka pendek, jangka panjang, dan modal saham perusahaan yang terdiri dari saham preferen dan saham biasa. Pada prinsipnya pemenuhan kebutuhan modal jangka panjang suatu sahaan dapat di sediakan melalui penerbitan utang (obligasi) atau modal sendiri diantaranya melalui penerbitan saham. Kedua jenis modal ini memiliki karakteristik yang berbeda satu dengan lainnya, masing-masing memiliki kelebihan dan kekurangannya. Penerbitan utang mempunyai dua keuntungan yaitu penghematan pajak dan pendapatan tetap bagi pemegang utang . Kelemahan utang di antaranya meningkatkan resiko perusahaan, karena adanya beban suku bunga. Apabila sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutup bunga, maka pemegang sahamnya harus menutup kekurangan itu, dan Perusahaan akan bangkrut jika mereka tidak sanggup, begitu juga apabila terlalu banyak utang dapat menghambat pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitian DeAngelo dan Masulis (1996), Strebulaev (2003) dan Gaud et al. menemukan bahwa terdapat suatu hubungan yang positif antara leverage dengan profitabilitas perusahaan.

Bukti empiris dari studi sebelumnya konsisten dengan sebagian besar studi, menemukan hubungan negatif antara profitabilitas dan struktur modal (Friend dan Lang, 1988; Van der Wijst dan Thurik, 1993; yang menyatakan terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dan utang jangka pendek. Berdasarkan pada uraian hal-hal diatas dapat ditentukan hipotesis:

Hipotesis 6 :

Keputusan Pendanaan berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan

6. Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Profitabilitas Perusahaan

Fama (1978), mengatakan bahwa suatu investasi dikatakan menguntungkan apabila investasi tersebut bisa membuat pemodal menjadi lebih kaya, atau memberikan kemakmuran pemodal. Menjadi makmur setelah melakukan investasi. Profitabilitas didasarkan pada investasi yaitu diukur dari perbandingan laba operasi dengan total aktiva: ROA. Tingkat ROA berpengaruh terhadap kelangsungan hidup perusahaan dimasa yang akan datang, tingkat ROA yang rendah atau negatif akan menurunkan kemampuan perusahaan tumbuh dan berkembang. Kinerja perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan tingkat profitabilitasnya. Berdasarkan pada uraian hal-hal diatas dapat ditentukan hipotesis:

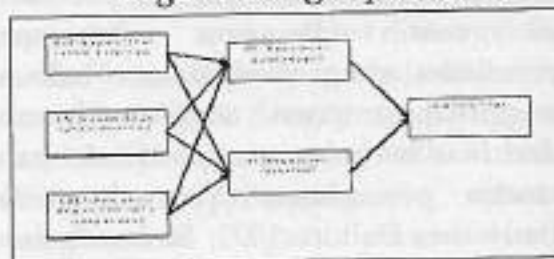
Hipotesis 7:

Keputusan Investasi berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan

d. Model Penelitian

Adapun model dalam penelitian ini dapat penulis sajikan sebagai berikut:

Gambar 1
Bagan Kerangka pemikiran



Indikator GCG adalah Kepemilikan saham Eksternal (KSE), Kepemilikan saham Internal (KSI), Komposisi Dewan Komisaris Independen (KDKI)

Indikator Keputusan Keuangan adalah Keputusan pendanaan (KP) dan keputusan investasi (KI)

e. Hipotesis

Dugaan sementara penelitian ini menunjukkan bahwa:

- H1 : KSE berpengaruh terhadap keputusan Pendanaan.
- H2 : KSI berpengaruh terhadap keputusan Pendanaan.
- H3 : KDKI berpengaruh terhadap keputusan Pendanaan.
- H4 : KSE berpengaruh terhadap keputusan Investasi.
- H5 : KSI berpengaruh terhadap keputusan Investasi.
- H6 : KDKI berpengaruh terhadap keputusan Investasi
- H7 : KP berpengaruh terhadap Profitabilitas perusahaan
- H8 : KI berpengaruh terhadap Profitabilitas perusahaan

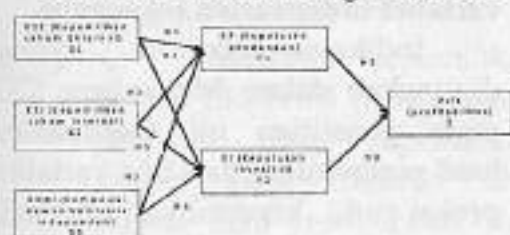
IV. METODOLE PENELITIAN

a. Desain Penelitian

Desain penelitian adalah semua proses yang diperlukan dalam perencanaan dan pelaksanaan penelitian. Desain dalam perencanaan penelitian bertujuan untuk melaksanakan penelitian, sehingga dapat diperoleh suatu logika, baik dalam pengujian hipotesis maupun dalam membuat kesimpulan.

Gambar 2.

Disain Penelitian Diagram Jalur



b. Populasi dan Sampel

Populasi adalah kumpulan individu atau obyek penelitian yang memiliki kualitas serta ciri-ciri yang telah ditentukan. Berdasarkan pada kualitas dan ciri- tersebut, populasi dapat dipahami sebagai kelompok individu atau obyek pengamatan yang minimal memiliki satu persamaan karakteristik. dalam penelitian ini adalah 12 Perusahaan manufaktur sebagai sampel yang terdaftar di BEI dari th 2010 sampai dengan 2013. Yaitu:

1. ADES
2. Unilever Indonesia
3. PT Kimia Farma
4. ASTRA
5. Gudang garam
6. Mulia Industrindo Tbk
7. Bentoel Group

8. Sari Roti
9. Semen Indonesia
10. Tjiwi Kimia
11. Toto
12. PT Tempo Scan Pacific

c. Pengembangan Instrumen Penelitian

1. Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang dinyatakan dengan angka-angka yang menunjukkan besarnya nilai variabel yang diteliti. Dan jenis data penelitian yang digunakan bersumber dari data sekunder yaitu berupa laporan keuangan perusahaan yang diterbitkan dalam annual report perusahaan manufaktur setiap tahun atau periode.

2. Sumber Data

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu didownload dari IDX laporan keuangan tahunan untuk semua perusahaan yang terpilih dari perusahaan manufaktur untuk tahun 2010 sampai dengan 2013. Alasan digunakannya rentang waktu adalah:

- a. Penelitian ini menggunakan panel data atau pooled data yaitu gabungan antara cross sectional data dengan time series data. Jadi semakin lebar rentang waktu yang digunakan maka akan semakin banyak jumlah sampel yang dapat diperoleh

- b. Data tahun 2010 sebagai awal periode, dan tahun 2013 sebagai akhir periode penelitian
- c. Digunakannya perusahaan manufaktur, karena perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI terbanyak populasinya, sehingga oleh sampel yang besar dan mudah didalam pengolahannya.

Berdasarkan dimensi waktu dan urutan waktu penelitian ini bersifat coss sectional dan time series atau disebut data panel (data pooled), karena selain ambil sampel berupa kejadian pada suatu waktu tertentu juga mengambil berdasar urutan waktu.

3. Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini terdapat 5 variabel independen dan 1 variabel dependen. Yaitu variable GCG (KSE, KSI dan KDKI) dan keputusan keuangan (Keputusan pendanaan dan keputusan investasi) dan variabel dependen yaitu profitabilitas. Masalah dalam penelitian ini dirumuskan menjadi model yang bersifat simultan, yaitu suatu model yang dibentak melalui lebih dari satu variabel dependen yang dijelaskan oleh satu atau beberapa variabel independen, dimana sebuah variabel dependen pada saat yang sama akan berperan sebagai variabel independen bagi hubungan berjenjang lainnya. Mekanisme CG dalam penelitian

ini adalah merupakan variabel independen yang sesungguhnya, sebagaimana telah dikemukakan bahwa menurut World Bank (1999), mengatakan mekanisme CG dibagi menjadi dua, yaitu mekanisme internal dan eksternal. Mekanisme CG internal yang diproksi dengan kepemilikan manajerial (insider ownership), dan dewan komisaris independen. CG eksternal diproksi dengan outsider ownership.

1. Mekanisme CG sebagai variabel independen (eksogen).

Indikator-indikator yang digunakan dalam Mekanisme CG pada penelitian ini merupakan hasil pengukuran dari tiga variable proksi yaitu kepemilikan internal, kepemilikan eksternal, dan dewan komisaris independen.

a. Kepemilikan saham

Brigham dan Houston (2006), mengatakan manajer bekerja mewakili para pemegang saham, artinya mereka hendaknya mematuhi kebijakan yang dapat meningkatkan nilai para pemegang saham. Variabel ini merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki manajemen (Kepemilikan saham internal dan kepemilikan saham masyarakat (Kepemilikan saham eksternal).

- (1). Saham Internal dan kepemilikan saham masyarakat/ public (kepemilikan Saham internal).

- Indikator yang digunakan untuk mengukur Kepemilikan Saham Internal adalah Persentase variabel kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan (Kepemilikan Saham Internal/KSI) dari seluruh modal saham yang beredar.

$$KSI = \frac{\text{Jumlah saham oleh Manajemen}}{\text{Jumlah seluruh saham yang beredar}}$$

(2). Saham Eksternal

- Indikator Kepemilikan Saham Eksternal (KSE) adalah proporsi dari kepemilikan saham yang dimiliki oleh publik atau masyarakat dari seluruh modal saham yang beredar. Variabel ini diukur dengan perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki masyarakat terhadap jumlah saham yang beredar (Suranta dan Merdistusi, 2004).

$$KSE = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham oleh publik}}{\text{Jumlah seluruh saham yang beredar}}$$

- (3). Komposisi dewan komisaris independen (Board independen/ Komposisi dewan komisaris independen * (KDKI) merupakan salah satu variabel dari struktur CG internal yang diperkirakan akan berpengaruh terhadap

variabel-variabel keputusan keuangan oleh manajerial, dan nilai perusahaan. Komisaris independen merupakan rasio prosentase antara jumlah komisaris yang berasal dari luar perusahaan (komisaris independen) terhadap total jumlah anggota dewan komisaris perusahaan. Ukuran ini sebagaimana yang telah digunakan oleh beberapa peneliti seperti ; peasnell et al. (2001), Chtourou et al. (2001).

$$KDKI = \frac{\text{Jumlah anggota dewan komisaris yang independen}}{\text{Jumlah seluruh dewan komisaris}}$$

2. Keputusan Pendanaan (KP) sebagai variable intervening.

Variabel keputusan pendanaan didefinisikan sebagai keputusan keuangan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih perusahaan. Indikator yang digunakan dalam keputusan pendanaan adalah leverage. Variabel leverage menunjukkan besarnya rasio utang yang merupakan rasio dari totaldebt to total assets. Dalam penelitian ini tingkat leverage adalah merupakan salah satu variabel yang menggambarkan perilaku oportunistik dari manajerial, yang diperkirakan berpengaruh secara signifikan terhadap profitability (ROA). Manajer memiliki kecenderungan untuk menggunakan free cash flow yang ada di perusahaan untuk aktivitas yang tidak untuk kesejahteraan

dari pemegang saham. Menurut Jensen (1986), bahwa suatu perusahaan dengan free cash flows yang substansial cenderung untuk mengadopsi proyek-proyek investasi dengan net present value yang negatif.

Beberapa peneliti menggunakan *Debt to Assets Ratio* (DAR) sebagai proksi dari leverage seperti; Jiraporn dan Ning (2006), Zhou dan Ruland (2006), Mancinelli dan Ozkan (2006). Dalam penelitian ini digunakan DAR proksi dari leverage dengan alasan karena lebih dapat menggambarkan proporsi total utang terhadap seluruh aset yang dikuasai perusahaan. Selain itu, tingkat leverage atau debt to assets ratio ini diperkirakan akan dipengaruhi oleh variabel-variabel mekanisme CG.

$$KP(\text{Leverage}) = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total Assets}}$$

3. Keputusan investasi (KI) sebagai variabel independent.

Aktivitas operasi perusahaan membutuhkan investasi, baik untuk aset yang bersifat jangka pendek (inventory and account receivable) maupun jangka panjang (property, plant, and equipment). Variabel Keputusan investasi yang diproksi dengan

Productivity sustainable Investment (PSI) ini berperan ganda yaitu pada saat yang bersamaan sebagai variabel dependen dan independen

(variabel intervening) dari hubungan berjenjang.

$$KI/PSI = \frac{PBi-t}{Tat-1}$$

dimana:

Bi, t adalah penjualan bersih untuk perusahaan i pada tahun t, dan TAt-1 Adalah Total aktiva dari perusahaan ditahun t-1.

4. Profitabilitas sebagai variabel independen

Perusahaan yang profit pendanaannya lebih banyak berasal dari dana internal, dan umumnya meminjam (berutang) dalam jumlah yang sedikit. Perusahaan yang kurang profitable cenderung memiliki utang yang lebih besar, disebabkan dana internal tidak mencukupi kebutuhan. Dari hasil studi yang pernah dilakukan terdahulu keterkaitan struktur modal dengan profitabilitas menurut Titman dan Wessels (1988), Barton dan Sundaram (1989),) menemukan bukti bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap leverage. Menurut Myers (1984), jika tersedia cukup banyak laba maka penggunaan laba internal lebih disukai untuk mendanai investasi, oleh karena itu keputusan pendanaan berpengaruh positif atau negatif terhadap ROA perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Ulupui (2007) menemukan hasil bahwa ROA berpengaruh positif signifikan terhadap return saham satu periode ke depan. Oleh

TABEL 1
DIFINISI OPERASIONAL DAN PENGUKURAN VARIABEL PENELITIAN
 Devinisi Operasioanal dan Pengukuran variabel Penelitian
 Devinisi Operasioanal dan Pengukuran variabel Penelitian

Variabel	Konsep variable	Pengukuran variabel	Sumber
Profit perusahaan	Kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu pada tingkat penjualan, asset dan modal saham tertentu.	$ROA = \frac{EAT}{\text{Total Asset}}$	Denis & Osobov (2007)
Mekanisme GCG	suatu sistem yang dibentuk untuk mengendalikan dan mengarahkan operasional perusahaan (Monk dan Minov, 2001) Bonazzi (2007)		
Kepemilikan saham Internal (KSI)	Merupakan jumlah kepemilikan saham oleh manajemen terhadap seluruh jumlah saham yang beredar	presentasi jumlah saham yang dimiliki manajerial terhadap jumlah seluruh saham yang beredar	Fan dan Ho 2003, shleiver & Vishney 2007
kepemilikan saham Eksternal (KSE)	Merupakan jumlah kepemilikan saham oleh Public terhadap seluruh jumlah saham yang beredar	presentasi jumlah saham yang dimiliki masyarakat terhadap jumlah seluruh saham yang beredar	Jensen & macking 1976,
Komposisi dewan Komisaris Indonesia (KDKI)	Merupakan jumlah anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan (Independen) terhadap keseluruhan jumlah anggota dewan komisaris	presentasi jumlah anggota dewan komisaris independen dari keseluruhan jumlah anggota dewan komisaris t	Pratana & Masud (2003),
Keputusan Pendanaan (Leverage)	Merupakan ukuran dari penggunaan total hutang untuk membiayai seluruh investasi perusahaan	$\text{Leverage / KP} = \frac{\text{Total debt}}{\text{total assets}}$	lemmon & Lisn 2001,
Keputusan Investasi (SI)	merupakan ukuran investasi perusahaan	$KI = \frac{\text{penjualan bersih}}{\text{total Assets}}$	Adam & Goyal (2008),

karena itu, ROA merupakan salah satu faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Secara matematis rumus ROA ditulis :

$$ROA = \frac{EAT}{\text{Total Asset}}$$

d. Analisa Data

Metode analisis data penelitian ini menggunakan *path analysis* yang digunakan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh dari variable-variabel eksogen terhadap endogen. Sewali Wright (1934), dikutip Bacrudin dan

Tobing (2003) yang mengembangkan *path analysis*, menyatakan bahwa tujuan dikembangkan *path analysis* untuk menerangkan akibat langsung dan tidak langsung dari seperangkat variabel, sebagai variabel penyebab, terhadap angkat seperangkat variabel lainnya yang merupakan variabel akibat Persyaratan yang harus dipenuhi dalam prosedur pengolahan data menggunakan *path analysis* dapat dikemukakan sebagai berikut: 1) hubungan antar variabel bersifat linier dan aditif; 2) semua variabel residu tidak saling relasi; 3) pola hubungan antar variabel bersifat rekursif yaitu bahwa hubungan gan sebab akibat bersifat hubungan searah; tidak timbal balik; dan 4) Tingkat ukuran semua variabel sekurang-kurangnya interval. Menurut Hair *et al.* (1998) terdapat empat langkah yang harus ditempuh Untuk menggunakan *Path analysis* ini, yaitu: 1) mengembangkan model, yang harus dilakukan berdasarkan teori; 2) mcngembangan diagram jalur untuk menunjukkan hubungan kausalitas; 3) konversi diagram jalur ke dalam serangkaian persamaan structural dan spesifikasi model pengukuran; dan 4) pemilihan matriks input dan teknik estimasi atas model yang dibangun. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode deskriptif dan verifikatif. Metode deskriptif merupakan metode yang digunakan untuk menganalisa data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum dan generalisasi

(Sugiyono, 2010:206), dalam hal ini variabel KSE (variabel X_1), KSI (variabel X_2), KDKI (variabel X_3) dan KP (Variabel Y_1) serta KI (variabel Y_2), secara tidak langsung mempengaruhi Propitabilitas (Variabel Z) dan KP (Variabel Y_1) dan KI (variabel Y_2) secara langsung mempengaruhi profitabilitas (Variabel Z). Data-data yang terkumpul dikaji dan dianalisis dengan menggunakan analisis jalur (*Path Analysis method*) atau "analisis lintas atau sidik lintas" (Solimun, 2002:23). Metode verifikatif adalah metode yang memperlihatkan pengaruh antara beberapa variabel yang digunakan untuk menguji hipotesis dengan menggunakan perhitungan data statistik (Sugiyono, 2009:55). Penelitian ini akan menguji besarnya pengaruh kepemilikan saham eksternal (KSE), kepemilikan saham internal (KSI), dan komposisi dewan komisaris independen (KDKI) terhadap profitabilitas dengan variabel intervening keputusan pendanaan (KP) dan keputusan investasi (KI) baik secara parsial maupun secara simultan.

1. Analisis Kuantitatif

Analisis kuantitatif (analisis statistik) digunakan untuk menguji data yang terkumpul, selanjutnya direkapitulasi berdasarkan variabel yang telah ditetapkan yaitu KSE (X_1), KSI (X_2), KDKI (X_3), KP (Y_1), KI (Y_2) dan P (Z). Selanjutnya metode Forward Elimination dengan bantuan program SPSS release 16.00, dan analisisnya berupa:

(a) Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Kalau asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil. Ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik. Uji normalitas data variabel penelitian merupakan langkah awal yang harus dilakukan untuk setiap analisis multivariate, khususnya yang mempunyai tujuan inferensi (Imam Ghazali, 2005: 27). Uji normalitas dilakukan dengan uji statistik Kolmogorof-Smirnov. Data yang memenuhi uji normalitas adalah data yang memiliki nilai probabilitas Kolmogorof-Smirnov lebih besar dari pada uji penelitian (Sig. > 0,05) (Imam Ghazali, 2005: 30-31).

(b). Analisis Koefesien Jalur

Penelitian ini ingin menjelaskan pengujian kekuatan pengaruh variable bebas terhadap variabel terikat dengan dua variabel intervening,

$$Y_1 = \rho_1 Y_1 X_1 + \rho_2 Y_1 X_2 + \rho_3 Y_1 X_3 + \varepsilon_1$$

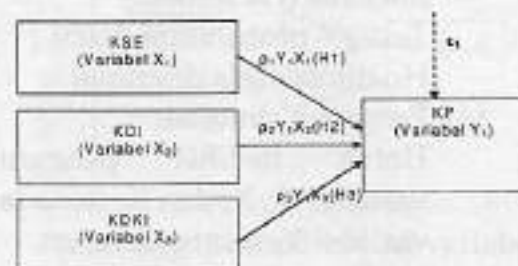
$$Y_2 = \rho_4 Y_2 X_1 + \rho_5 Y_2 X_2 + \rho_6 Y_2 X_3 + \varepsilon_2$$

$$Z = \rho_7 ZY_1 + \rho_8 ZY_2 + \varepsilon_3$$

(Persamaan Sub-Struktural 3)

1) Menghitung Persamaan Sub-Struktural 1

Gambar 3
Sub-Struktural 1



(a) Pengujian individual variabel X₁ terhadap variabel Y₁

Uji t

Hipotesis :

Ho : tidak terdapat pengaruh

Ha : terdapat pengaruh

Dasar pengambilan keputusan:

$T_{hitung} < t_{tabel}$: Ho diterima (Ha ditolak)

$T_{hitung} > t_{tabel}$; Ho ditolak (Ha diterima)

(b) Pengujian individual variabel X₂ terhadap variabel Y₁

Uji t

Hipotesis :

Ho : tidak terdapat pengaruh

Ha : terdapat pengaruh

Dasar pengambilan keputusan:

$T_{hitung} > \text{probabilitas (0,05)}$: Ho diterima (Ha ditolak)

$T_{hitung} < \text{probabilitas (0,05)}$;
Ho ditolak (Ha diterima)

(c) Pengujian individual variabel X₃ terhadap variabel Y₁

Uji t

Hipotesis :

Ho : tidak terdapat pengaruh

Ha : terdapat pengaruh

Dasar pengambilan keputusan:

$T_{hitung} > \text{probabilitas (0,05)}$: Ho

diterima (Ha ditolak)

$T_{hitung} < \text{probabilitas (0,05)}$;

Ho ditolak (Ha diterima)

(d) Pengaruh simultan

Untuk melihat pengaruh variabel X_1 , X_2 dan X_3 terhadap variabel Y_1 secara simultan.

- Pengujian simultan dengan menggunakan perhitungan koefisien determinasi (KD) dengan rumus sebagai berikut:

$$KD = R^2 \times 100\%$$

- Sedangkan koefisien jalur bagi variabel lain dari penelitian yang mempengaruhi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

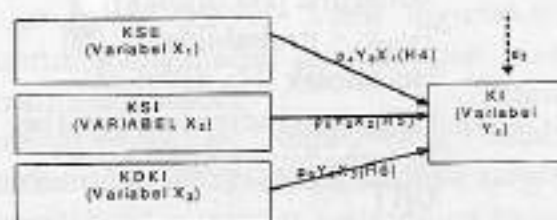
$$p_{Y \cdot E_1} = \sqrt{1-R^2}$$

- Pengujian tingkat signifikansi konstanta menggunakan tabel ANOVA.

2) Menghitung Persamaan Sub-Struktural 2

Gambar 4

Sub-Struktural 2



(a) Pengujian individual variabel X_1 terhadap variabel Y_2

Uji t

Hipotesis :

Ho : tidak terdapat pengaruh

Ha : terdapat pengaruh

Dasar pengambilan keputusan:

$T_{hitung} < t_{tabel}$: Ho diterima (Ha ditolak)

$T_{hitung} > t_{tabel}$; Ho ditolak (Ha diterima)

(b) Pengujian individual variabel X_2 terhadap variabel Y_2

Uji t

Hipotesis :

Ho : tidak terdapat pengaruh

Ha : terdapat pengaruh

Dasar pengambilan keputusan:

$T_{hitung} > \text{probabilitas (0,05)}$: Ho diterima (Ha ditolak)

$T_{hitung} < \text{probabilitas (0,05)}$;

Ho ditolak (Ha diterima)

(c) Pengujian individual variabel X_3 terhadap variabel Y_2

Uji t

Hipotesis :

Ho : tidak terdapat pengaruh

Ha : terdapat pengaruh

Dasar pengambilan keputusan:

$T_{hitung} > \text{probabilitas (0,05)}$: Ho diterima (Ha ditolak)

$T_{hitung} < \text{probabilitas (0,05)}$;

Ho ditolak (Ha diterima)

(e) Pengaruh simultan

Untuk melihat pengaruh variabel X_1 , X_2 , X_3 terhadap variabel Y_2 secara simultan dapat dilakukan dengan:

- Pengujian simultan dengan menggunakan perhitungan koefisien

determinasi (KD) dengan rumus sebagai berikut:

$$KD = R^2 \times 100\%$$

- Sedangkan koefisien jalur bagi variabel lain dari penelitian yang mempengaruhi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$p_{y_2} = \sqrt{1-R^2}$$

- Pengujian tingkat signifikansi konstanta menggunakan tabel ANOVA, atau Fhitung < Ftabel (0,05).

Adapun rumus uji F secara teori sebagai berikut :

$$F = \frac{JK_{reg} / k}{JK_{res} / (n - k - 1)}$$

JK_{reg} = jumlah kuadrat regresi

JK_{res} = jumlah kuadrat residu

k = banyaknya variabel bebas

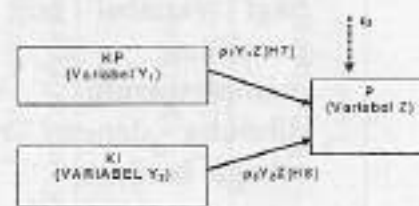
n = banyak subyek

f). Pengambilan Keputusan/ Kesimpulan

Keputusan menolak atau menerima hipotesis, dengan ketentuan sebagai berikut : jika nilai $F_{test} >$ nilai F tabel atau F kritis maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Sebaliknya jika nilai $F_{test} <$ nilai F tabel atau F kritis maka H_0 diterima dan H_a ditolak.

3) Menghitung Persamaan Sub-Struktural 3

Gambar 5
Sub-Struktural 3



(a) Pengujian individual variabel Y_1 terhadap variabel Z

Uji t

Hipotesis :

H_0 : tidak terdapat pengaruh

H_a : terdapat pengaruh

Dasar pengambilan keputusan:

$T_{hitung} < t_{tabel}$: H_0 diterima (H_a ditolak)

$T_{hitung} > t_{tabel}$; H_0 ditolak (H_a diterima)

(b) Pengujian individual variabel Y_2 terhadap variabel Z

Uji t

Hipotesis :

H_0 : tidak terdapat pengaruh

H_a : terdapat pengaruh

Dasar pengambilan keputusan:

$T_{hitung} >$ probabilitas (0,05) : H_0 diterima (H_a ditolak)

$T_{hitung} <$ probabilitas (0,05) ; H_0 ditolak (H_a diterima)

(c) Pengaruh simultan

Untuk melihat pengaruh variabel Y_1 , Y_2 terhadap variabel Z secara simultan dapat dilakukan dengan:

- Pengujian simultan dengan menggunakan perhitungan koefisien

determinasi (KD) dengan rumus sebagai berikut:

$$KD = R^2 \times 100\%$$

- Sedangkan koefisien jalur bagi variabel lain dari penelitian yang mempengaruhi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$p_{y \cdot x_2} = \sqrt{1-R^2}$$

- Pengujian tingkat signifikansi konstanta menggunakan tabel ANOVA, atau $F_{hitung} < \text{probabilitas } (0,05)$.

Adapun rumus uji F secara teori sebagai berikut :

$$F = \frac{JK_{reg} / k}{JK_{res} / (n - k - 1)}$$

JK_{reg} = jumlah kuadrat regresi
 JK_{res} = jumlah kuadrat residu
 k = banyaknya variabel bebas
 n = banyak subyek

- f). Pengambilan Keputusan/ Kesimpulan

Keputusan menolak atau menerima hipotesis, dengan ketentuan sebagai berikut : jika nilai $F_{test} > \text{nilai } F \text{ tabel atau } F \text{ kritis}$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Sebaliknya jika nilai $F_{test} < \text{nilai } F \text{ tabel atau } F \text{ kritis}$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak.

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas

Hasil penelitian uji normalitas menunjukkan nilai K-S pada variabel X_1 (kepemilikan saham eksternal) menghasilkan nilai Kolmogorov-Smirnov $Z = 1,0553$ dengan probabilitas Asymp.Sig. = 0,920. lebih besar dari 0,05 maka KSE memiliki distribusi yang normal atau (Asym.Sig. > α atau $0,920 > 0,05$), nilai K-S pada variabel X_2 (kepemilikan saham internal) menghasilkan nilai Kolmogorov-Smirnov $Z = 0,501$ dengan probabilitas Asymp.Sig. = 0,963. lebih besar dari 0,05 maka KSI memiliki distribusi yang normal atau (Asym.Sig. > α atau $0,963 > 0,05$), nilai K-S pada variabel X_3 (keputusan dewan komisaris independen) menghasilkan nilai Kolmogorov-Smirnov $Z = 0,840$ dengan probabilitas Asymp.Sig. = 0,481. lebih besar dari 0,05 maka KDKI memiliki distribusi yang normal atau (Asym.Sig. > α atau $0,481 > 0,05$), Y_1 (keputusan pendanaan) menghasilkan nilai Kolmogorov-Smirnov $Z = 1,257$ dengan probabilitas Asymp.Sig. = 0,085. lebih besar dari 0,05 maka KP memiliki distribusi yang normal atau (Asym.Sig. > α atau $0,085 > 0,05$), nilai K-S pada variabel Y_2 (keputusan investasi) menghasilkan nilai Kolmogorov-Smirnov $Z = 0,717$ dengan probabilitas Asymp.Sig. = 0,683. lebih besar dari 0,05 maka KI memiliki distribusi yang normal atau (Asym.Sig. > α atau $0,717 > 0,05$), nilai K-S pada variabel Z (profitabilitas) menghasilkan nilai Kolmogorov-Smirnov $Z = 1,082$ dengan probabilitas

Tabel 1
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Kepml. saham Ekternal	Kepml. saham Internal	Kep. Dewan Kom. Independen	Keputusan Pendanaan	Keputusan Investasi	Profitabilitas
N		12	12	12	12	12	11
Normal Parameters ^a	Mean	.17892	.84942	.41208	2.79200	1.16533	.15373
	Std. Deviation	.163833	.129508	.138739	5.341298	.497322	.134431
Most Extreme Differences	Absolute	.160	.145	.242	.363	.207	.326
	Positive	.160	.126	.242	.363	.207	.326
	Negative	-.140	-.145	-.126	-.327	-.105	-.219
Kolmogorov-Smirnov Z		.553	.501	.840	1.257	.717	1.082
Asymp. Sig. (2-tailed)		.920	.963	.481	.085	.683	.192

a. Test distribution is Normal.

Asymp.Sig = 0,192. lebih besar dari 0,05 maka P memiliki distribusi yang normal atau (Asym.Sig.> α atau 0,192>0,05) Hasil uji normalitas dapat dilihat pada tabel 1 hasil SPSS berikut:

1. Analisis Persamaan

a. Persamaan Sub-Struktural 1 ($Y_1 = \rho_1 Y_1 X_1 + \rho_2 Y_1 X_2 + \rho_3 Y_1 X_3 + \varepsilon_1$)

1). Pengujian individual KSE, KSI dan KDKI terhadap KP

- $\rho_1 Y_1 X_1$ koefisien jalur sebesar -0,455, dan t hitung sebesar -0,719, dengan probabilitas (sig) sebesar 0,493, artinya bahwa nilai sig (0,493) > α (0,05). Dengan demikian H_0 diterima dan H_a ditolak, sehingga dapat disimpulkan

bahwa *Kepemilikan Saham Ekternal (KSE) tidak berpengaruh* secara signifikan terhadap *Keputusan Pendanaan (KP)*;

- $\rho_2 Y_1 X_2$ koefisien jalur sebesar -0,799, dan t hitung sebesar -1,272, dengan probabilitas (sig) sebesar 0,239, artinya bahwa nilai sig (0,239) > α (0,05). Dengan demikian H_0 diterima dan H_a ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Kepemilikan Saham Internal (KSI) tidak berpengaruh* secara signifikan terhadap *Keputusan Pendanaan (KP)*;

- $\rho_3 Y_1 X_3$, koefisien jalur sebesar -0,113, dan t hitung sebesar -0,353, dengan probabilitas (sig) sebesar 0,773, artinya bahwa nilai sig (0,733) > α (0,05). Dengan demikian H_0 diterima dan H_a ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Keputusan Dewan Komisaris Independen (KDKI) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Keputusan Pendanaan (KP)*.

Tabel 2
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	35.242	26.889		1.311	.220
	Kepml.saham Eksternal	-14.828	30.634	-.455	-.719	.493
	Kepml.saham Internal	-32.960	25.910	-.799	-1.272	.239
	Kep.Dewan Kom.Independen	-4.368	12.376	-.113	-.353	.730

a. Dependent Variable: Keputusan Pendanaan

2). Koefisien Determinasi KSE, KSI dan KDKI terhadap KP

Untuk mengetahui seberapa besar kontribusi KSE, KSI dan KDKI dalam mempengaruhi KP, hal tersebut dapat dilihat pada tabel summary berikut:

Tabel 3
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.469 ^a	.220	-.073	5.532111

a. Predictors: (Constant), Kep.Dewan Kom.Independen, Kepml.saham Internal, Kepml.saham Eksternal

Dari tabel diatas diketahui bahwa koefisien determinasi atau R Square sebesar 0,220 atau 22%, yang artinya secara simultan KSE, KSI dan KDKI memberikan kontribusi terhadap Keputusan Pendanaan sebesar 22%, sisanya sebesar 88% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. (koefisien residu) dapat dihitung sebagai berikut:

$$\begin{aligned} e_1 &= \sqrt{1-R^2} \\ &= \sqrt{1-0,220} \\ &= 0,883 \end{aligned}$$

3). Uji Simultan KSE, KSI dan KDKI terhadap KP

Uji signifikansi simultan dapat dilihat pada tabel ANOVA berikut:

Tabel 4
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	68.990	3	22.997	.751	.552 ^b
	Residual	244.834	8	30.604		
	Total	313.824	11			

a. Predictors: (Constant), Kep.Dewan Kom.Independen, Kepml.saham Internal, Kepml.saham Eksternal. b. Dependent Variable: Keputusan Pendanaan

Berdasarkan hasil uji simultan diperoleh nilai sig. sebesar 0,552, dimana nilai tersebut lebih besar dari nilai probabilitas $\alpha = 0,05$, dengan demikian secara simultan KSE, KSI dan KDKI tidak berpengaruh signifikan terhadap KP.

Tabel 5
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-1.489	1.254		-1.187	.269
Kepml.saham Ekternal	-.123	.962	-.041	-.128	.901
Kepml.saham Internal	1.902	1.208	.495	1.574	.154
Kep.Dewan Kom.Independen	2.573	.577	.718	4.457	.002

a. Dependent Variable:
Keputusan Investasi

- 4). Persamaan sub-struktural 1 adalah : $Y_1 = -0,455X_1 - 0,799X_2 - 0,113X_3$

Dapat dijelaskan bahwa KSE, KSI dan KDKI memberikan kontribusi negatif terhadap keputusan pendanaan.

b. Analisis Persamaan Sub-Struktural 2 ($Y_2 = \rho_4 Y_2 X_1 + \rho_5 Y_2 X_2 + \rho_6 Y_2 X_3 + \epsilon_2$)

1). Pengujian individual KSE, KSI dan KDKI terhadap KI

- $\rho_4 Y_2 X_1$ koefisien jalur sebesar -0,041, dan t hitung sebesar -0,128, dengan probabilitas (sig) sebesar 0,901, artinya bahwa nilai sig (0,901) > α (0,05). Dengan demikian Ho diterima dan Ha ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Kepemilikan Saham Ekternal (KSE) tidak berpengaruh* secara signifikan terhadap *Keputusan Investasi (KI)*;
- $\rho_5 Y_2 X_2$ koefisien jalur sebesar 0,495, dan t hitung sebesar

1,574, dengan probabilitas (sig) sebesar 0,154, artinya bahwa nilai sig (0,154) > α (0,05). Dengan demikian Ho diterima dan Ha ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Kepemilikan Saham Internal (KSI) tidak berpengaruh* secara signifikan terhadap *Keputusan Investasi (KI)*;

- $\rho_6 Y_2 X_3$ koefisien jalur sebesar 0,718, dan t hitung sebesar 4,457, dengan probabilitas (sig) sebesar 0,002, artinya bahwa nilai sig (0,002) < α (0,05). Dengan demikian Ho ditolak dan Ha diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Keputusan Dewan Komisaris Independen (KDKI) berpengaruh* secara signifikan terhadap *Keputusan Investasi (KI)*. (table 5)

Tabel 6.

Model Summary

Mo	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.897 ^a	.804	.731	.258010

a. Predictors: (Constant), Kep.Dewan Kom.Independen, Kepml.saham Internal, Kepml.saham Ekternal

Tabel 7.

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	2.188	3	.729	10.956	.003 ^a
Residual	.533	8	.067		
Total	2.721	11			

a. Predictors: (Constant), Kep.Dewan Kom.Independen, Kepml.saham Internal, Kepml.saham Ekternal, b. Dependent Variable: Keputusan Investasi

2). Koefesien Determinasi KSE, KSI dan KDKI terhadap KP

Untuk mengetahui seberapa besar kontribusi KSE, KSI dan KDKI dalam mempengaruhi KI, hal tersebut dapat dilihat pada tabel 6.

Dari tabel diatas diketahui bahwa koefesien determinasi atau R Square sebesar 0,804 atau 80,4%, yang artinya secara simultan KSE, KSI dan KDKI memberikan kontribusi terhadap Keputusan Investasi sebesar 80,4%, sisanya sebesar 19,6% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. (koefesien residu) dapat dihitung sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \epsilon_1 &= \sqrt{1-R^2} \\ &= \sqrt{1-0,804} \\ &= 0,442 \end{aligned}$$

3). Uji Simultan KSE, KSI dan KDKI terhadap KI

Uji signifikansi simultan dapat dilihat pada tabel ANOVA berikut: (Tabel 7)

Berdasarkan hasil uji simultan diperoleh nilai sig. sebesar 0,003, dimana nilai tersebut lebih besar dari nilai probabilitas $\alpha = 0,05$, dengan demikian secara simultan KSE, KSI dan KDKI berpengaruh signifikan terhadap KI.

Tabel 8.
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.073	.082		-.891	.399
Keputusan Pendanaan	.002	.006	.063	.260	.801
Keputusan Investasi	.195	.063	.746	3.092	.015

a. Dependent Variable:
Profitabilitas

Tabel 9.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.739 ^a	.546	.432	.101309

a. Predictors: (Constant), Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan

4). *Persamaan sub-struktural 2 adalah : $Y_2 = -0,041X_1 + 0,495X_2 + 0,719X_3$*

Pada persamaan struktural ke dua dapat dijelaskan bahwa:

- KSE memberikan kontribusi negatif terhadap keputusan investasi sebesar -0,041;
- KSI memberikan kontribusi positif terhadap keputusan investasi sebesar 0,495; dan
- KDKI memberikan kontribusi positif terhadap keputusan Investasi sebesar 0,719.

c. Analisis Persamaan Sub-Struktural 3 ($Z = \rho_7ZY_1 + \rho_8ZY_2 + \varepsilon_3$)

1). Pengujian individual KP, KI terhadap P

- ρ_7ZY_1 koefisien jalur sebesar 0,063, dan t hitung sebesar 0,260, dengan probabilitas (sig) sebesar 0,801, artinya bahwa nilai sig (0,260) > α (0,05).

Dengan demikian H_0 diterima dan H_a ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Keputusan Pendanaan (KP) tidak berpengaruh* secara signifikan terhadap *Profitabilitas (P)*;

- ρ_8ZY_2 koefisien jalur sebesar 0,746, dan t hitung sebesar 3,092, dengan probabilitas (sig) sebesar 0,015, artinya bahwa nilai sig (0,015) < α (0,05). Dengan demikian H_0 ditolak dan H_a diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Keputusan Pendanaan (KP) berpengaruh* secara signifikan terhadap *Profitabilitas (P)*. (table 8)
- 2). Koefisien Determinasi KP, KI terhadap P
Untuk mengetahui seberapa besar kontribusi KP, KI dalam mempengaruhi P, hal tersebut dapat dilihat pada tabel summary berikut (table 9).

Tabel 10
ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.099	2	.049	4.804	.043 ^a
Residual	.082	8	.010		
Total	.181	10			

a. Predictors: (Constant), Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan

b. Dependent Variable: Profitabilitas

Dari tabel diatas diketahui bahwa koefisien determinasi atau R Square sebesar 0,546 atau 54,6%, yang artinya secara simultan KP, KI memberikan kontribusi terhadap Profitabilitas sebesar 54,6%, sisanya sebesar 45,4% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. (koefisien residu) dapat dihitung sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \epsilon_1 &= \sqrt{1-R^2} \\ &= \sqrt{1-0,546} \\ &= 0,673 \end{aligned}$$

- 3). Uji Simultan KP, KI terhadap P
Uji signifikansi simultan dapat dilihat pada tabel ANOVA berikut (table 10).

Berdasarkan hasil uji simultan diperoleh nilai sig. sebesar 0,043, dimana nilai tersebut lebih kecil dari nilai probabilitas $\alpha = 0,05$, dengan demikian secara simultan KP, KI berpengaruh signifikan terhadap P.

- 4). Adapun persamaan sub-struktural 3 adalah : $Z = 0,063Y_1 + 0,746Y_2$

Pada persamaan struktural ke tiga dapat dijelaskan bahwa:

- 1). KP memberikan kontribusi positif terhadap Profitabilitas sebesar 0,063; dan
- 2). KI memberikan kontribusi positif terhadap Profitabilitas sebesar 0,746.

VI. KESIMPULAN

- a. Good Corporate Governance (Kepemilikan saham Eksternal) *tidak berpengaruh signifikan* terhadap keputusan Pendanaan.
- b. Good Corporate Governance (Kepemilikan saham Internal) *tidak berpengaruh signifikan* terhadap keputusan Pendanaan.
- c. Good Corporate Governance (Keputusan Dewan Komisaris Independen) *tidak berpengaruh signifikan* terhadap keputusan Pendanaan.

- d. Good Corporate Governance (Kepemilikan saham Ekternal) *tidak berpengaruh signifikan* terhadap keputusan Investasi.
- e. Good Corporate Governance (Kepemilikan saham Internal) *tidak berpengaruh signifikan* terhadap keputusan Investasi.
- f. Good Corporate Governance (Keputusan Dewan Komisaris Independen) *berpengaruh signifikan* terhadap keputusan Pendanaan keputusan Investasi.
- g. Keputusan Pendanaan *tidak berpengaruh signifikan* terhadap kinerja perusahaan
- h. Keputusan Investasi *berpengaruh signifikan* terhadap kinerja perusahaan

DAFTAR PUSTAKA

Adam, Tim and Goyal, Vidhan. K., 2003, "The Investment Opportunity Set and Its Ang, J , Cole, R dan Lin J, 1999, "Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Finance , Vol.55, hal.81-106.

Barclay M dan Holderness, CL, 1991, "Control of Corporations by Active Block

Beiner, S., W. Drobetz, F. Schmid dan H. Zimmermann, 2003, "Is Board size

Bernhart, S.W. and Rosenstein S., 1998, "Board Composition, Managerial Ownership

Black, B.S, W. Kim, H . Jang, dan K.S. Park. 2002."Does Corporate Governance

Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F., 2006, "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan

Chen, C.R., Weiyu Guo, dan Vivek Mande, 2006, "Corporate Value, Managerial Stockholdings and Investment of

Japanese Firms". Journal of International Financial Management and Accounting, Vol 17, No. 1:pp. 29-51.

Chung, Kee H., and Pruitt, Stephen W., 1994, "A Simple Approximation of Tobin sq" Financial Management, Vol. 23, 1994, pp 70-74.

Dermawan, Sjahrial. 2010. Manajemen Keuangan Lanjutan. Jakarta: Mitra Wacana Media.

Fama E.F. and M.C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control.

Fama, E F and French, K.R., 1999, "The Corporate Cost of Capital and the Return on

Friend, I., and Long, HP., 1998. "An Empirical test Managerial Self Interest on Gaver

Jennife J, dan Kenneth M Gaver, 1993, "Additional Evidence on the Assok

Jensen, Michael C., & Meckling, William H., 1976, "Theory of The Firm; Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, vol.3 no. 4, October, pp 305-360.

Jiraporn dan Ning (2006), Zhou dan Ruland ,(2006), Mancinelli dan Ozkan (2006).

Jiraporn, Pomsit, dan Yixi Ning, 2006, "Dividend Policy, Shareholder Rights, and Kim, Lee dan Prancis (1988)

Pawlina, Gizegorz, dan Lue Renneboog, 2005, "Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the U.K". European Financial Management, Vol. 11, No. 4; pp. 483-541.

Ulupei, I. G. K. A., 2007, "Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas, dan Profitabilitas terhadap Return saham". Jurnal Akuntansi dan Bisnis. Vol. 2, No. 1, Januari: 88-102.

Weston J. Fred, dan Brigham Eugene F., 1998, "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan.

World Bank, 1999, "Corporate Governance: A Framework for Implementation".

Wright, Peter, dan Feris, Stephen P., 1997, "Agency Conflict & Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal*. Vol. 18:pp. 77-83.

Yermarck, D. (1996). "Higher Market Valuation of a Company with a small board of Directors". *Journal of Financial Economics*. Vol. 40. P.185-211.