

DISERTASI

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJEMEN DAN POLA PENDANAAN SERTA RISIKO TERHADAP PRICE EARNING RATIO DAN ECONOMIC VALUE ADDED INDUSTRI MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA

Dis E 03/08

Art
P



LUH GEDE SRI ARTINI

PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2006

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJEMEN DAN POLA PENDANAAN
SERTA RISIKO TERHADAP PRICE EARNING RATIO DAN
ECONOMIC VALUE ADDED INDUSTRI MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK JAKARTA**

DISERTASI

**Untuk memperoleh Gelar Doktor
dalam Program Studi Ilmu Ekonomi
Pada Program Pascasarjana Universitas Airlangga
Telah dipertahankan di hadapan
Panitia Ujian Doktor Terbuka
Pada hari : Senin
Tanggal : 4 Desember 2006
Pukul 10⁰⁰ WIB**

Oleh :

**LUH GEDE SRI ARTINI
NIM : 090014173-D**

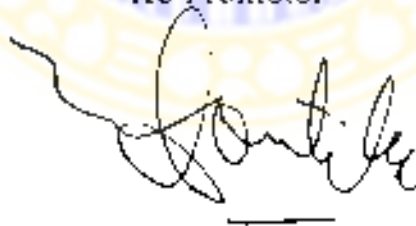
DISERTASI INI TELAH DISETUJUI
TANGGAL,

Oleh
Promotor



Prof. Dr. Hj. Sri Mucmunah Soeharto, SE.
NIP 130 189 846

Ko Promotor



Prof. Dr. IBM Santika, SE.
NIP 130 531 808

UCAPAN TERIMA KASIH

Dengan memanjatkan puji ke hadapan Ida Sang Hyang Widhi Wasa, Tuhan Yang Maha Pengasih dan Penyayang, atas asung wara kerta nugrahaNya, disertasi ini yang merupakan persyaratan pada Program Pascasarjana Universitas Airlangga Surabaya dapat disusun dan diselesaikan dengan baik.

Disadari sepenuhnya penyusunan disertasi ini dapat diselesaikan berkat bimbingan, arahan dan dukungan dari berbagai pihak Pada kesempatan ini dengan ketulusan dan kerendahan hati drucapkan terima kasih yang tak terhingga dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada :

Prof. Dr. Hj. Sri Maemunah Socharto, SE. guru besar Ilmu Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga Surabaya, selaku promotor. Keluasan ilmu dan wawasan, ketulusan hati, kesabaran, dan kearifan beliau sebagai seorang ilmuwan yang telah mengarahkan, membimbing dan memotivasi penulis untuk senantiasa belajar keras tentang kehidupan dan berbunt baik, serta kearifan hidup.

Prof. Dr. IBM Santika, SE. guru besar Ilmu Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga Surabaya, selaku ko-promotor, sebagai ilmuwan yang memiliki wawasan luas dan kritis, yang selalu memberikan bimbingan, dorongan untuk selalu berusaha menjadi yang lebih baik, tidak mudah menyerah, menambah wawasan keilmuan dan memberikan arti yang sangat berharga terhadap penulisan ini

Rector Universitas Airlangga, Prof. Dr. H. Fasich, Apt dan Prof. Dr. Med., H. Puruhito, dr., mantan rektor yang telah memberikan kesempatan pada penulis untuk mengikuti pendidikan di Program Pascasarjana Universitas Airlangga.

Direktur Program Pascasarjana Universitas Airlangga Surabaya, Prof. Dr. Muhammad Amin, dr, Prof. Dr. Laba Mahaputera, drh., M.Sc selaku Asisten Direktur I PPS Unair dan **Prof. Dr. Soenarjo, dr., MS., M.Sc** selaku Asisten Direktur II PPS Unair beserta seluruh staf dan karyawan Program Pascasarjana Universitas Airlangga yang telah memberikan bantuan, kesempatan dan fasilitas kepada penulis selama belajar di Program Pascasarjana Universitas Airlangga

Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi, Prof. Dr. H. Effendie, SE dan Prof. Dr. H. Suroso Imam Zadjuli,SE mantan Ketua Program Studi yang dengan ketulusan dan kekelasan, kedisiplinan yang tinggi, kearifan dalam mengarahkan penulis selama mengikuti Program Pascasarjana Universitas Airlangga.

Para Dosen Penanggung Jawab Mata Kuliah (PJKM) dan dosen pengajar dan Penanggung Jawab Mata Kuliah Penunjang Disertasi (MKPD) Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Manajemen Program Pascasarjana Universitas Airlangga, yang telah meletakkan dasar-dasar teori yang menjadi bekal dalam penulisan disertasi ini.

Rector Universitas Udayana Prof. Dr. Made Bakta, dr. Sp.Pd dan mantan rektor **Prof. Dr. I Wayan Wita, dr. Sp.Pd** yang telah memberikan kesempatan kepada saya untuk mengikuti dan menyelesaikan pendidikan doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga

Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Udayana, Drs. Made Kembar Sri Budhi, MP beserta staff dan **Prof. Dr. Ketut Rahyuda MSIE** mantan Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Udayana yang telah memberikan kesempatan dan

membantu selama penulis mengikuti pendidikan doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga Surabaya.

Mbak Nita, Mas Achmad dan para karyawan dan karyawan Program Pascasarjana Universitas Airlangga yang dengan penuh ketulusan, dedikasi dan perhatian selalu bersedia membantu kelancaran administrasi dan senantiasa memberikan dukungan moril selama penulis menempuh studi.

Semua guru sejak sekolah dasar hingga perguruan tinggi yang telah memberikan bekat ilmu pengetahuan kepada penulis.

Kedua orang tuaku, Bapakku yang telah memberikan dorongan dan tauladan sebagai pendidik yang baik serta ibuku yang telah mendidik dengan penuh kasih sayang dan senantiasa memberikan dorongan, semangat dan doa restu selama mengikuti studi.

Bapak dan Ibu mertua yang selalu memberikan dorongan dan doanya untuk menyelesaikan pendidikan ini

Suamiku tercinta **Komang Arba Wirawan, SSn** dan anak-anakku tersayang **Gede Satya Dananjaya** dan **Made Indira Mahadewi** atas segala kasih sayang, perhatian, pengertian, dorongan, kesaharan dan pengorbanan, dan doa restunya yang memungkinkan saya mengikuti pendidikan ini.

Adik-adikku tersayang **Made Surya Putra SE, Msi** dan **Nyoman Tri Aryati SE, Msi**, serta seluruh saudara ipar dan keponakanku yang telah memberikan dukungan, semangat dan doa serta cinta kasih yang tulus selama mengikuti pendidikan

Prof. Bendesa dan **IGB Wiksuana** yang selalu siap membantu dan memberikan dorongan serta semangat untuk dapat menyelesaikan penulisan disertasi ini

Sahabat-sahabatku **Nyoman Nurcaya, SE**, **Luh Putu Wiagustini SE, Msi**, **Made Rastini SE, MM**, **Ni Made Dwi Ratnadi SE, Msi Ak** dan **I Gusti Putu Wirawati SE, Msi** yang senantiasa memberikan dorongan, semangat dan doa restu selama mengikuti studi.

Para sahabatku angkatan 2000 kelas khusus program S3 Ilmu Ekonomi kerjasama Universitas Udayana dengan Universitas Airlangga yang telah ikut mendorong penulisan disertasi ini.

Semoga Ida Sang Hyang Widhi Wasa senantiasa membalas budi baik kepada semua pihak yang telah disebutkan dan juga kepada semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang dengan tulus ikhlas memberikan dukungan moril dan materiil serta doa selama penulis menempuh studi.

Terakhir diharapkan semoga hasil penelitian ini bermanfaat bagi pengembangan ilmu khususnya bidang ekonomi/ manajemen serta bagi bangsa Indonesia umumnya.

RINGKASAN

Pengaruh Kepemilikan Manajemen dan Pola Pendanaan serta Risiko Terhadap Price Earning Ratio dan Economic Value Added Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta

Perkembangan situasi perekonomian global saat ini belum mampu mencapai pertumbuhan yang terjadi pada saat sebelum terjadinya krisis ekonomi pada pertengahan tahun 1997. Imbas dan situasi perekonomian global sangat dirasakan oleh negara-negara Asia termasuk di dalamnya Indonesia yang sampai saat ini belum menampakkan gejala pemulihan kinerja ekonominya.

Belum pulihnya situasi perekonomian Indonesia menyebabkan perusahaan-perusahaan yang beroperasi di Indonesia tidak dapat lagi hanya mengandalkan dana internalnya sebagai sumber pembiayaan operasi perusahaan. Kebutuhan dana yang cukup besar menyebabkan perusahaan memilih pasar modal sebagai tempat untuk memperoleh dana melalui emisi saham atau obligasi.

Emisi saham perusahaan adalah keputusan keuangan yang menyangkut keputusan pendanaan perusahaan. Konsekuensi emisi saham di pasar modal adalah terjadinya pemisahan antara kepemilikan dengan manajemen sebagai pengelola perusahaan. Pemisahan ini akan menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham sebagai pemilik dan manajer sebagai pengelola perusahaan yang disebut *Agency Conflict* dan juga akan menyebabkan *Asymmetric Information* antara manajer dan pemegang saham yang ada di luar perusahaan (*outsider*) karena manajer memiliki informasi yang paling lengkap mengenai perusahaan yang dikelolanya dibandingkan dengan pemegang saham.

Adanya *Agency Conflict* dan *Asymmetric Information* akan menyebabkan tidak tercapainya tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*). Salah satu cara untuk mengurangi kedua masalah ini adalah dengan memberikan kepemilikan kepada manajemen perusahaan agar manajemen dan pemegang saham memiliki tujuan yang sama yaitu memaksimalkan nilai perusahaan.

Penelitian tentang Struktur Kepemilikan sebagai mekanisme *Good Corporate Governance* untuk mengurangi *Agency Conflict* dan *Asymmetric Information* telah banyak dilakukan namun hanya menghubungkan mekanisme *corporate governance* dengan suatu faktor tertentu saja. Penelitian ini berbeda karena menguji secara simultan hubungan kepemilikan manajemen terhadap keputusan pendanaan dan kemudian melihat pengaruhnya pada risiko dan kesejahteraan pemegang saham. Nilai tambah penelitian ini adalah berusaha melihat dengan lebih komprehensif keterkaitan beberapa variabel yang selama ini dilihat sepotong-sepotong serta dalam penelitian ini juga disajikan suatu model teoritis yang diuji secara empiris yaitu *Good Corporate Governance*, *Pecking Order Theory*, *Agency Conflict* dan *Asymmetric Information*.

Untuk melakukan pengujian terhadap model teoritis yang dikembangkan maka didapat 5 variabel yang diperoleh dari tinjauan teoritis diantaranya yaitu Kepemilikan Manajemen yang diukur dengan persentase kepemilikan manajemen,

Penelitian ini bersifat korelasional eksplanatori menggunakan data pooling tahun 2000 sampai dengan 2004 dari perusahaan- perusahaan Manufaktur yang *go Public* di Bursa Efek Jakarta. Metode yang digunakan untuk menganalisis data penelitian adalah *Path Analysis* yang dibantu dengan AMOS 4, SPSS 10 dan Excel sebagai pengolah data

Hasil dari *Path Analysis* pada *measurement model* menunjukkan bahwa model dapat diterima walaupun dengan keterbatasan karena CFI menunjukkan besaran 0,553 yaitu lebih kecil dari tingkat penerimaan sebesar lebih besar atau sama dengan 0,94 dan hasil Uji Kausalitas berdasarkan *Regression Weight* didapat berdasarkan nilai CR dan tingkat signifikansi diketahui bahwa Kepemilikan manajemen berpengaruh Signifikan terhadap Risiko, PER dan EVA dan Pola pendanaan berpengaruh signifikan terhadap PER sedangkan pengaruh Kepemilikan manajemen terhadap Pola Pendanaan tidak Signifikan dan pengaruh Pola pendanaan tidak Signifikan terhadap Risiko dan EVA. Pengaruh Risiko tidak signifikan baik terhadap PER maupun EVA.

Tidak adanya pengaruh yang signifikan kepemilikan manajemen terhadap Pola pendanaan yang membuktikan terjadinya pengendalian oleh pihak tertentu dari deskripsi data kepemilikan manajemen maka diketahui pemegang saham mayoritas adalah institusi sehingga mekanisme *corporate governance* yang terjadi adalah mekanisme terkonsentrasi pada institusi dan dari deskripsi data pola pendanaan diketahui bahwa keputusan pendanaan perusahaan berpedoman pada *Pecking Order Theory*. Terdapat pengaruh positif dan signifikan kepemilikan manajemen terhadap Risiko menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen yang semakin besar memunculkan kekuatan yang lebih besar dalam hak suara mereka dan manajemen berpeluang melakukan tindakan yang berorientasi pada kepentingan pribadinya sehingga menyebabkan peningkatan risiko sistematis saham. Tidak terdapat pengaruh signifikan Pola Pendanaan terhadap Risiko karena penggunaan dana intern yang tidak semestinya oleh manajer akan meningkatkan risiko namun industri manufaktur di BEJ yang menggunakan dana intern lebih besar dari dana ekstern hanya sekitar 60% yang menyebabkan pengaruh ini menjadi tidak signifikan. Terdapat pengaruh negatif dan signifikan Pola Pendanaan terhadap PER yang dapat diartikan bahwa penggunaan hutang sebagai sumber dana eksternal memberikan sinyal positif bagi investor karena dapat membatasi *free cash flow* yang tersedia bagi manajer untuk melakukan tindakan yang tidak semestinya. Sinyal positif ini akan meningkatkan permintaan saham dan bila penawaran saham tetap maka harga saham akan meningkat sehingga PER akan meningkat. Tidak terdapat pengaruh yang signifikan pola pendanaan terhadap EVA menunjukkan penggunaan dana intern akan menyebabkan peningkatan EVA namun adanya 27% perusahaan yang mengalami kerugian dan 49 % perusahaan menggunakan dana ekstern yang lebih besar dari dana ekstern menyebabkan pengaruh ini tidak signifikan. Tidak terdapat pengaruh signifikan Risiko terhadap EVA menunjukkan bahwa EVA dipengaruhi oleh hasil operasi perusahaan dan penentuan sumber dana perusahaan dan bukan oleh risiko saham perusahaan. Terdapat pengaruh signifikan kepemilikan manajemen terhadap PER yang membuktikan bahwa kepemilikan manajemen memberikan sinyal positif bagi investor karena bila manajemen mau memiliki saham perusahaan berarti manajemen memiliki harapan yang baik terhadap prospek perusahaan. Tidak terdapat pengaruh signifikan risiko

terhadap PER menunjukkan bahwa keputusan pemilihan sumber dana dengan biaya terendah menyebabkan risiko perusahaan juga akan rendah sehingga pengaruh risiko terhadap PER menjadi tidak signifikan. Adanya pengaruh yang signifikan kepemilikan manajemen terhadap EVA menunjukkan mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi pada institusi efektif dalam penciptaan nilai perusahaan.

Implikasi dari hasil penelitian ini adalah adanya konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, untuk melindungi pemegang saham minoritas sebaiknya pemerintah memperkuat posisi komisaris independen dan komite audit yang ada dalam perusahaan dan bagi perusahaan adanya pengaruh positif kepemilikan manajemen terhadap kinerja keuangan menunjukkan sebaiknya perusahaan tetap mempertahankan kepemilikan manajemen dalam perusahaan karena dapat mengurangi masalah informasi asimetris dalam perusahaan.

Adapun saran yang dapat diberikan adalah bagi penelitian lebih lanjut khususnya tentang struktur kepemilikan perlu dipertimbangkan untuk mencari data ke perusahaan-perusahaan pemilik perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ dengan lebih mendalam. Bagi pemerintah khususnya Bapepam agar membuat aturan yang dapat memperkuat posisi komisaris independen dan komite audit yang ada dalam perusahaan agar pemegang saham minoritas dapat terlindungi kepentingannya sehingga *good corporate governance* dapat tercapai. Bagi industri manufaktur yang go publik di BEJ sebaiknya tetap mempertahankan adanya kepemilikan manajemen karena dapat mengurangi informasi asimetris dalam perusahaan sehingga *good corporate governance* dapat dicapai.

SUMMARY

The Effect Of Managerial Ownership, Financing Pattern And Risk To Price Earning Ratio And Economic Value Added In Jakarta Stock Exchange

Today, Global Economic growth have not achieve the same level of the global economic growth before the economic crisis in the middle of year 1997. As most of the Asian countries economic stability influence by the global economic growth. Asian countries which suffer the most until today. Indonesian still struggling for a better economic performance, which not recovery yet.

The slow economic performance recovery cause a difficulties for Indonesian companies, because can't only rely on their internal financing for their operation expenses. The increasing need of financing motivated companies to used capital market to earn more fund trough stock public offering or bond. Company's stock public offering is a financial decision related to financing decision. Stock public offering consequences is separation between stock holder and management as the executive of the company. The separation could emerge conflict of interest between investor as stockholder and manager as a company executor. This conflict call Agency conflict and the separation also could drive an asymmetric information between manager and outsider stockholder, because manager have more information about the company than the stockholder.

The existence of Agency conflict and asymmetric information will impede the achievement of the good corporate governance. One of the way to minimize this two issues is give a chance for the management to own the company stock, then the goal of management and stockholder will be the same, to maximize the value of the firm.

There are enormous researches have been conducted about ownership structure as a mechanism of corporate governance to decreases Agency conflict and asymmetric information, but most of it only studying the relationship of corporate governance mechanism with one other factor. This research study the same issue but simultanly observe the relationship of managerial ownership, financing decision, risk and also how its influence the financial performance. This research also try to observe comprehensively the relationship of some factors which are separated in earlier research. The research theoretical model show an empirical examination of good corporate governance, Pecking Order Theory, Agency conflict and Asymmetric Information

In order to examine this theoretical model, from the theoretical review there are five representative variables, which are managerial ownership proxies by the percentage of the management ownership, financing decision proxies by financing pattern, risk proxies by beta, company's financial performance proxies by price earning ratio and economic value added.

This research is an explanatory correlation study using a data from listed manufacture company in Jakarta Stock Exchange from year 2000 until 2004. Path Analysis is a method for analyzing the data and AMOS 4, SPSS 10 also excel as a data processing tools.

Path analysis output in measurement model show that the model can be accepted with limitation in CFI which is lower than acceptance level. Causality test output based on regression weight from the value of critical ratio and level of significant show that managerial ownership significantly influence risk, price earning ratio, and economic value added, financing pattern significantly influence price earning ratio. In the other hand the influence of managerial ownership to the financing pattern not significantly prove and the influence of financing pattern to risk and economic value added also insignificant. Risk also have no significantly influence to price earning ratio and economic value added.

An insignificant influence of managerial ownership to financing pattern proved that there is concentrated ownership which control the firm financing decision. An significant influence of managerial ownership to risk shows that the higher the managerial ownership, the higher voting right for the management and the have an opportunity to do some self interest prerequisite act, which could increasing the systematic risk of the stock.

Insignificancies of the financing pattern to risk because of listed company in Jakarta stock exchange which use more internal fund than external fund only 60 %. The significant influence of financing pattern to price earning ratio shows that the used of debt as an external financing source give the positive signal to the investor, because it could limited the free cash flow that can freely used by the manager for prerequisite. The positive signal will increases the demand of the stock, and if the supply of the stock steady, then the price of the stock will increase and will followed by the increasing of the price earning ratio.

The insignificant influence of financing pattern to economic value added shows the used of internal fund will increase economic value added but 49 % company use external fund more than internal fund and 27 % company suffering in lost, than this situation cause the insignificant influence. The insignificant influence of risk to economic value added shows that economic value added influence by company operation output and financing source not by risk of the company stock.

The significant influence of managerial ownership to price earning ratio shows that managerial ownership give an positive signal to the investor, because when manager want to have the stock of the company it mean that manager have a great expectation for the future of the fir. The insignificant influence of risk to price earning ratio shows that financing source for the lower cost of capital will decrease the risk of the company.

A significant influence of managerial ownership to economic value added shows that corporate governance mechanism which is concentrated in institution is an effective way for creating the value of the firm.

The research implication is there is a conflict between majority stockholder and minority stockholder. To protect the minority stockholder, government have policy to strengthen the independent commissioner position and audit committee company. For the company, the positive influence of managerial ownership to the company performance consider the company to keep the managerial ownership because it could decrease the asymmetric information issue in company.

Some suggestion for the next research in the same field of issue to search more detail information about the ownership structure in the listed company in Jakarta Stock Exchange. The government have to make some policy that could strengthen the independent commissioner and audit committee in the company, then the interest of minority stockholder could be protected and bring the good corporate governance to the national economic system. The listed manufacture company in Jakarta Stock Exchange would be better if they keep the managerial ownership because it could decrease asymmetric information in company for good corporate governance.



ABSTRACT**The Effect Of Managerial Ownership, Financing Pattern And Risk To Price Earning Ratio And Economic Value Added In Jakarta Stock Exchange**

Selling the corporate stock in capital market is one of the source of company finance. The consequence of selling corporate stock on capital market is separation of ownership and control. This separation will cause Agency Conflict and Asymmetric information, therefore The Good Corporate Governance will not be achieved

This study will examine the finance theories, among other Pecking Order Theory, Agency Conflict and Asymmetric Information through study of simultaneous effect of Managerial Ownership, Financing Pattern, Risk, Price earning Ratio and Economic Value Added.

For that purpose 36 manufacturing Company in the year of 2000 until 2004 will be considered which analyzed with Path Analysis and supported by AMOS 4, SPSS 10 and Microsoft Excel program. The Path Analysis test shows that the model can be accepted with the limitation of Comparative Fit Index

The result of regression method in Path Analysis shows that is a significant effect of managerial ownership on risk, financial pattern on Price Earning Ratio, managerial ownership on Price Earning Ratio and managerial ownership on Economic Value Added, and insignificant effect of managerial ownership on financial pattern, financial pattern on risk, financial pattern on Economic Value Added, risk on Economic Value Added and risk on Price Earning Ratio.

This study supported the results of the study of La Porta *et al.*, Fan and Wong, Claessens *et al.*, Maher and Andersson which show that the existence of the concentrated ownership in Asian country significantly influence the value creation of the firm.

Keywords : Agency Conflict, Asymmetric information, Good Corporate Governance, Ownership Structure, Financing Pattern, Risk, Price Earning Ratio and Economic Value Added.

DAFTAR ISI

	Halaman
Sampul Depan	i
Sampul Dalam	ii
Persyaratan Gelar	iii
Persetujuan	iv
Penetapan Panitia	v
Ucapan Terima Kasih	vi
Ringkasan	viii
Summary	xi
Abstract	xiv
DAFTAR ISI	xv
DAFTAR GAMBAR	xix
DAFTAR TABEL	xx
DAFTAR LAMPIRAN	xxi
DAFTAR SINGKATAN	xxi
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.1.1 Struktur Kepemilikan	3
1.1.2 Keputusan Pendanaan	5
1.1.3 Economic Value Added dan Price Earning Ratio	7
1.2 Rumusan Masalah	8
1.3 Tujuan Penelitian	9
1.4 Manfaat Penelitian	9
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	11
2.1 Tinjauan Teoritis	11
2.1.1 Keputusan Pendanaan dalam Fungsi Keuangan	11
2.1.2 Balancing Theory	12
2.1.2.1 Pendekatan laba bersih	12
2.1.2.2 Pendekatan laba operasi bersih	12

2.1.2.3 Pendekatan tradisional	13
2.1.2.4 Pendekatan Modigliani and Miller	15
2.1.3 Pecking Order Theory	17
2.1.4 Pola Pendanaan Perusahaan	20
2.1.5 Leverage Keuangan dan Risiko Keuangan	21
2.1.6 Risiko	22
2.1.6.1 Capital Asset Pricing Model	27
2.1.7 Agency Theory	29
2.1.7.1 Agency conflict antara pemegang saham dengan manajer	31
2.1.7.2 Agency conflict antara pemegang saham dengan kreditur	37
2.1.7.3 Agency conflict antara pemegang saham, manajer dan kreditur	40
2.1.7.4 Hypotesis konflik antara manajer dengan pemegang saham	41
2.1.8 Asymmetric Information Theory	44
2.1.8.1 Asymmetric information dan struktur kepemilikan secara umum	47
2.1.8.2 <i>Principals -Agent Conflict</i> dan Informasi Asimetris	48
2.1.8.3 Informasi Asimetris dan Pecking Order Theory	49
2.1.9 Struktur Kepemilikan	50
2.1.10 Price Earning Ratio	54
2.1.11 Economic Value Added	55
2.1.12 Struktur Kepemilikan, Pola Pendanaan, Risiko, PER dan EVA	58
2.1.13 Struktur Kepemilikan, Pola Pendanaan dan Risiko	62
2.1.14 Struktur Kepemilikan dengan Price Earning Ratio dan Economic Value Added)	64
2.2 Penelitian Terdahulu	66

BAB 3 KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

PENELITIAN	70
3.1 Kerangka Konseptual	70

3.2 Hipotesis Penelitian	78
BAB 4 METODE PENELITIAN	79
4.1 Rancangan Penelitian	79
4.2 Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel	79
4.3 Prosedur Pengumpulan Data	79
4.4 Variabel Penelitian	80
4.5.1. Klasifikasi Variabel	80
4.5.2 Definisi Operasional Variabel	80
4.6.1 Kepemilikan Manajemen	80
4.6.2 Keputusan Pendanaan	81
4.5.3 Risiko	82
4.5.4 Price Earning Ratio (PER)	82
4.5.5 Economic Value Added	83
4.5 Teknik Analisis Data	84
BAB 5 HASIL PENELITIAN	86
5.1 Deskripsi Hasil Penelitian	86
5.1.1 Perusahaan-Perusahaan yang Go Public di Bursa Efek Jakarta	86
5.1.2 Kepemilikan Manajemen Perusahaan Perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta	110
5.1.3 Pola Pendanaan Perusahaan Perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta	112
5.1.4 Risiko Perusahaan Perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta	114
5.1.5 Price Earning Ratio Perusahaan Perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta	115
5.1.6 Economic Value Added Perusahaan Perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta	116
5.2 Uji Kesesuaian Model	117
5.3 Uji Kausalitas	120
5.4 Analisis Direct Effect, Indirect Effect dan Total Effect	121
5.4.1 Standardize Direct Effect	121
5.1.2 Standardize Indirect Effect	122

5.1.3 Standardize Total Effect	122
BAB 6 PEMBAHASAN	124
6.1 Pengaruh Kepemilikan Manajemen terhadap Pola Pendanaan	124
6.2 Pengaruh Kepemilikan Manajemen terhadap Risiko	126
6.3 Pengaruh Kepemilikan Manajemen terhadap PER	127
6.4 Pengaruh Kepemilikan Manajemen terhadap EVA	128
6.5 Pengaruh Pola Pendanaan terhadap Risiko	128
6.6 Pengaruh Pola Pendanaan terhadap PER	129
6.7 Pengaruh Pola Pendanaan terhadap EVA	130
6.8 Pengaruh Risiko terhadap PER	131
6.9 Pengaruh Risiko terhadap EVA	131
6.10 Temuan Teoritis	132
6.11 Implikasi Penelitian	134
6.12 Keterbatasan Penelitian	136
BAB 7 PENUTUP	137
7.1 Kesimpulan	137
7.2 Saran	141
DAFTAR PUSTAKA	142
LAMPIRAN	147

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Pendekatan NI, NOI, dan Tradisional	14
Gambar 2.2 Hubungan Risiko dengan Tingkat Keuntungan	22
Gambar 2.3 Matrik Perhitungan <i>Variance Portfolio</i>	25
Gambar 2.4 Pengaruh Penambahan Jumlah Saham pada Risiko Portofolio	26
Gambar 2.5 Hubungan Beta dengan Tingkat Keuntungan yang Dinyatakan sebagai <i>Security Market Line</i>	27
Gambar 2.6 Beta Menunjukkan Kepekaan <i>excess return</i> Sekuritas i terhadap <i>Excess Return Portfolio</i>	29
Gambar 3.1 Kerangka Proses Berfikir	71
Gambar 3.2 Kerangka Konseptual Penelitian	74



DAFTAR TABEL.

	Halaman
Tabel 1.1 Pertumbuhan Ekonomi Indonesia dan Perkembangan Jumlah limten yang <i>go public</i> di Indonesia	1
Tabel 5.1 Kepemilikan Manajemen Perusahaan-Perusahaan manufaktur yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta ...	110
Tabel 5.2 Pola Pendanaan Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta	112
Tabel 5.3 RisikoPerusahaan-Perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta	114
Tabel 5.4 PER Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta	115
Tabel 5.5 EVA Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta	117
Tabel 5.6 Goodnes of Fit Indices	120
Tabel 5.7 Koefisien jalur (regresi terstandar) pengaruh antar variabel	120
Tabel 5.8 Standardize Direct Effect	121
Tabel 5.9 Standardize Indirect Effect	122
Tabel 5.10 Standardize Total Effect	122

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1	Hasil Pengolahan Data dengan AMOS 4 147
Lampiran 2	Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di BEJ sampai dengan tahun 2004 159
Lampiran 3	Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di BEJ sampai dengan tahun 2004 dan Menjadi Populasi Penelitian 160
Lampiran 4	Struktur Kepemilikan Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di BEJ 161
Lampiran 5	Pola Pendanaan Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di BEJ 162
Lampiran 6	Perhitungan Pola Pendanaan Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di BEJ 163
Lampiran 7	Beta Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di BEJ 168
Lampiran 8	Perhitungan Beta Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di BEJ 169
Lampiran 9	PER Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di BEJ 174
Lampiran 10	EVA Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di BEJ 175
Lampiran 11	Perhitungan EVA Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang <i>Go Public</i> di BEJ 176
Lampiran 12	Theoretical Mapping 191

DAFTAR SINGKATAN

AGFI	= Adjusted Goodness of Fit Index
AMOS	= Analysis of moment Structure
CAPM	= Capital Asset Pricing Model
CFI	= Comparative Fit Index
CMIN	= The Minimum Sample Discrepancy Function
DF	= Degree of Freedom
EBIT	= Earning Before Interest and Tax
EPS	= Earning Per Share
E(R)	= Expected Return
EVA	= Economic Value Added
GFI	= Goodness of Fit Index
IFC	= International Finance Corporate
IHSG	= Indeks Harga Saham Gabungan
KM	= Kepemilikan Manajemen
Ke	= Cost of Equity
Kd	= Cost of of Debt
Ko	= Total Cost
MM	= Modigliani and Miller
NJ	= Net Income
NOI	= Net Operating Income
NOPAT	= Net Operating Profit After Tax
NPV	= Net Present Value
PP	= Pola Pendanaan
PER	= Price Earning Ratio
OWN	= Ownership
RMSEA	= The Root Mean Square Error of Approximation
R&D	= Research and Development
ROI	= Return on Investment
ROE	= Return on Equity
SBI	= Sertifikat Bank Indonesia
SPSS	= Special Purpose for Social Science
SML	= Security Market Line
TLI	= Tucker Lewis Index
USA	= United State of America
UK	= United Kingdom
WACC	= Weighted Average Cost of Capital

PENDAHULUAN**1.1 Latar Belakang**

Perkembangan situasi perekonomian global saat ini belum mampu mencapai pertumbuhan yang terjadi pada saat sebelum terjadinya krisis ekonomi pada pertengahan tahun 1997. Imbas dari situasi perekonomian global sangat dirasakan oleh negara-negara Asia termasuk di dalamnya Indonesia yang sampai saat ini belum menampakan gejala pemulihan kinerja ekonominya.

Krisis ekonomi yang melanda Indonesia menyebabkan pertumbuhan ekonomi mengalami penurunan dan sampai pada tahun 2004 pertumbuhan ekonomi Indonesia belum mampu untuk kembali mencapai pertumbuhan ekonomi berkisar pada angka 8% sama dengan tingkat pertumbuhan ekonomi pada saat sebelum terjadinya krisis ekonomi. Adapun tingkat pertumbuhan Ekonomi Indonesia yang diukur dengan pertumbuhan Produk Domestik Bruto riil selama tahun 1995-2004 dapat dilihat pada

Tabel 1.1

Tabel 1.1
PERTUMBUHAN EKONOMI INDONESIA DAN PERKEMBANGAN
JUMLAH EMITEN YANG GO PUBLIK DI BURSA EFEK JAKARTA
Tahun 1995-2004

Tahun	Pertumbuhan Produk Domestik Bruto Riil (dalam Persentase)	Jumlah Emiten yang Go publik di BEJ (dalam persentase)
1995	8.2	10.2
1996	8.0	6.3
1997	4.5	11.5
1998	-13.2	2.13
1999	0.2	-3.8
2000	4.6	4.7
2001	1.6	8.6
2002	3.8	5.1
2003	3.25	24.2
2004	5.13	3.2

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia 2005 dan ICMD 2004

Belum pulihnya situasi perekonomian Indonesia menyebabkan perusahaan-perusahaan yang beroperasi di Indonesia tidak dapat lagi hanya mengandalkan dana internnya sebagai sumber pembiayaan operasi perusahaan. Kebutuhan dana yang cukup besar menyebabkan perusahaan memilih pasar modal sebagai tempat untuk memperoleh dana melalui emisi saham atau obligasi. Saat ini pasar modal merupakan alternatif sumber pendanaan perusahaan yang cukup menarik, hal ini dicerminkan oleh banyaknya perusahaan yang melakukan emisi di pasar modal selalu mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Peningkatan jumlah emiten di pasar modal Indonesia ditunjukkan oleh Tabel 1.1 pada halaman 1.

Emisi saham yang dilakukan oleh perusahaan adalah keputusan pendanaan perusahaan yang merupakan salah satu keputusan keuangan yang harus dilakukan manajer perusahaan selain keputusan investasi dan kebijakan dividen. Keputusan perusahaan untuk melakukan emisi saham di pasar modal memiliki konsekuensi terjadinya pemisahan antara kepemilikan dalam perusahaan dengan manajemen sebagai pengelola perusahaan. Pemisahan kepemilikan dan pengelolaan ini akan menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham sebagai pemilik dan manajer sebagai pengelola perusahaan, konflik yang terjadi disebut *Agency Conflict*. Selain mengakibatkan terjadinya *Agency Conflict* pemisahan kepemilikan dan pengawasan akan menyebabkan *Asymmetric Information* antara manajer dan pemegang saham yang ada di luar perusahaan (*outsider*) karena manajer akan memiliki informasi yang paling lengkap mengenai perusahaan yang dikelolanya dibandingkan dengan pemegang saham.

Bila *agency conflict* dan informasi asimetris terjadi maka tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*) tidak akan tercapai karena ada pihak yang memiliki andil dalam perusahaan merasa dikalahkan kepentingannya. Kepemilikan saham oleh manajer akan menyebabkan manajer sekaligus menjadi pemilik perusahaan

kepemilikan manajer ini merupakan salah satu cara untuk mengurangi *Agency Conflict* dan *Asymmetric Information* yang terjadi di perusahaan sehingga *Good Corporate Governance* akan dapat dicapai.

Kepemilikan perusahaan dan struktur dewan telah banyak mendapat perhatian dari para peneliti keuangan akhir-akhir ini. Studi-studi yang berhubungan dengan hal ini telah meneliti hubungan antara kepemilikan dan karakteristik dewan serta ukuran kinerja perusahaan (Mc Conneit and Servaes 1990 ; Yermack 1996) pengaruh kepemilikan dan karakteristik dewan terhadap keputusan khusus (Byrd and Hickman 1993 Weisbach 1988) serta penelitian yang membandingkan karakteristik dewan antar negara (Roe, 1993). Beberapa penelitian juga telah membahas hubungan struktur kepemilikan perusahaan dengan penciptaan nilai yang akan berdampak pada kinerja perusahaan (Jensen and Meckling, 1976; Cho, 1998)

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang (Ituraga and Sanz, 2000) yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan di antara berbagai pemegang klaim. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dan *outsider*.

Hubungan antara *corporate governance* dan kinerja keuangan juga telah menjadi isu yang paling kontroversial serta banyak mendapat perhatian para pembuat kebijakan (Maher and Andersson, 2000). Tiap negara telah banyak mengembangkan berbagai mekanisme *corporate governance* yang berbeda untuk dapat mengatasi *problem keagenan* yang timbul karena adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol. Beberapa mekanisme yang digunakan dapat dihedakan atas kepemilikan yang menyebar (*outsider systems*) sedang yang lain disebut dengan kepemilikan

terkonsentrasi (*insider system*)

Kepemilikan yang menyebar menyebabkan konflik antara manajer yang memiliki posisi kuat serta pemegang saham yang posisinya lemah karena jumlah kepemilikan yang relatif kecil, seperti karakteristik pada negara USA dan UK, sedangkan pada kepemilikan yang terkonsentrasi konflik terjadi antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, seperti yang terjadi di Eropa dan Jepang (Gedajlovic and Shapiro, 1998)

Mekanisme mana yang baik, masih banyak menimbulkan perdebatan. Sampai awal 1990-an disebutkan mekanisme yang terkonsentrasi pada pihak tertentu seperti pada negara-negara Jepang dan Jerman menunjukkan hasil yang lebih baik (Maher and Andersson, 2000). Sejak terjadinya krisis di Asia pada tahun 1997 timbul kritik terhadap keefektifan mekanisme tersebut. Kritik tersebut telah dibantah oleh hasil pengujian Gibson (1999) yang menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* efektif berjalan pada *emerging market* yang sebagian besar adalah negara-negara di kawasan Asia.

Di sisi lain perusahaan-perusahaan di Asia Timur memiliki tingkat transparansi serta kualitas *disclosure* yang rendah (Fan and Wong, 2000), sehingga dapat dikatakan bahwa mekanisme yang berjalan di negara-negara Asia Timur jelek. Meskipun demikian ada sanggahan bahwa sebenarnya rendahnya kualitas informasi laporan keuangan disebabkan faktor ekonomi biaya tinggi yang berada di luar kendali perusahaan dan merupakan karakteristik pada negara-negara berkembang

Dengan adanya kontradiksi keefektifan mekanisme *corporate governance* yang menekankan pada *insider system* maka penelitian ini bertujuan memberikan bukti empiris keefektifan mekanisme tersebut jika dilihat dari perspektif *value relevance*. Barth *et al.* (2001) menyatakan bahwa penelitian yang berkaitan dengan *value relevance* dimaksudkan untuk mengetahui manfaat angka-angka yang tersaji dalam

laporan keuangan bagi investor untuk menilai ekuitas perusahaan. Pendekatan ini digunakan untuk mengukur manfaat pengelolaan perusahaan tertentu terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya karena menguji secara simultan pengaruh kepemilikan manajemen terhadap keputusan pendanaan perusahaan dan kemudian melihat pengaruhnya pada risiko dan kesejahteraan pemegang saham. Penelitian ini memiliki nilai tambah dibandingkan penelitian sebelumnya karena penelitian ini berusaha melihat dengan lebih komprehensif keterkaitan beberapa variabel yang selama ini dilihat sepotong-sepotong. Dalam arti selama ini penelitian-penelitian yang telah ada mengenai mekanisme *corporate governance* hanya dihubungkan dengan suatu faktor tertentu saja. Penelitian ini juga menyajikan suatu model teoritis yang kemudian diuji secara empiris.

Ada dua pendekatan yang dapat dilakukan dalam penentuan keputusan pendanaan yang akan diambil oleh manajer dalam perusahaan yaitu (1) *Balancing Theory* dan (2) *Pecking Order Theory* sesuai dengan hasil penelitian Donaldson strategi pendanaan jangka panjang perusahaan-perusahaan di Amerika bahwa perusahaan menggunakan strategi pendanaan *pecking order*. Untuk mengetahui kebijakan atau strategi pendanaan yang dilakukan perusahaan maka dapat dilihat melalui pola pendanaan perusahaan

Pendekatan dalam pengambilan keputusan pendanaan yang digunakan oleh manajer dapat diketahui melalui ada tidaknya pengaruh kepemilikan manajemen dengan pola pendanaan perusahaan. Bila terdapat pengaruh kepemilikan manajemen terhadap pola pendanaan perusahaan maka perusahaan menggunakan pendekatan *Balancing Theory* namun bila tidak ada pengaruh antara kepemilikan manajemen dengan pola pendanaan maka perusahaan menggunakan pendekatan *Pecking Order Theory*. Penggunaan pendekatan *Pecking Order* dalam perusahaan dapat membuktikan

terjadinya mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi dalam perusahaan karena pendekatan *pecking order* menunjukkan tidak terjadinya konflik antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan.

Pola pendanaan mencerminkan besarnya dana intern dan dana ekstern yang digunakan perusahaan. Penggunaan dana ekstern khususnya penggunaan hutang oleh perusahaan dapat mengurangi kesempatan manajer untuk menggunakan dana (*free cash flow*) yang tidak tepat sehingga manajemen tetap dapat melakukan kebijakan keuangannya sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi kesejahteraan pemegang saham, dengan demikian konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat diatasi karena semakin banyak hutang yang digunakan maka semakin banyak dana yang akan digunakan untuk pembayaran hutang perusahaan.

Jadi penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency conflict* yang terjadi antara manajer dan pemegang saham, namun bila manajer tidak mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan maka manajer cenderung akan melakukan tindakan yaitu mengambil keputusan keuangan yang sesuai dengan kepentingan pribadinya.

Hubungan antara kepemilikan manajemen dan keputusan keuangan ini telah diteliti oleh Agrawal and Mandelker (1987) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan saham dalam perusahaan memiliki implikasi yang penting terhadap investasi dan keputusan pendanaan. Investasi dan keputusan pendanaan cenderung meningkatkan varian dari pendapatan investasi pada saat manajer memiliki saham dan opsi di dalam perusahaan dalam jumlah signifikan. Sebaliknya keputusan ini cenderung akan mengurangi varian dari pendapatan saat manajer memiliki saham dalam jumlah yang kecil. Kepemilikan saham oleh manajer seperti halnya kontrak kompensasi jangka panjang dapat mengurangi masalah *agency* sehubungan dengan keputusan manajerial. Keputusan investasi dan pendanaan akan menjadi lebih sesuai dengan kepentingan

pemegang saham pada saat manajer membuat saham dalam jumlah yang besar. Perubahan pasar terhadap keputusan yang diambil oleh manajer bisa berbeda sesuai dengan struktur kepemilikan perusahaan.

Penggunaan hutang yang tinggi memang dapat mengurangi konflik kepentingan manajer dengan pemegang saham namun pola pendanaan perusahaan yang memiliki hutang tinggi akan menyebabkan risiko keuangan perusahaan semakin tinggi karena beban tetap yang ditanggung perusahaan tinggi. Besar kecilnya risiko keuangan yang disebabkan penggunaan hutang dalam perusahaan akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Pendapatan risiko yang relevan bagi pemegang saham adalah perhitungan risiko yang menggunakan ukuran beta. Penggunaan beta dalam perhitungan ini sebagai pengukur risiko karena sesuai dengan teori portofolio maka sebagai risiko bisa dibandingkan dengan diversifikasi dan investor pemegang saham bersifat tidak menyukai risiko sehingga mereka akan melakukan diversifikasi. Bagian risiko yang hilang karena diversifikasi menjadi tidak relevan dalam pengukuran risiko dan hanya risiko yang tidak bisa dihilangkan yang relevan, risiko ini disebut sebagai risiko sistematis atau beta.

Pengukuran kinerja keuangan dalam penelitian ini menggunakan dua rasio yaitu *Price Earning Ratio* dan *Economic Value Added*. Penggunaan kedua rasio ini karena selain untuk melihat pengaruh keputusan manajemen pada pendanaan dan risiko terhadap kinerja perusahaan baik yang berbasiskan harga pasar saham dengan menggunakan PER dan pendalan kinerja perusahaan dengan konsep EVA yang dikenal dengan EVA yang dapat digunakan sebagai ukuran tercapainya kesejahteraan bagi pemegang saham.

Perhitungan ini mengidentifikasi akan diperoleh suatu gambaran yang lebih komprehensif dalam memahami fenomena yang ada berkaitan dengan mekanisme

corporate governance yang mana diantara mekanisme terkonsentrasi atau menyebar yang terjadi pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia serta hubungan mekanisme *corporate governance* yang digunakan terhadap penciptaan nilai perusahaan. Dengan demikian tidak mudah menyatakan bahwa *corporate governance* sebagai suatu sistem, bisa secara otomatis meningkatkan kinerja perusahaan. Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan bukti secara empiris pola hubungan antara penciptaan nilai bagi perusahaan dengan mekanisme *corporate governance*, langsung atau dimediasi oleh faktor-faktor lain.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian yang ada dalam latar belakang dan judul penelitian maka dapat disusun rumusan masalah sebagai berikut :

1. Apakah kepemilikan manajemen berpengaruh secara signifikan terhadap pola pendanaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta ?
2. Apakah kepemilikan manajemen berpengaruh secara signifikan terhadap risiko pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta?
3. Apakah kepemilikan manajemen berpengaruh secara signifikan terhadap PER pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta?
4. Apakah kepemilikan manajemen berpengaruh secara signifikan terhadap EVA pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta?
5. Apakah pola pendanaan berpengaruh secara signifikan terhadap risiko pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta?
6. Apakah pola pendanaan berpengaruh secara signifikan terhadap PER pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta?
7. Apakah pola pendanaan berpengaruh secara signifikan terhadap EVA pada

perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta?

8. Apakah risiko berpengaruh secara signifikan terhadap PER pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta?
9. Apakah risiko berpengaruh secara signifikan terhadap EVA pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris tentang tuduhan yang menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* seperti yang dimiliki sebagian besar perusahaan-perusahaan yang *go public* di Indonesia, tidak efektif karena dapat mengurangi nilai perusahaan. Secara rinci penelitian ini memiliki beberapa tujuan sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh kepemilikan manajemen terhadap pola pendanaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
2. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh kepemilikan manajemen terhadap risiko pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
3. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh kepemilikan manajemen terhadap PER pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
4. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh kepemilikan manajemen terhadap EVA pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
5. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh Pola Pendanaan terhadap risiko pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta

6. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh Pola Pendanaan terhadap PER pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
7. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh Pola Pendanaan terhadap EVA pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
8. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh Risiko terhadap PER pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
9. Untuk menganalisis dan menguji pengaruh Risiko terhadap EVA pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat empiris, teoritis dan kebijakan bagi pemahaman fenomena mekanisme *corporate governance* dalam hubungannya dengan penciptaan nilai perusahaan. Manfaat empiris diperoleh dari adanya penelitian secara empiris. Manfaat teoritis diperoleh karena melalui penelitian ini ditemukan pandangan lain mengenai suatu teori atau perkembangan dari suatu teori. Manfaat kebijakan merupakan sumbangan nyata yang dapat diperoleh sebagai dasar suatu keputusan yang sudah atau akan diambil. Adapun rincian dari manfaat penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut :

1. Manfaat empiris : hasil kajian mengenai kepemilikan manajemen atau mekanisme *corporate governance*, pola pendanaan dan risiko terhadap penciptaan nilai perusahaan di Bursa Efek Jakarta
2. Manfaat teoritis : hasil penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi teoritis berupa pengintegrasian dan perluasan dari *The goal of financial management theory, Agency Theory, Capital Structure Theory, Asymmetric Information* dan *Firm Valuation*
3. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan manfaat bagi perusahaan baik

bagi pemegang saham maupun manajemen perusahaan serta pemerintah khususnya BAPEPAM sebagai penentu kebijakan di Pasar Modal menyangkut kepemilikan manajemen dalam perusahaan terhadap penciptaan nilai perusahaan.



TINJAUAN PUSTAKA**2.1 Tinjauan Teoritis****2.1.1 Keputusan Pendanaan dalam Fungsi Manajemen Keuangan**

Pengelolaan kegiatan keuangan dalam suatu perusahaan disebut dengan manajemen keuangan. Manajemen keuangan menyangkut kegiatan perencanaan, analisis dan pengendalian kegiatan keuangan. Mereka yang melaksanakan kegiatan tersebut sering disebut sebagai manajer keuangan. Banyak keputusan yang harus diambil oleh manajer keuangan dan berbagai kegiatan harus dijalankan mereka. Kegiatan-kegiatan tersebut dapat dikelompokkan menjadi tiga kegiatan utama atau tiga keputusan utama yang harus dilakukan manajer keuangan, tiga keputusan tersebut adalah :

1. Kegiatan penggunaan dana yang disebut sebagai keputusan investasi,
2. Kegiatan memperoleh dana yang disebut sebagai keputusan pendanaan,
3. Kegiatan pembagian laba yang disebut sebagai kebijakan dividen.

Agar keputusan-keputusan keuangan yang diambil oleh manajer tepat maka manajer keuangan perlu menentukan tujuan yang harus dicapai. Secara normatif tujuan keputusan keuangan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui maksimalisasi nilai perusahaan yang tercermin dalam maksimalisasi harga saham perusahaan.

Keputusan Pendanaan perusahaan menyangkut keputusan tentang jenis dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Jenis dana menurut sumbernya, maka dana yang dapat digunakan oleh perusahaan adalah dana yang bersumber dari dalam perusahaan (*intern*) berupa laba ditahan dan penyusutan, sedangkan dana yang bersumber dari luar perusahaan bisa didapat dari Bank dan Pasar

modal yang berupa hutang dan saham yang hanya bisa didapat dari Pasar modal.

Ada dua teori yang dapat dijadikan pedoman dalam pengambilan keputusan pendanaan yaitu *Balancing Theory* yang disebut sebagai teori keseimbangan karena tujuannya adalah untuk menyeimbangkan komposisi hutang dan modal sendiri dan *Pecking Order Theory* yang menjelaskan preferensi perusahaan akan sumber-sumber pendanaan (Husnan dan Fujiastuti, 2002, 4).

2.1.2 *Balancing Theory*

Dalam *Balancing Theory* ada beberapa pendekatan yaitu : pendekatan laba bersih atau *net income (NI) approach*, pendekatan laba operasi bersih atau *net operating income (NOI) approach* dan pendekatan Tradisional dan pendekatan klasik oleh Modigliani dan Miller yang menandai teori struktur modal modern (Sartono, 2001, 225).

2.1.2.1 Pendekatan laba bersih

Pendekatan laba bersih (NI) mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah hutangnya dengan tingkat biaya hutang yang konstan. Karena biaya hutang dan biaya modal sendiri konstan, dan biaya hutang lebih rendah daripada biaya modal sendiri maka semakin besar hutang yang digunakan sebagai sumber dana perusahaan akan mengakibatkan nilai perusahaan semakin meningkat (Sartono, 2001, 228).

2.1.2.2 Pendekatan laba operasi bersih

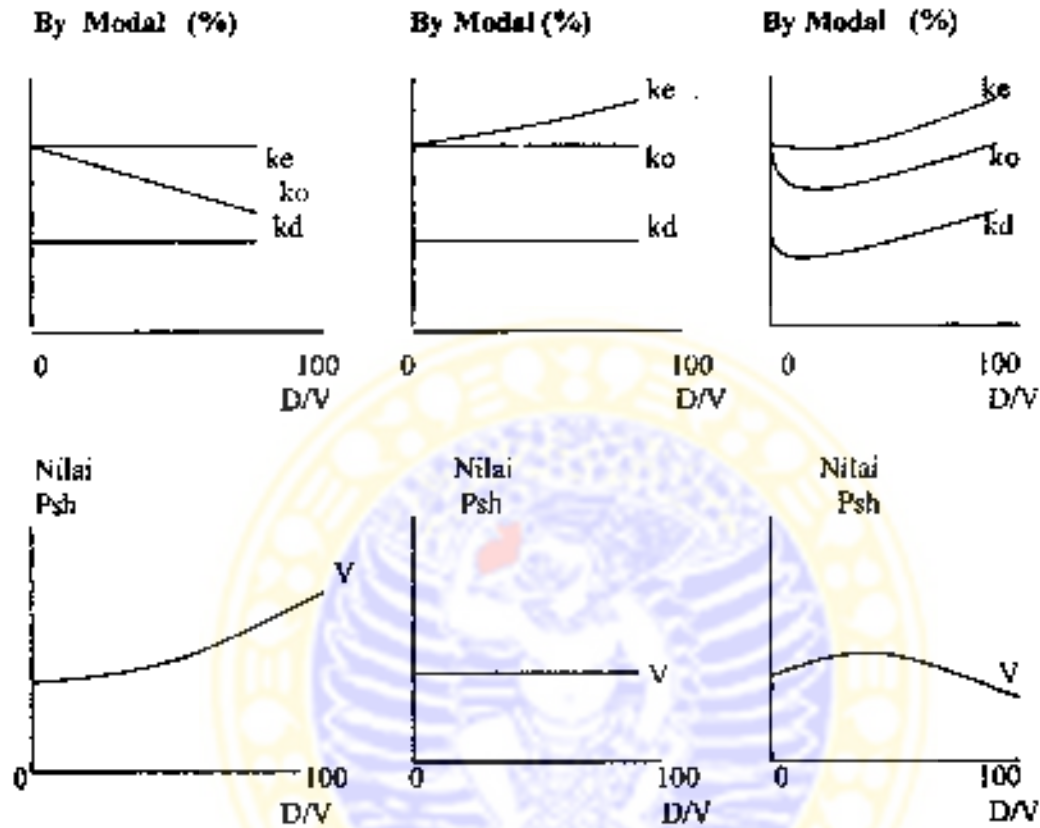
Pendekatan laba operasi bersih mengasumsikan bahwa investor (pemegang saham) memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang oleh perusahaan.

Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan. Pertama diasumsikan bahwa biaya hutang konstan seperti pendekatan *net income*. Kedua penggunaan hutang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Peningkatan penggunaan hutang dalam perusahaan menyebabkan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan. Konsekuensinya adalah biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan karena penurunan biaya hutang akan diikuti dengan peningkatan biaya modal sendiri sehingga keputusan struktur modal menjadi tidak penting (Sartono, 2001, 229).

2.1.2.3 Pendekatan tradisional

Pendekatan tradisional adalah pendekatan yang banyak dianut oleh para praktisi dan akademis. Mereka memilih diantara kedua pendekatan tersebut. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga satu tingkat hutang tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan, sehingga baik biaya modal dari hutang (k_d) maupun biaya modal sendiri atau biaya ekuitas (k_e) relatif konstan. Namun setelah leverage atau rasio hutang tertentu, biaya hutang dan biaya modal sendiri akan meningkat. Peningkatan biaya modal sendiri ini akan semakin besar dan bahkan akan lebih besar daripada penurunan biaya karena penggunaan hutang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang (k_w) pada awalnya menurun dan setelah leverage tertentu akan meningkat. Nilai perusahaan mula-mula meningkat dan akan menurun sebagai akibat penggunaan hutang yang semakin besar. Jadi menurut pendekatan tradisional, terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Struktur modal yang optimal tersebut terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum (Sartono, 2001, 230).

Bila pendekatan *Net Income*, *Net Operating Income* dan Tradisional digambarkan maka akan tampak seperti Gambar 2.1



Gambar 2.1

PENDEKATAN NI, NOI DAN TRADISIONAL

Sumber : Sartono 2001, 229, *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*.

Keterangan :

- k_e = biaya modal sendiri
- k_d = biaya hutang
- k_o = biaya modal keseluruhan
- V = nilai perusahaan
- D = debi (hutang)

2.1.2.4 Pendekatan Modigliani – Miller

Selama ini teori struktur modal didasarkan atas perilaku investor dan bukannya studi formal secara matematis. Franco Modigliani dan Merton Miller memperkenalkan model teori struktur modal secara matematis, *scientific* dan atas dasar penelitian yang terus menerus. Perlu diperhatikan bahwa Modigliani dan Miller memperkenalkan teori struktur modal dengan beberapa asumsi sebagai berikut:

- a. Risiko bisnis perusahaan dapat diukur dengan standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak (oEBIT) dan perusahaan yang memiliki risiko bisnis sama dikatakan berada dalam klas yang sama.
- b. Semua investor dan investor potensial memiliki estimasi sama terhadap EBIT perusahaan di masa datang, dengan demikian semua investor memiliki harapan yang sama atau *homogeneous expectations* tentang laba perusahaan dan tingkat risiko perusahaan
- c. Saham dan obligasi diperdagangkan dalam pasar modal yang sempurna atau *perfect capital market*. Adapun kriteria pasar modal yang efisien adalah :
 - (1) informasi selalu tersedia bagi semua investor (*symmetric information*) dan dapat diperoleh tanpa biaya;
 - (2) tidak ada biaya transaksi dan investor bersikap rasional;
 - (3) investor dapat melakukan diversifikasi investasi secara sempurna;
 - (4) tidak ada pajak pendapatan perseorangan;
 - (5) investor baik individu maupun institusi dapat meminjam dengan tingkat bunga yang sama seperti halnya perusahaan, sebesar tingkat bunga bebas risiko.

Pertama kali Modigliani dan Miller memperkenalkan teori struktur modal dengan asumsi tidak ada pajak pendapatan perusahaan. Dengan asumsi ini maka Modigliani dan Merton Miller secara matematis mengajukan tiga preposisi:

Preposisi I

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa nilai setiap perusahaan tidak lain merupakan kapitalisasi laba bersih yang diharapkan atau *expected net operating income* ($NOI=EBIT$) dengan tingkat kapitalisasi (k_0) konstan yang sesuai dengan tingkat risiko perusahaan.

Preposisi II

Dalam preposisi kedua ini Modigliani dan Miller berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah premium risiko. Besar kecilnya premium risiko tergantung atas sefisis antara biaya modal sendiri dan biaya hutang perusahaan yang tidak memiliki *leverage* dikalikan dengan besarnya hutang

Preposisi III

Preposisi ketiga menyatakan bahwa perusahaan seharusnya melakukan investasi proyek baru sepanjang nilai perusahaan meningkat paling tidak sebesar biaya investasi. Jika ΔV adalah perubahan nilai perusahaan dan ΔC adalah perubahan biaya modal untuk investasi, maka perusahaan seharusnya melakukan investasi sepanjang ΔV melebihi ΔC atau $\Delta V > \Delta C$

Modigliani dan Miller juga mengembangkan ketiga preposisi tersebut dalam kondisi ada pajak penghasilan perusahaan. Dalam kondisi ada pajak penghasilan, perusahaan yang memiliki *leverage* akan memiliki nilai perusahaan yang tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan tanpa *leverage*. Kenaikan nilai perusahaan dengan *leverage* terjadi karena pembayaran bunga atas hutang merupakan pengurang pajak oleh karena itu laba operasi yang mengalir kepada pemegang saham menjadi semakin besar.

Preposisi I

Nilai perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan nilai perlindungan pajak. Adapun nilai perlindungan pajak ini adalah sebesar pajak penghasilan perusahaan dikalikan dengan bunga hutang perusahaan.

Preposisi II

Dalam kondisi ada pajak penghasilan Modigliani dan Miller berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premium risiko. Besarnya premium risiko tergantung atas besarnya hutang dan selisih atas biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* dan biaya hutang.

Preposisi III

Seperti halnya dalam kondisi tidak ada pajak dalam preposisi ketiga ini Modigliani dan Miller berpendapat bahwa perusahaan seharusnya melakukan investasi proyek baru sepanjang memenuhi persyaratan *Internal Rate of Return* $> k_{cv} [1 - T(D/V)]$.

2.1.3 Pecking Order Theory

Ide tentang *pecking order* pertama kali disebarluaskan oleh Donaldson dengan lebih banyak menggambarkan tentang praktek-praktek dalam perusahaan. Menurut Donaldson, perusahaan yang sudah berdiri sekian lama dan mapan biasanya menghindari untuk mengeluarkan ekuitas baru, dan peminjaman yang dilakukan cenderung ditentukan oleh sisa antara investasi yang diinginkan dengan sebuah penawaran yang relatif inelastis dari laba ditahan.

Beberapa saat kemudian banyak dilakukan penelitian terhadap *pecking order*,

namun kurangnya pembenaran teori ini di kalangan akademisi. Saat ini dengan peningkatan pemahaman tentang konsekuensi dari informasi asimetris, perilaku *pecking order* bisa dipahami tidak hanya sebagai respon terhadap pajak dan biaya transaksi tapi juga sebagai tanda-tanda *equilibrium*. Hingga saat ini sudah cukup banyak bukti yang mendukung teori ini. Beberapa efek yang ditimbulkan oleh adanya informasi asimetris:

- 1) Mempengaruhi struktur modal (perbandingan hutang jangka panjang dengan modal sendiri) dengan membatasi penggunaan sumber pendanaan eksternal (hutang jangka panjang)
- 2) Pengumuman tentang pengeluaran saham baru oleh perusahaan dianggap sebagai kabar buruk oleh para investor (karena dianggap tidak memiliki modal yang kuat) yang menyebabkan penurunan tajam pada harga saham.
- 3) tidak hanya merintangi kemampuan perusahaan menerbitkan saham tapi pendanaan ekuitas akan menyebabkan kewajiban membayar dividen sehingga membatasi kemampuan perusahaan untuk mencapai laba ditahan.

Myers (1984) mengemukakan beberapa dasar teori *pecking order*, yaitu :

- 1) Perusahaan memilih untuk menggunakan pendanaan internal.
- 2) Perusahaan mengadaptasi target *dividend payout* mereka terhadap kesempatan investasi mereka, dalam usahanya untuk menghindari perubahan tiba-tiba pada dividen.
- 3) Jika aliran kas yang dihasilkan di dalam perusahaan dibandingkan dengan pembiayaan investasi mereka, perusahaan akan menurunkan perimbangan kas mereka atau portofolio surat-surat berharga yang dipasarkan.
- 4) Jika dibutuhkan pendanaan luar perusahaan pertama-tama yang harus dilakukan perusahaan adalah mengeluarkan surat-surat berharga yang aman, antara lain obligasi dan selanjutnya surat-surat berharga yang *hybrid* seperti *convertible*

bonds, dan ekuitas sebagai pilihan terakhir.

Pecking order menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang menghasilkan keuntungan besar umumnya memiliki pinjaman yang lebih sedikit. Hal ini bukan disebabkan oleh sasaran *debt-ratio* yang rendah, namun karena mereka tidak membutuhkan dana dari luar perusahaan. Sedangkan perusahaan dengan tingkat keuntungan yang lebih rendah akan memiliki hutang lebih banyak karena mereka tidak memiliki dana internal untuk mencukupi program investasi mereka, dan juga karena penggunaan hutang merupakan pilihan pertama sebagai pendanaan eksternal dalam *pecking order*.

Beberapa pihak menyatakan bahwa manajer tidak berusaha keras dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan. Jika benar demikian pendanaan internal merupakan pilihan pertama mereka. Pendanaan internal akan mengurangi hubungan manajer dengan investor luar dan ikatan pertautan yang diharuskan oleh pasar surat berharga. Jika orang-orang itu harus mencari dana eksternal maka hutang adalah pilihan mereka yang berikutnya sebagai pertahanan terakhir.

Perkembang *pecking order* juga berasal dari motif rasionalisasi ekonomi. Misalnya perbedaan *issue cost*, pendanaan internal tentu tidak membutuhkan *issue cost*, tapi jika dana eksternal pasti memerlukan *issue cost*. *Issue cost* untuk hutang lebih besar jumlahnya dibandingkan *issue cost* untuk ekuitas. Perbedaan *issue cost* merupakan alasan yang masuk akal bila manajer menggunakan laba ditahan dibandingkan dengan menggunakan ekuitas eksternal atau membuat beberapa *financial slack* dalam bentuk kas, atau *marketable securities*. Manajer juga agak khawatir dengan tanda-tanda yang berlawanan dari para investor pada saat diedarkannya ekuitas. Pengeluaran saham baru merupakan kabar buruk bagi investor, dan pengumuman tentang peredaran saham baru akan menurunkan harga saham. Di lain pihak penggunaan hutang, bukan merupakan suatu kabar baru bagi semua orang. Dengan demikian dalam *pecking order* wajar bila

seorang manajer memilih hutang dibandingkan ekuitas untuk menghindari turunya harga saham.

Pengukuran terhadap keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan dapat dilakukan dengan menghitung pola pendanaan perusahaan. Dari perhitungan pola pendanaan perusahaan maka akan tampak bila perusahaan berpedoman pada *Pecking Order Theory* dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan

2.1.4 Pola Pendanaan perusahaan

Pola pendanaan perusahaan merupakan cerminan dari keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan. Pola pendanaan akan menunjukkan seberapa besar perbandingan antara sumber dana intern dengan sumber dana ekstern yang dipergunakan oleh perusahaan. Ross *et al.* (2005, 394) menyatakan bahwa :

" Internal financing, long term debt financing, and external equity financing as a percentage of total financing. Internal financing comes from internally generated cash flow and is defined as net income plus depreciation minus dividends. External financing is new long term debt and new share of equity net of buy backs "

Dari data keuangan industri manufaktur di Amerika, Jepang, United Kingdom, Germany, Canada dan France sesuai dengan hasil penelitian Donaldson maka disimpulkan pola pendanaan jangka panjang mengutamakan penggunaan sumber dana internal sebagai sumber dana utama dan baru kemudian memilih sumber dana eksternal.

Industri manufaktur di Amerika menggunakan sumber dana internal sebesar 82,8 % dan eksternal hanya 17,2%. Industri manufaktur di United Kingdom, Germany, Canada dan France menggunakan rata-rata lebih dari 50% dana internal sebagai sumber dana utama dan hanya rata-rata sekitar 40% menggunakan sumber dana eksternal.

Komponen sumber dana eksternal yang paling banyak digunakan di Amerika dan beberapa negara Eropa adalah *long-term debt*. Pola pendanaan perusahaan Industri manufaktur di Jepang sedikit lebih banyak menggunakan dana eksternal. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Pecking Order Theory* digunakan secara internasional di dalam pelaksanaannya.

2.1.5 Leverage Keuangan dan Risiko Keuangan

Sumber dana dari hutang menimbulkan kewajiban membayar bunga dan pokok pinjaman yang harus dibayar perusahaan sebelum sisa keuntungan yang tersedia untuk pemegang saham. Semakin besar penggunaan hutang akan semakin besar risiko yang harus ditanggung pemegang saham, hal ini juga sesuai dengan apa yang dikatakan oleh Brigham & Ehrhardt (2002,620) sebagai berikut: "*The optimal capital structure is the one that strikes the optimal balance between risk and return and thereby maximize the price of the stock.*"

Risiko yang ditimbulkan akibat penggunaan hutang dalam struktur modal terdiri dari (1) risiko bisnis, (2) risiko pasar dan (3) risiko finansial. Risiko bisnis adalah risiko yang ditimbulkan karena kegiatan operasional perusahaan, karena ketidakpastian pendapatan operasi dan laba sebelum bunga dan pajak. Menurut Brigham & Ehrhardt (2002,622): "*Business risk in a stand-alone sense is a function of the uncertainty inherent in projection of a firms return on invested capital (ROIC).*"

Sedangkan menurut Keown *et al.* (2005,507) adalah: "*Business risk refers to the relative dispersion (variability), in the firm's expected earnings before interest and taxes (EBIT).*"

Dari kedua definisi tersebut maka dapat dikatakan bahwa risiko bisnis didefinisikan sebagai ketidakpastian atau variabilitas dari pendapatan sebelum bunga dan pajak, yang diukur dengan *return on invested Capital*.

Menurut Brigham & Ehrhardt (2002, 623) risiko bisnis ditentukan oleh:

1. *Demand Variability;*
2. *Sales price Variability*
3. *Input cost Variability*
4. *Ability to adjust output price for changes in input cost*
5. *Ability to develop new product in a timely, cost effective manner*
6. *Foreign risk exposure*
7. *The extent to which costs are fixed*

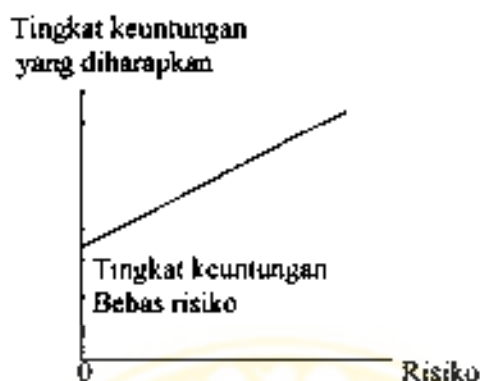
Dari kutipan-kutipan tersebut menunjukkan bahwa risiko bisnis dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu: sensitivitas permintaan, variabilitas harga jual, variabilitas harga input, kemampuan menyesuaikan harga output dengan harga input, kemampuan mengembangkan produk baru, risiko global, dan biaya tetap.

Risiko yang timbul karena keputusan penggunaan sumber dana dengan beban tetap (*fixed financial charge*), seperti biaya bunga dari pendanaan hutang dan dividen dari saham preferen, disebut dengan risiko bisnis yang timbul sebagai akibat penggunaan dana yang menimbulkan beban tetap. Pendapat ini diperjelas oleh

2.1.6 Risiko

Dalam konsep penilaian sekuntas khususnya saham dipergunakan konsep adanya hubungan yang positif antara risiko dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (atau diisyaratkan oleh investor). Karena pemodal bersikap tidak menyukai risiko (*risk averse*) maka mereka baru bersedia mengambil suatu kesempatan investasi yang lebih berisiko kalau mereka mengharapkan akan memperoleh tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Apabila dipergunakan istilah tingkat keuntungan, maka keuntungan yang dimaksud adalah keuntungan dalam persentase (atau desimal) bukan dalam rupiah (Husnan & Pujastari, 2002)

Kalau hubungan risiko dengan tingkat keuntungan tersebut digambarkan, maka akan tampak seperti pada Gambar 2.2. Gambar tersebut menunjukkan bahwa hubungan tersebut bersifat positif



Gambar 2.2
Hubungan Risiko dengan Tingkat Keuntungan

Sumber : Husnan & Pujiastuti, 2002, 55, Dasar-Dasar Manajemen Keuangan

Ada beberapa pertanyaan yang dapat diajukan dengan mengamati Gambar 2.2. Pertama, apa yang dimaksud dengan risiko? Kedua, apakah hubungan tersebut akan linier? Kalau ya mengapa? Ketiga, apakah pola hubungan tersebut akan konstan? atau, apakah *intercept* (perpotongan dengan sumbu tegak) dan *slope* (kemiringan) garis tersebut akan tetap?

Jawaban-jawaban pertanyaan-pertanyaan tersebut akan diuraikan secara singkat dalam penilaian saham dengan menggunakan konsep *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

CAPM mendasarkan diri atas teori portofolio yang dirumuskan oleh Markowitz pada tahun 1952. Teori portofolio mendasarkan diri atas pengamatan bahwa para pemodal di bursa melakukan diversifikasi, dengan kata lain mereka membentuk portofolio. Pemodal melakukan diversifikasi karena ingin mengurangi risiko.

Risiko dalam teori portofolio didefinisikan sebagai deviasi standar tingkat keuntungan ($=\sigma$). Hal ini disebabkan karena σ menunjukkan seberapa jauh kemungkinan

nilai yang diperoleh menyimpang dari nilai yang diharapkan (*expected value*). Semakin besar nilai σ semakin besar kemungkinan nilai real menyimpang dari yang diharapkan, yang berarti semakin tinggi risikonya, sedangkan nilai yang diharapkan akan ditulis dengan notasi $E(R)$. Adapun cara mencari $E(R)$ adalah :

$$E(R_i) = \sum_{j=1}^n R_j P_j$$

Ukuran risiko dinyatakan dalam deviasi standar yang dihitung dengan cara sebagai berikut :

$$\sigma = \sum [P_j (R_j - ER_i)^2]^{1/2}$$

Tingkat keuntungan yang diharapkan dari portofolio merupakan rata-rata tertimbang dari keuntungan yang diharapkan dari sekuritas-sekuritas yang membentuknya. Yang bisa dirumuskan sebagai,

$$E(R_p) = \sum W X_i E(R_i)$$

Dalam hal ini $E(R_p)$ adalah tingkat keuntungan yang diharapkan dari portofolio, $E(R_i)$ adalah tingkat keuntungan yang diharapkan dari sekuritas i ($i=1, \dots, N$), dan X_i adalah proporsi dana yang diinvestasikan pada sekuritas i .

Deviasi standar portofolio, bukanlah merupakan rata-rata tertimbang dari deviasi standar sekuritas-sekuritas yang membentuknya. Ada pengaruh dari koefisien korelasi antara sekuritas. Deviasi standar portofolio (σ_p) dirumuskan sebagai,

$$\sigma_p = \sqrt{\sum x_i^2 \sigma_i^2 + \sum x_i x_j \sigma_{ij}}$$

Dalam hal ini σ_{ij} adalah covariance antara i dengan j , yang bisa juga dirumuskan sebagai $\sigma_{ij} = \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$. Dalam hal ini ρ_{ij} adalah koefisien korelasi antara i dengan j . σ_i^2 adalah variance keuntungan sekuritas i (yaitu bentuk kuadrat dari σ_i). Perhatikan bahwa apabila koefisien korelasi antar tingkat keuntungan sekuritas makin kecil, maka diversifikasi akan efektif menurunkan risiko portofolio.

Rumus deviasi standar portofolio lebih mudah dipahami apabila dinyatakan dalam matrik sebagai berikut :

	Saham 1	Saham 2	Saham 3	Saham N
Saham 1	$x_1x_1\sigma_1\sigma_1$	$x_1x_2\sigma_{12}$	$x_1x_3\sigma_{13}$	$x_1x_N\sigma_{1N}$
Saham 2	$x_2x_1\sigma_{12}$	$x_2x_2\sigma_2\sigma_2$	$x_2x_3\sigma_{23}$	$x_2x_N\sigma_{2N}$
Saham 3	$x_3x_1\sigma_{13}$	$x_3x_2\sigma_{23}$	$x_3x_3\sigma_3\sigma_3$	$x_3x_N\sigma_{3N}$
Saham N	$x_Nx_1\sigma_{1N}$	$x_Nx_2\sigma_{2N}$	$x_Nx_3\sigma_{3N}$	$x_Nx_N\sigma_N\sigma_N$

Sumber : Husnan Pujiastuti, 2002

Gambar 2.3
Matrik Perhitungan Variance Portofolio

Sel yang menunjukkan perpotongan antara saham 1 dengan saham 1, isinya adalah $x_1x_1\sigma_1\sigma_1$. Sel yang menunjukkan perpotongan antara saham 1 dengan saham 2, isinya adalah $x_1x_2\sigma_{12}$. Sel yang menunjukkan perpotongan antara saham 1 dengan saham 3, isinya adalah $x_1x_3\sigma_{13}$ demikian seterusnya. Kalau dibentuk portofolio yang terdiri dari 3 saham, maka hanya diperlukan menjumlahkan sembilan sel tersebut. Kalau empat saham berarti enam belas sel, dan seterusnya. Perhatikan bahwa sel-sel yang berada dalam posisi diagonal menunjukkan *variance* saham-saham yang membentuk portofolio tersebut.

Gambar 2.2 tersebut juga menunjukkan ilustrasi yang menarik. Misalkan kita mempunyai portofolio yang terdiri dari N saham dan proporsi dana yang diinvestasikan sama setiap sahamnya (yaitu $1/N$). Dengan demikian pada setiap sel *variance* akan terdapat $(1/N)^2$ dikalikan dengan *varianceny*. Pada sel-sel *covariance* akan dipunyai $(1/N)^2$ dikalikan dengan *covarianceny*. Karena ada N sel *variance* dan $N^2 - N$ sel *covariance*, maka :

$$\text{Variance portofolio} = N(1/N)^2 \times \text{rata-rata variance} + (N^2 - N)(1/N)^2 \times \text{rata-rata covariance}$$

$$= 1/N \times \text{rata-rata variance} + [1 - (1/N)] \times \text{rata-rata covariance}$$

Perhatikan bahwa apabila jumlah N menjadi makin besar, bagian pertama dan

persamaan tersebut akan mendekati nol, dan *variance* portofolio akan mendekati rata-rata *covariance*. Jadi meskipun dibentuk portofolio yang terdiri dari jumlah saham yang makin besar, akan selalu ada sebagian risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Kontribusi terhadap risiko portofolio yang disebabkan oleh *covariance* saham-saham yang membentuk portofolio tersebut tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Secara skematis keadaan tersebut bisa ditunjukkan pada Gambar 2.4

Risiko (%)



Gambar 2.4

Pengaruh Penambahan Jumlah Saham pada Risiko Portofolio

Sumber : Husnan & Pujiastuti, 2002, 53, Dasar-Dasar Manajemen Keuangan

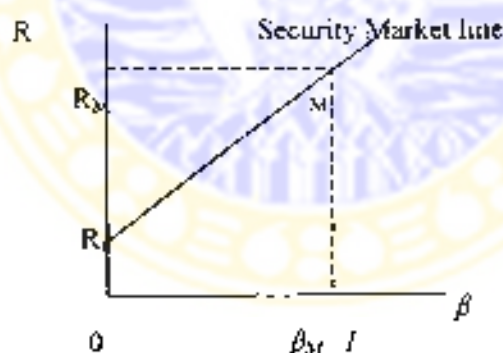
Bagian risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi disebut sebagai risiko sistematis, sedangkan risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi disebut sebagai risiko tidak sistematis. Penjumlahan kedua jenis risiko tersebut disebut sebagai risiko total.

Apabila portofolio tersebut mencapai jumlah sekuritas yang sangat besar yang dapat mewakili seluruh pasar (karenanya disebut sebagai portofolio pasar), dan portofolio tersebut diberi notasi M , sehingga sumbangan risiko saham i terhadap portofolio M adalah σ_{im} . Apabila ukuran ini distandardisir dengan membaginya dengan *variance* portofolio pasar, maka rasio ini disebut sebagai beta ($=\beta$). Dengan demikian $\beta_i = \sigma_{im}/\sigma_m^2$

Apabila pemodal melakukan diversifikasi, maka risiko yang relevan adalah deviasi standar portofolio (σ_p). Teori portofolio menunjukkan bahwa σ_p akan tergantung pada *covariance* antar sekuritas portofolio tersebut. Kalau *covariance* tersebut distandardisir, maka diperoleh parameter yang disebut sebagai beta. Jadi beta itulah risiko portofolio yang membentuknya

2.1.6.1 Capital Asset Pricing Model

β_M per definisi, sama dengan 1. Hal ini karena $\beta_M = \sigma_M \sigma_M / \sigma_M^2 = 1$. Beta dari investasi yang bebas risiko (R_f) akan sama dengan nol. Hal ini disebabkan karena deviasi standar tingkat keuntungan investasi yang bebas risiko sama dengan nol. Atau $\sigma_f = 0$. Dengan demikian maka $\beta_f = 0 / \sigma_M = 0$. Kalau kedua kesempatan investasi tersebut, yaitu R_f (tingkat keuntungan yang bebas risiko) dan M (portofolio pasar), kita gambarkan dalam diagram yang sumbu tegaknya tingkat keuntungan (R) dan sumbu datar beta (β), maka akan diperoleh gambar sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 2.5



Gambar 2.5

Hubungan Beta Dengan Tingkat Keuntungan yang Dinyatakan sebagai *Security Market Line*

Sumber : Husnan & Pujiastuti, 2002, 55, Dasar-Dasar Manajemen Keuangan

Gambar 2.5 menunjukkan bahwa risiko dinyatakan sebagai beta, dan beta mempunyai hubungan yang positif dan linier dengan tingkat keuntungan. Garis yang menghubungkan R dengan β disebut dengan *Security Market Line* (SML). Beta

dipergunakan sebagai pengukur risiko, karena dalam pembentukan portofolio risiko suatu sekuritas tidak ditentukan oleh deviasi standarnya tetapi oleh *covariancnya* dengan portofolio. Apabila *covariance* ini dibagi dengan *variance* portofolio pasar, maka diperoleh beta. Penggunaan beta juga bisa dijelaskan sebagai berikut, karena sebagian risiko bisa dihilangkan dengan diversifikasi, dan pemodal bersifat tidak menyukai risiko, maka pemodal akan melakukan diversifikasi untuk mengurangi risiko. Bagian risiko yang hilang karena diversifikasi menjadi tidak relevan dalam pengukuran risiko. Hanya risiko yang tidak bisa hilanglah yang relevan. Risiko ini disebut sebagai risiko sistematis atau beta.

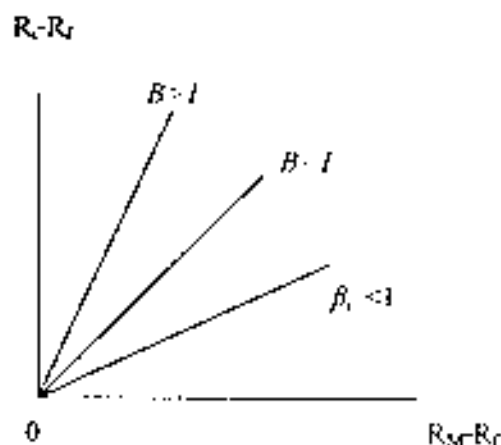
SML bisa dirumuskan sebagai berikut. Perpotongan dengan sumbu tegak (*intercept*) adalah R_f (tingkat keuntungan bebas risiko). Sedangkan kemiringan SML adalah R_M (tingkat keuntungan indeks pasar) dikurangi oleh R_f . Dengan demikian maka persamaan SML adalah :

$$R_i = R_f + [R_M - R_f] \beta_i \text{ atau } [R_i - R_f] = [R_M - R_f] \beta_i$$

Rumus ini dikenal sebagai *standard CAPM*

Dengan melihat pada persamaan *standard CAPM* kita bisa menggambarkan beta sebagai kemiringan antara sumbu $(R_i - R_f)$ dan $(R_M - R_f)$, sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 2.5. di halaman 27. $(R_i - R_f)$ disebut sebagai *excess return* sekuritas *i* (artinya kelebihan tingkat keuntungan sekuritas *i* di atas tingkat keuntungan bebas risiko).

$R_M - R_f$ disebut sebagai *excess return* portofolio pasar. Apabila $\beta > 1$, maka perubahan *excess return* portofolio pasar sebesar 10% akan mengakibatkan perubahan *excess return* sekuritas *i* lebih dari 10 %. Karena itu semakin besar β semakin peka *excess return* suatu sekuritas terhadap perubahan *excess return* portofolio pasar, dan karenanya diartikan makin berisiko.



Gambar 2.6
Beta Menunjukkan Kepekaan Excess Return Sekuritas i Terhadap Excess Return Portofolio Pasar

Sumber : Husnan & Pujrastuti, 2002,56, Dasar-Dasar Manajemen Keuangan

Salah satu faktor yang mempengaruhi besarnya beta adalah faktor siklikalitas (*cyclicality*). Siklikalitas menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan terpengaruh oleh kondisi perekonomian pada umumnya. Secara umum semua perusahaan akan terpengaruh oleh kondisi perekonomian. Pada saat kondisi perekonomian membaik, semua perusahaan akan terkena dampak positifnya. Demikian pula sebaliknya. Yang menjadi masalah adalah intensitas dampak tersebut. Ada perusahaan yang sangat sensitif terhadap kondisi perekonomian (atau faktor-faktor makro), tetapi ada pula yang tidak terlalu terpengaruh. Industri otomotif, real estate, nampaknya merupakan contoh industri yang sangat terpengaruh oleh kondisi perekonomian. Industri semacam ini akan cenderung mempunyai beta usaha yang tinggi. Sebaliknya industri penghasil bahan-bahan kebutuhan pokok mungkin tidak begitu terpengaruh oleh kondisi perekonomian. Industri semacam ini memiliki beta yang rendah.

2.1.7 Agency Theory

Bagi perusahaan yang menggunakan sumber pendanaan dari pasar modal baik

melalui emisi saham maupun obligasi, maka akan terjadi pemisahan antara pemegang saham sebagai pemilik, kreditur dan pengelola perusahaan yaitu manajer. Pemisahan kepentingan, kreditur dan pengelolaan ini akan menimbulkan hubungan keagenan (*agency relationship*)

Agency theory bersumber dari konflik kepentingan antar manajer, pemegang saham dan pemegang obligasi. *Agency theory* menyatakan, karena para pemegang saham tersebar dan memiliki portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, maka mereka mendelegasikan wewenang keuangan dan pengambilan keputusan lainnya pada manajer. Para pemegang saham ini sangat peduli terhadap pendiversifikasian *spesifik risk* perusahaan, sementara itu para manajer memiliki kecenderungan untuk mengejar kepentingan mereka sendiri yang tentunya bertentangan dengan kepentingan para pemegang saham (Crutcheley & Hansen, 1989).

Menurut Jensen & Meckling (1976), *agency conflict* timbul dari pemisahan antara pemegang keputusan dan fungsi peneruna risiko di dalam perusahaan. Dalam situasi ini manajer memiliki kecenderungan untuk melakukan konsumsi berlebihan yang menguntungkan diri sendiri dan perilaku oportunistik lainnya, karena mereka memperoleh seluruh keuntungan dari aktivitas tersebut tetapi dibebani risiko yang lebih kecil dan keseluruhan biaya yang dikeluarkan untuk aktivitas tersebut.

Di dalam *agency theory* terdapat *agency relationship* yang muncul pada saat satu orang atau lebih yang disebut *principal* atau pemegang saham menyewa orang lain atau organisasi lainnya yang disebut *agent* tersebut untuk kepentingannya, dan kemudian mendelegasikan wewenang dalam pengambilan keputusan kepada *agent*. Dalam konteks manajemen keuangan, *agency relationship* yang utama adalah:

1. Antara Pemegang saham dan Manajer
2. Antara Manajer dan Pemegang Obligasi
3. Antara Manajer, Pemegang Saham, dan Pemegang Obligasi

2.1.7.1 Agency Conflict antara Pemegang Saham dan Manajer

Agency problem timbul pada saat manajer perusahaan memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Jika perusahaan diatur oleh pemiliknya, pemilik sekaligus manajer ini cenderung akan mengoperasikan perusahaannya dengan tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan dirinya sendiri, dengan ukuran kesejahteraan pada kekayaan pribadi, lebih banyak bersenang-senang atau lebih banyak tunjangan tambahan dan jika sebagian sahamnya dijual pada pemegang saham luar, dia akan memutuskan untuk mengkonsumsi lebih banyak tunjangan tambahan dan bekerja tidak begitu keras untuk mencapai kesejahteraan maksimal bagi pemegang saham, karena bagian kekayaan perusahaan yang akan diberikan kepadanya menjadi lebih sedikit. Di samping itu seluruh biaya dari aktivitas yang dilakukan manajer sekaligus pemilik ini dibebankan kepada seluruh pemegang saham. Kedua hal inilah yang mendorong manajer untuk melakukan aktivitas-aktivitas yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan kemudian menimbulkan konflik antara manajer dan pemegang saham.

Kecenderungan para manajer untuk melakukan aktivitas hanya untuk kepentingannya sendiri juga timbul karena para pemegang saham tidak mungkin dapat mengawasi seluruh aktivitas yang dilakukan oleh manajer. Untuk mengurangi *agency conflict* ini, para pemegang saham harus mengeluarkan apa yang disebut dengan *agency cost*, terdiri dari seluruh biaya yang membebani pemegang saham untuk mendorong manajer agar berusaha memaksimalkan harga saham perusahaan daripada hanya bertindak untuk kepentingan pribadi saja *agency cost* memiliki tiga kategori, yaitu:

1. Pengeluaran untuk mengawasi tindakan manajer
2. Pengeluaran untuk mengantar perusahaan sehingga dapat membatasi kemungkinan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan.

3. *Opportunity cost* yang dikeluarkan pada saat pemegang saham menetapkan batasan-batasan.

Jika pemegang saham sama sekali tidak melakukan usaha-usaha yang dapat mempengaruhi perilaku manajer dalam menjalankan perusahaan, *agency cost* yang dikeluarkan oleh pemegang saham akan sangat rendah, dengan konsekuensi para pemegang saham kemungkinan besar akan menderita kerugian sedangkan *agency cost* akan sangat tinggi jika pemegang saham mau berusaha untuk menjamin setiap tindakan yang dilakukan manajer sesuai dengan keinginan dan kepentingannya. Usaha ini akan menghabiskan biaya yang tinggi dan menimbulkan ketidakefisienan. Menurut Crutchley and Hansen (1989), untuk mengurangi *agency cost* ada tiga cara yang dapat dilakukan, yaitu:

1. Meningkatkan kepemilikan saham manajer dalam perusahaan, sehingga terdapat persamaan kepentingan dengan pemegang saham.
2. Meningkatkan pembayaran dividen, yang akan meningkatkan jumlah modal eksternal. Pada saat jumlah modal eksternal meningkat manajer akan diawasi oleh bursa, komisi bursa dan efek, dan investor luar. Lagi pula penggunaan dividen tersebut tidak memerlukan biaya.
3. Meningkatkan penggunaan hutang dalam pendanaan, karena hutang mewajibkan perusahaan untuk membayarnya kembali, maka *free cash flow* yang tersedia untuk manajer untuk melakukan tindakan-tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas.

Ada empat usaha yang dapat dilakukan oleh pemegang saham untuk memotivasi manajer untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingan mereka (Brigham and Daves, 2004), yaitu:

1. pemberian kompensasi kepada manajer untuk dapat menarik dan mempertahankan manajer-manajer yang cakap, dan sedapat mungkin

menyamakan kepentingan manajer dan pemegang saham (yang jauh lebih tertarik memaksimalkan harga saham). Tipe kompensasi *executive* tersusun dalam tiga bagian, yaitu: gaji bulanan untuk mencukupi kebutuhan hidup; uang tunai atau saham sebagai bonus di akhir tahun, yang tergantung pada keuntungan perusahaan pada tahun yang bersangkutan; pilihan untuk membeli saham atau pemberian bagian saham perusahaan kepada *executive* yang memiliki kinerja yang baik dalam jangka waktu yang panjang.

Ada dua macam contoh pemberian kompensasi oleh perusahaan. Pertama, *performance share*, dimana *executive* mendapatkan sejumlah saham yang tergantung pada kinerja perusahaan secara nyata dan jasa yang telah diberikan *executive* kepada perusahaan. Kedua, *executive stock option*, yang memperbolehkan manajer untuk membeli saham di masa yang akan datang dengan harga tertentu. *Economic value added* juga semakin sering dipakai oleh beberapa perusahaan untuk menghubungkan kompensasi yang diberikan pada *executive* dengan pemaksimalan kesejahteraan para pemegang saham.

2. Intervensi langsung para pemegang saham.

Sebelumnya saham pada umumnya dimiliki oleh individu-individu, tetapi sekarang kepemilikan saham juga didominasi oleh investor kelembagaan, seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, dan reksadana. Oleh karena itu manajer dari kelembagaan tersebut memiliki kewenangan untuk menggunakan pengaruhnya terhadap operasional perusahaan secara keseluruhan. Pertama, mereka berkomunikasi dan memberikan beberapa saran kepada manajer perusahaan tentang bagaimana mengelola perusahaan yang bersangkutan, layaknya seorang wakil dari keseluruhan pemegang saham. Kedua, pemegang saham dapat membiayai proposal yang harus dipilih dalam pertemuan para pemegang saham, walaupun proposal tersebut bertentangan dengan keinginan

manajer perusahaan. Ketiga manajer dari kelembagaan tersebut dapat menuduh dan mengganti tim manajer yang memiliki kinerja yang buruk.

3. Ancaman Pemecatan

Sampai saat ini, kemungkinan manajer perusahaan besar akan dikeluarkan oleh pemegang sahamnya sangat jarang dan hanya merupakan ancaman yang tidak terlalu serius. Hal ini terjadi karena keseluruhan saham perusahaan terdistribusikan secara luas dan pengawasan manajer terhadap mekanisme kepemilikan saham sangat kuat, sehingga tidak mungkin bagi pemegang saham yang tidak setuju dengan manajer untuk mengeluarkan manajer. Tapi akhir-akhir ini banyak kepemilikan saham yang didominasi oleh investor kelembagaan dimana para manajer kelembagaan ini memiliki kekuatan untuk mempengaruhi operasi perusahaan.

4. Ancaman Pengambilalihan

Pengambilalihan biasanya terjadi bila saham perusahaan *undervalue*, yang disebabkan oleh manajemen yang buruk. Pada pengambilalihan ini manajer yang tidak cukup akan dikeluarkan, sedangkan bagi yang diijinkan tetap bekerja akan kehilangan status dan kewenangannya. Pengambilalihan ini dapat mengakibatkan dua konflik lain antar manajer dan pemegang saham. Pertama, manajer akan menghalangi merger untuk mempertahankan pekerjaan mereka, sedangkan pemegang saham akan cenderung diuntungkan oleh merger karena tercapainya *economies of scale*. Kedua, manajer tidak berusaha keras untuk memperoleh harga tertinggi bagi pemegang sahamnya karena mereka secara pribadi telah memperoleh gaji yang tinggi, *stock option* dan kelebihan lain yang tidak dimiliki oleh pemegang saham.

Harris dan Raviv (1991) dan Stulz (1990), menyatakan manajer dan investor tidak menepati kesepakatan dalam keputusan operasional. Pada penelitian Harris dan

Raviv, manajer diasumsikan selalu akan menjalankan perusahaan dengan sebagaimana biasa walaupun jika investor lebih memilih melikuidasi perusahaan. Stulz mengasumsikan bahwa manajer selalu ingin menginvestasikan seluruh dana yang tersedia walaupun investor lebih menginginkan pembayaran tunai. Dari kasus di atas kedua penelitian mengakui bahwa hutang dapat mengatasi masalah ini, dalam Harris dan Raviv kreditur diberikan hak untuk likuidasi bila *cash flows* sangat buruk, sedangkan Stulz juga Jensen menyatakan pembayaran hutang akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia.

Struktur modal yang optimal ditentukan oleh perimbangan dari keuntungan penggunaan hutang dengan biaya penggunaan hutang, menurut Harris and Raviv (1991) pengawasan oleh kreditur terhadap kebangkrutan menyebabkan biaya dihubungkan dengan pembuatan informasi, penggunaannya informasi dalam keputusan likuidasi dan tentang prospek perusahaan. Biaya hutang dalam model Stulz adalah bahwa pembayaran hutang mengurangi dana yang tersedia untuk investasi yang menguntungkan.

Struktur modal optimal menurut Harris and Raviv (1991) adalah perimbangan antara peningkatan keputusan likuidasi dengan peningkatan biaya investigasi. Tingkat hutang yang semakin tinggi meningkatkan keputusan likuidasi karena hutang yang semakin tinggi lebih memungkinkan perusahaan untuk mengalami kegagalan.

Menurut Stulz struktur modal yang optimal adalah perimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dalam mencegah penurunan nilai investasi dalam proyek terhadap biaya hutang dalam mencegah peningkatan nilai investasi dalam proyek.

Perbandingan *agency model* dari pendekatan Harris and Raviv, Stulz maupun Jensen serta Jensen and Mekling berdasarkan konflik antara manajer dan pemegang saham terlihat dalam Tabel 2.1 berikut ini :

Tabel 2.1

Perbandingan Agency Model Berdasarkan Konflik Manajer-Shareholder

Model	Conflict	Benefit Of Debt	Cost Of Debt
Jensen (1986)	Overinvestment	Reduce free cash flow	Unspecified
Harris & Raviv (1990)	Failure to Liquidate	Allows investor Option to liquidate	Investigation cost
Stulz (1991)	Overinvestment	Reduce free cash flow	Underinvestment

Sumber : Harris and Raviv (1991)

Dari Tabel 2.1 di atas maka dapat dilihat bahwa pada saat manajer dan investor tidak mencapai kesepakatan menurut Jensen konflik yang terjadi disebabkan karena manajer selalu ingin menginvestasikan seluruh dana yang tersedia hal ini cenderung menyebabkan terjadinya *overinvestment* sehingga penggunaan hutang akan mampu mencegah *overinvestment* karena pembayaran bunga dan hutang akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia untuk investasi yang dilakukan manajer.

Menurut Harris and Raviv (1991), manajer dan investor tidak mencapai kesepakatan pada saat kondisi perusahaan yang memburuk dan investor menginginkan likuidasi namun manajer ingin mempertahankan pekerjaannya. Bila perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber dana maka manfaatnya adalah kreditur akan menyetujui terjadinya likuidasi karena kreditur akan menerima haknya sesuai dengan kontrak yang telah disetujui namun biaya hutang adalah biaya pencarian informasi untuk keputusan likuidasi dan informasi mengenai prospek perusahaan.

Sama halnya dengan Jensen (1986) maka menurut Stulz (1990) konflik yang terjadi disebabkan karena manajer selalu ingin menginvestasikan seluruh dana yang tersedia hal ini cenderung menyebabkan terjadinya *overinvestment* sehingga penggunaan hutang akan mampu mencegah *overinvestment* karena pembayaran bunga dan hutang akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia untuk investasi yang dilakukan manajer, namun penggunaan *free cash flow* untuk pembayaran hutang akan

dapat menyebabkan perusahaan *underinvested*.

2.1.7.2 Agency Conflict antara Pemegang Saham dan Kreditur

Kreditur memiliki hak dalam aliran penghasilan perusahaan untuk pembayaran bunga pokok dari hutang dan mereka memiliki hak terhadap aset perusahaan jika perusahaan mengalami kebangkrutan. Bagaimanapun, pemegang saham memegang control (melalui manajer) keputusan yang mempengaruhi tingkat risiko perusahaan. Kreditur meminjamkan dana dalam tingkat yang berdasarkan pada risiko perusahaan, dengan giliran yang berdasarkan pada pertama, tingkat risiko aset perusahaan, dua, harapan mengenai tambahan risiko aset dimasa yang akan datang; tiga, keadaan struktur modal; empat, harapan mengenai keputusan struktur modal di masa yang akan datang.

Jika pemegang saham melalui manajer menjual beberapa aset yang relatif aman dan menginvestasikan hasilnya pada sebuah proyek baru yang besar dan memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan aset yang dijual maka peningkatan risiko ini akan mengakibatkan *return* yang disyaratkan oleh kreditur menjadi meningkat, dan akan menyebabkan nilai *outstanding debt* jatuh. Jika proyek yang berisiko tersebut sukses, sebagian besar keuntungan menjadi milik pemegang saham, karena tingkat *return* kreditur selalu tetap dari waktu ke waktu tetapi jika proyek yang berisiko tersebut gagal, para kreditur mungkin menanggung kerugian tersebut. Baik dalam aset yang lebih berisiko atau peningkatan hutang perusahaan, pemegang saham cenderung akan lebih diuntungkan dibandingkan dengan kreditur.

Kreditur biasanya berusaha untuk melindungi diri dengan beberapa tindakan seperti menetapkan beberapa batasan perjanjian pada kontrak hutang. Bila kreditur mengetahui bahwa manajer perusahaan mencoba untuk memanfaatkan mereka, maka kreditur akan menolak untuk melakukan perjanjian yang lebih jauh dengan perusahaan

tersebut atau mengenakan tingkat bunga yang lebih tinggi dari biasanya untuk mengimbangi risiko kemungkinan pengeksploitasian. Perusahaan yang bertindak tidak adil kepada kreditur, akan kehilangan akses di pasar hutang atau akan dikenai tingkat bunga yang tinggi dan pembatasan pada perjanjian, yang semuanya akan mengganggu pemegang saham. Oleh karena itu manajer sebagai agen dari pemegang saham maupun kreditur harus bertindak adil antara kepentingan kedua pihak tersebut.

Diamond (1989) juga Hirshleifer and Thakor (1989) menyatakan bagaimana manajer atau perusahaan berusaha mendapatkan proyek yang aman dengan pertimbangan reputasi mereka. Diamond's model memperlihatkan bahwa reputasi perusahaan dalam memilih proyek yang dapat menjamin pembayaran hutang di masa yang akan datang. Ada dua kemungkinan proyek investasi yaitu ; pertama, yang aman dengan NPV proyek positif ; kedua, yang berisiko dengan NPV negatif. Proyek yang berisiko bisa memiliki dua kemungkinan yaitu berhasil atau gagal kedua jenis proyek ini memiliki persyaratan yang sama yaitu dibiayai dengan hutang. Suatu perusahaan bisa terbagi dalam tipe investasi yaitu :

1. menjalankan proyek-proyek yang aman saja
2. menjalankan proyek-proyek yang berisiko saja
3. menjalankan kedua jenis proyek baik yang aman maupun yang berisiko

Karena investor tidak bisa membedakan *ex-ante* perusahaan maka tingkat bunga awal yang diberikan kreditur mencerminkan kepercayaan terhadap proyek yang dipilih oleh perusahaan. *Return* dari proyek yang aman mencukupi pembayaran kreditur, namun *return* dari proyek yang berisiko dikembalikan hanya jika proyek tersebut berhasil.

Karena adanya masalah *asset substitution*, jika perusahaan memiliki sebuah proyek (dari cara pandang memaksimalkan nilai equitas) maka perusahaan tersebut cenderung akan memilih proyek yang berisiko. Perusahaan yang dapat meyakinkan

kekurangan bahwa proyek tersebut aman maka perusahaan ini akan menikmati tingkat bunga pinjaman yang rendah. Namun, kreditur bisa menyelidiki sejarah kegagalan perusahaan. Semakin panjang sejarah pembayaran hutang yang dilakukan perusahaan maka semakin baik reputasi perusahaan dan semakin rendah biaya pembiayaannya. Oleh karena itu, perusahaan yang telah berdiri sejak lama lebih memilih proyek-proyek yang aman untuk melindungi reputasi mereka. Perusahaan baru dengan reputasi yang baru mungkin akan memilih proyek yang akan berisiko. Jika mereka terlindar dan kegagalan mereka akan langsung pindah ke proyek yang aman. Kesimpulannya, perusahaan dengan catatan sejarah yang panjang akan memiliki tingkat kemungkinan kegagalan yang rendah dan biaya hutang yang rendah dibandingkan dengan yang memiliki yang hanya memiliki sejarah yang singkat. Walaupun dalam *Diamond's model* jumlah uang tetap, tetapi perluasan dari model tersebut akan menghasilkan perusahaan yang lebih baru memiliki hutang yang lebih sedikit dibanding yang lebih lama, sedangkan bagian lain dari perusahaan sama.

Hirshleifer and Thakor (1989) memperhatikan bagaimana manajer memilih kedua jenis proyek, keduanya memiliki dua kemungkinan gagal atau berhasil. Dari sudut pandang pemegang saham, proyek dengan risiko tinggi akan menghasilkan tingkat *expected return* yang lebih tinggi dan *return* yang lebih tinggi jika proyek tersebut berhasil. Dari sudut pandang reputasi manajer, kesuksesan dari kedua jenis proyek tersebut sama saja. Jadi manajer akan memaksimalkan kemungkinan keberhasilan sedangkan pemegang saham lebih memilih tingkat *expected return* yang tinggi. Jika suatu proyek memiliki kemungkinan keberhasilan lebih tinggi manajer akan memilih proyek tersebut walaupun proyek lainnya lebih baik untuk kreditur. Perilaku manajer ini akan mengurangi *agency cost of debt*, sehingga jika manajer memiliki reputasi yang baik, maka perusahaan bisa memperoleh hutang yang lebih banyak.

Hirshleifer and Thakor menyatakan bahwa manajer perusahaan yang menjadi

sasaran pengambilalihan lebih rentan terhadap efek reputasi dan perusahaan seperti itu akan mengungkapkan perolehan hutang lebih banyak. Sebaliknya perusahaan yang anti pengambilalihan akan memiliki hutang yang lebih sedikit, dengan keadaan perusahaan yang sama.

2.1.7.3. Agency Conflict antara Pemegang Saham, Manajer dan Kreditur

Pada saat perusahaan menghadapi kebangkrutan, harus dibuat sebuah keputusan seperti melikuidasi perusahaan dengan menjual aset atau reorganisasi. Jika keputusan likuidasi yang diambil maka pertanyaan yang muncul siapa yang akan mendapatkan apa. Manajerlah yang biasanya melakukan tindakan paling awal, dan pada umumnya mereka memilih reorganisasi yang melindungi pekerjaan mereka. Hal inilah yang menimbulkan konflik antara manajer dan pemegang saham atau dengan kreditur atau dengan keduanya, karena analisis tujuan bisa menyimpulkan bahwa perusahaan akan lebih berharga bila perusahaan itu mati atau ditutup. Jika perusahaan akan lebih berarti bila dibiarkan beroperasi dibanding ditutup, maka harus direorganisasi. Biasanya, hal ini berarti bahwa aset bernilai lebih kecil dibandingkan dengan nilai buku surat berharga yang dimiliki. Pada saat perusahaan dilikuidasi atau direorganisasi semua pemilik surat berharga akan terkena *'hair cut'* yaitu menerima lebih sedikit dari yang sebenarnya mereka miliki. Tetapi dalam *reorganization* mungkin akan lebih berharga bagi pemegang surat berharga untuk berbagi sehingga *'hair cut'* yang mereka alami tidak terlalu parah. Semua kebangkrutan dengan *reorganization* melibatkan negosiasi yang berkelanjutan antara manajer, pemegang saham, dan kreditur dengan kepentingan mereka masing-masing. Kreditur menginginkannya perusahaan dilikuidasi sehingga mereka bisa dengan segera mendapatkan dana mereka dengan cepat. sedangkan di lain pihak manajemen menginginkan perusahaan tetap dioperasikan sehingga mereka memperjuangkan *reorganization*. Untuk bisa melakukan *reorganization* harus ada

beberapa kreditur yang harus mendukung rencana tersebut. Manajer akan berusaha menawarkan kreditur lebih dari yang semestinya mereka dapatkan, yang dapat mengganggu pihak pemegang saham. Pada saat yang sama pemegang saham dapat menggantikn manajer jika mereka sangat keterlaluan dan kreditur pun akan khawatir dengan depresiasi aset yang dapat menyebabkan kreditur kehilangan 'time value of money'.

2.3.7.4. Hipotesis Konflik Manajer dengan Pemegang Saham (Manajerial)

Managerial hypothesis merupakan suatu hipotesis tentang konflik kepentingan antar manajer dan pemegang saham lama yang timbul akibat pemisahan antara kepemilikan saham dan pengawasan dalam perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Berle and Means (1932) merupakan salah satu penelitian pertama yang mengakui konflik tersebut. Penelitian ini memfokuskan terhadap pengaruh terhadap kepemilikan saham oleh manajer terhadap kinerja perusahaan. Marris (1984) menekankan bahwa aliran kas internal dan pembelanjaan modal merupakan titik pusat dari konflik antara manajer dan para pemegang saham lama, dengan alasan bahwa manajer cenderung untuk menahan atau mengarahkan investasi perusahaan dalam jumlah yang besar ke suatu titik dimana tingkat pendapatan marginal yang dapat memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham. Selama sumber modal eksternal dapat digunakan, dana internal disarankan untuk tetap dipilih, karena dana internal merupakan bagian yang paling mudah diperoleh dan paling mudah ditempa sesuai dengan keinginan manajer untuk mencapai peningkatan pertumbuhan perusahaan, sehingga komponen utama pada hipotesis ini adalah semakin tinggi persentase dana internal yang diinvestasikan dan ditahan maka hal tersebut dapat merupakan jaminan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Meskipun begitu pertumbuhan perusahaan mengharuskan manajer untuk tetap memperhatikan dan sensitif terhadap

reaksi pasar modal terhadap keputusan-keputusan investasi yang dibuat oleh manajer.

Grabowski dan Mueller (1972) menyatakan, pada tingkat dimana *marginal return* investasi jatuh di bawah *opportunity cost* pemegang saham, maka harga saham perusahaan akan jatuh perlahan-lahan. Perusahaan akan lebih rentan terhadap pengambilalihan oleh pihak luar karena nilai pasar perusahaan menurun terus-menerus hingga berada di bawah nilai potensial perusahaan, oleh karena itu manajer cenderung menggunakan dana internal. Pada hakekatnya dividen akan diberikan karena pemegang saham memberikan manfaat bagi manajer dengan cara meningkatkan jumlah sekuritas perusahaan di pasar modal bukan dengan pengambilalihan. Dilihat dari tujuan peningkatan sekuritas itu utaka tujuan manajer menjadi paduan dari tujuan manajerial (pertumbuhan) dan tujuan pemegang saham (nilai perusahaan). Jumlah surat berharga yang cukup besar di dalam perusahaan dan dominan akan menghasilkan kebijakan-kebijakan yang memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Sedangkan bila manajer hanya berorientasi pada pertumbuhan perusahaan tidak akan peduli terhadap pengambilalihan, dan manajer akan menginvestasikan semua pendapatan dengan jumlah pembayaran dividen yang kecil atau bahkan tidak sama sekali.

Menurut Jensen and Meckling (1976), manajer yang memiliki saham perusahaan relatif kecil memiliki dorongan dan kesempatan untuk melakukan suatu tindakan yang tidak menguntungkan bagi pemilik saham. Dorongan tersebut ada karena manajer menikmati seluruh keuntungan tambahan dari tindakan yang mereka ambil tanpa harus menanggung biayanya. Kesempatan muncul sebagai akibat dari ketidakmampuan pemilik saham untuk mengawasi segala tindakan yang dilakukan manajer tanpa mengeluarkan biaya yang tinggi. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemilik saham berhubungan dengan informasi asimetris yang timbul akibat dari pemisahan antara kepemilikan saham dan pengelolaan. Ada dua cara yang dapat menyamakan kepentingan manajer dan pemegang saham yaitu rencana kompetisi dan

kepemilikan saham atau opsi. Beberapa penelitian yang dilakukan setelah itu mendukung pendapat yang menyatakan bahwa tingkat pembelanjaan modal dipengaruhi oleh pertimbangan *agency* dan insentif yang berdasarkan pada rencana kompensasi dalam usaha untuk menyamakan kepentingan manajer dan pemegang saham.

Agrawal and Mandiker (1987) menyatakan bahwa struktur kepemilikan saham dalam perusahaan memiliki implikasi yang penting terhadap investasi dan keputusan pendanaan. Investasi dan keputusan pendanaan cenderung meningkatkan varian dari pendapatan investasi pada saat manajer memiliki saham dan opsi di dalam perusahaan dalam jumlah signifikan. Sebaliknya keputusan ini cenderung akan mengurangi varian dari pendapatan saat manajer memiliki saham dalam jumlah yang kecil. Kepemilikan saham oleh manajer seperti halnya kontrak kompensasi jangka panjang dapat mengurangi masalah *agency* hubungan dengan keputusan manajerial. Keputusan investasi dan pendanaan akan menjadi lebih sesuai dengan kepentingan pemegang saham pada saat manajer memiliki saham dalam jumlah yang besar. Penilaian pasar terhadap keputusan yang diambil oleh manajer bisa berbeda sesuai dengan struktur kepemilikan perusahaan.

Ada empat hal yang menentukan kepemilikan saham oleh manajer (*insider ownership*) yaitu : risiko bisnis, ukuran perusahaan, jumlah divisi dalam perusahaan dan pengeluaran untuk R&D. Variabel ini dapat menentukan beberapa hal seperti keuntungan dan biaya dari kepemilikan saham insider. Kepemilikan saham *insider* umumnya berbeda antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Keuntungan dari kepemilikan saham insider adalah berhubungan dengan keuntungan dalam pengawasan yang dilakukan oleh manajer yang kepemilikan sahamnya besar di dalam perusahaan. Biaya dari kepemilikan saham *insider* berasal dari *insider* yang harus mengalokasikan sebagian besar kesejahteraannya pada perusahaan dan jika perlu harus memiliki

portofolio yang tidak terdiversifikasi dengan baik.

Kepemilikan manajemen dalam perusahaan menghasilkan tambahan nilai terbesar saat terjadinya asimetris informasi yang sangat besar antara orang dalam perusahaan dan orang luar perusahaan. Jika orang luar perusahaan mengetahui informasi tentang perusahaan dan usaha manajerial perusahaan sama seperti orang dalam perusahaan, maka tambahan nilai yang dihasilkan terhadap kepemilikan saham sangat kecil, hal ini disebabkan risiko spesifik perusahaan akan meningkatkan nilai kepemilikan saham insider karena kontribusi manajer terhadap kinerja perusahaan sulit diukur akibat gangguan dari faktor-faktor eksternal. Perusahaan yang mengeluarkan biaya R & D yang tinggi atau jumlah divisi yang banyak juga akan menimbulkan biaya yang tinggi bagi investor eksternal untuk melakukan pengawasan. Setengah atau keseluruhan keuntungan kepemilikan saham oleh insider akan diimbangi oleh biaya dari motif manajer untuk mendiversifikasikan portofolio saham mereka. Penghindaran risiko oleh manajer dan halangan pada kesejahteraan manajer membalasi keinginan atau kemampuan manajer untuk menjadi pemilik. Manajer yang tidak suka dengan risiko bersedia mengambil posisi yang lebih besar, jika tingkat pendapatan yang diharapkan dapat mengkompensasi tambahan risiko yang diterimanya. Keterbalasan pada kesejahteraan manajerial akan meningkatkan biaya bagi manajer dalam usahanya untuk memenuhi seluruh kepentingan perusahaan. Oleh karena itu kepemilikan saham biasanya berbeda sesuai dengan ukuran perusahaan. (Jensen, Solberg, and Zorn, 1992)

2.1.8 Asymmetric Information Theory

Konsekuensi dari perusahaan yang menggunakan sumber dana dari emisi saham adalah pemisahan antara pemegang saham dan manajemen, karena manajemen merupakan pemegang *control* dalam perusahaan maka umumnya manajemen akan mengetahui dengan baik kondisi dan prospek perusahaan di masa yang akan datang

berbeda halnya dengan pemegang saham yang tidak ikut dalam manajemen perusahaan, pemegang saham tidak memiliki informasi sebaik manajemen apalagi pemegang saham potensial atau investor yang ada di pasar modal.

Jika manajer mengetahui prospek perusahaan lebih baik dari analis atau investor maka muncul apa yang disebut dengan *asymmetric information*. *Asymmetric information* dapat terjadi di antara dua kondisi ekstrim yaitu perbedaan informasi yang kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen, atau perbedaan yang sangat signifikan sehingga sangat berpengaruh terhadap manajemen dan harga saham, misalnya kegagalan *research and development* mungkin tidak akan dipublikasikan oleh manajer karena akan mempengaruhi harga saham di pasar modal (Sartono, 2001).

Asymmetric information menurut Ogden et al. (2002,101) adalah :

"A firm management generally has better information about the value of the firm than its actual or potential shareholder or its creditor. This is so because the firm management must refrain from releasing information about the firm strategic plan to either the firm's shareholder or its creditor, lest this information be leaked to the firm competitors, which would cripple the firm ability to compete and therefore reduce the firm's value. Therefore the firm faces a dilemma: without fund, it cannot pursue profitable investment project, and yet it is difficult or impossible to sell securities to ill-informed public investors.

The problem of information asymmetry in the market for corporate securities implies to a firm's debt and equity market, ownership structure, capital structure, and dividend policy."

Teori asimetris ini sangat besar perannya dalam manajemen keuangan. Adanya informasi yang tidak simetris antara insider dengan investor mengakibatkan kebijakan perusahaan direspon tidak seperti yang diharapkan, misalnya penjualan saham perusahaan yang dilakukan untuk memperoleh tambahan dana guna membiayai investasi yang profitabel tidak selalu direspon secara positif oleh pasar namun yang terjadi adalah pasar justru bereaksi negatif terhadap penjualan saham baru. Pasar mempunyai dua pandangan pertama penjualan saham baru sebagai sinyal bahwa perusahaan kesulitan keuangan, struktur modalnya tidak baik dan ingin diperbaiki atau

ingin meningkatkan *debt capacity*. Kedua, pasar menduga bahwa investor atau pemilik perusahaan ingin keluar dari bisnis, melakukan diversifikasi di bisnis yang lain. Hal ini dilakukan karena risikonya yang sudah terlalu tinggi. Dengan kata lain investor baru mungkin curiga bahwa investor lama ingin berbagi risiko dengan orang lain.

Contoh lain adalah menyangkut kebijakan dividen. Meskipun hingga saat ini belum ada pengujian empiris yang hasilnya secara jelas menunjukkan dividen yang paling baik, tetapi manajemen dapat memahami bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap setiap pengurangan dividen. Adanya *dividend cut* atau *dividend omission*, selalu direspon negatif oleh pasar. Gordon dan Litner menggunakan bukti empiris ini untuk mendukung *bird in the hand theory*nya sementara Modigliani dan Miller menolak anggapan bahwa investor lebih menyukai dividen dibanding dengan capital gain. Mereka beranggapan bahwa terdapat *information content* dalam pengumuman dividen. Dividen digunakan sebagai sinyal bagi prospek perusahaan di masa datang. Dengan demikian kenaikan dividen diartikan oleh pasar sebagai sinyal positif dan sebaliknya pengurangan dividen digunakan sebagai sinyal negatif bagi prospek perusahaan. Sementara itu dari sisi manajemen mungkin perusahaan terpaksa harus mengurangi pembayaran dividen hanya karena memerlukan tambahan dana untuk investasi. Tetapi sekali lagi karena adanya informasi asimetris ini mengakibatkan apa yang diinginkan oleh manajemen tidak dipahami secara benar oleh investor dan pasar. Oleh sebab itu tidak jarang manajemen enggan untuk mengurangi dividen, mereka akan berusaha untuk mempertahankan dividen yang stabil.

Persaingan produk di pasar dan pemisahan kepemilikan dan pengawasan dalam perusahaan menyebabkan terciptanya sebuah *asymmetry* antara manajemen perusahaan dengan pihak-pihak yang membutuhkan informasi mengenai nilai perusahaan. Untuk menjelaskan informasi asimetris ini diasumsikan bahwa kepentingan utama dari pemegang saham perusahaan yang telah *go public* adalah memaksimalkan nilai pasar

equity perusahaan, untuk mencapai tujuan tersebut maka pemegang saham membuat kontrak dengan manajemen untuk mencapai tujuan pemegang saham (saat ini kita mengabaikan *agency problem* yang terjadi antara pemegang saham dengan manajemen).

Untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham, manajemen harus mengembangkan rencana dan operasi strategis yang akan menghasilkan keuntungan jika produk dipasarkan dengan asumsi produk dapat bersaing di pasar. Agar produk memiliki daya saing maka rencana dan operasi strategis perusahaan tidak boleh diketahui oleh pesaing perusahaan. Konsekuensinya adalah manajemen tidak boleh memberitahukan rencana dan operasi strategisnya kepada pemegang saham karena jika setiap rencana dan operasi strategis manajemen diberitahukan kepada pemegang saham maka ada kemungkinan pesaing perusahaan membeli saham perusahaan di pasar sekunder sehingga pesaing akan menjadi pemegang saham dan pesaing memiliki akses terhadap informasi strategis perusahaan. Sebagai tambahan manajemen juga harus mengurangi penyebaran informasi terhadap kreditor perusahaan karena hutang perusahaan juga diperjualbelikan di pasar sekunder.

Berdasarkan alasan-alasan persaingan produk di pasar maka umumnya manajemen sangat berkepentingan untuk memiliki informasi yang lebih baik tentang operasi perusahaan dan juga nilai saham perusahaan yang sesungguhnya dibandingkan dengan pemegang saham, kreditor, dan semua pihak yang berada di pasar modal (Ogden *et al.*, 2002,105)

2.1.8.1 Asimetris Informasi dan Struktur Kepemilikan Secara Umum

Masalah informasi asimetris juga mempengaruhi perusahaan lain sebab informasi asimetris secara alami terjadi karena pemisahan manajemen dengan pemegang saham dalam operasi perusahaan untuk menciptakan produk yang memiliki

persaingan tinggi di pasar. Pertanyaan yang muncul adalah mengapa semua perusahaan melakukan pemisahan antara pengelolaan dan kepemilikan, jawabannya adalah bahwa keuntungan dari pemisahan ini lebih tinggi dibanding biaya asimetris informasi yang dihasilkan oleh pemisahan tersebut.

Alternatif jawaban lainnya adalah sesuai dengan pendapat *Leland and Pyle* yang menjelaskan dengan lebih tajam bahwa manajer dapat memberikan sinyal yang dapat dipercaya tentang nilai perusahaan yang sesungguhnya dengan menunjukkan kesejahteraan dirinya sebagai manajer dibandingkan dengan kepentingannya untuk memiliki saham perusahaan. Bagi beberapa manajer pendapatannya tidak mencukupi untuk membeli saham perusahaan. Lebih-lebih ketidakterikatan kesejahteraan manajer dengan nilai perusahaannya akan membawa manajer bahkan lebih dekat kepada sebuah keterikatan antara kinerja perusahaan dengan gaji manajer melalui bonus yang berdasarkan pada *earning* yang mampu dicapai manajer atau termasuk *stock option* dalam kontrak manajer yang akan dibayar jika harga saham perusahaan bergerak naik (*Ogden et al., 2002, 105*).

2.1.8.2 Principals-Agent Conflict dan Informasi Asimetris

Saat informasi asimetris terjadi manajer memiliki kesempatan dan dorongan untuk memperbesar kualitas proyek yang terus menerus mereka bangun. Dorongan yang ada untuk memperbesar kualitas proyek baru tersebut karena dua alasan yaitu pertama dengan peningkatan kualitas proyek manajer ingin meningkatkan harga saham perusahaan dan alasan kedua adalah bila kompensasi manajer berdasarkan peningkatan harga saham maka manajer akan memperoleh bonus yang diinginkanya. Untuk menjelaskan *Agency conflict* dan *Asymmetric information* ini *Ogden et al. (2002, 106)* mengacu pada beberapa penelitian yaitu :

Penelitian *Noc and Rebello (1996)* mengembangkan sebuah model teoritis yang

menguji secara serentak pengaruh informasi asimetris dan *managerial self-interest* terhadap keputusan pendanaan dan kebijakan dividen perusahaan. Dijelaskan bahwa perusahaan dengan manajer dan sejumlah besar insider (pemegang saham yang juga masuk dalam jajaran manajemen) membutuhkan dana untuk investasi. Anggaran perusahaan terbatas yang mengakibatkan penambahan dividen akan menyebabkan tambahan kebutuhan sumber dana dari luar perusahaan sehingga apakah perusahaan akan meningkatkan dividen atau menambah dana eksternal (apakah berupa hutang atau saham?)

Pemberian dividen akan menurunkan konflik keagenan yang menyebabkan *free cash flow* perusahaan tidak dapat disalahgunakan oleh manajer dan dividen juga penting sebagai sinyal tentang nilai perusahaan dalam keadaan *asymmetric information* di pasar modal. Peningkatan dividen akan menyebabkan peningkatan kebutuhan dana eksternal yang keduanya memiliki masalah biaya yang berlawanan. Noe and Rebbio berpendapat pemberian dividen ditentukan oleh penyelesaian konflik keagenan, untuk kebutuhan dana eksternal manajer cenderung untuk meminimalkan penggunaan hutang karena kewajiban tetap yang ditanggung perusahaan namun biaya *equity* yang lebih besar menyebabkan manajer memilih untuk menggunakan hutang.

2.1.8.3 Informasi Asimetris dan Pecking Order Theory

Pemilihan struktur modal yang optimal dalam keadaan terjadinya *asymmetric information*, Ross (1977) berpendapat bahwa manajer dapat menunjukkan bahwa perusahaan yang dipimpinnya memiliki kualitas yang semakin tinggi dengan melakukan penerbitan hutang di pasar modal. Secara umum pendanaan internal versus eksternal, Myers and Majluf (1984) berpendapat ketika terjadi informasi asimetris antara pasar dan manajer, pendanaan eksternal memiliki biaya yang lebih tinggi daripada pendanaan internal. Lebih jauh terdapat *pecking order* atau penetapan struktur

pendanaan berdasarkan preferensi dalam penentuan pilihan pendanaan perusahaan. Ketika perusahaan membutuhkan tambahan dana maka perusahaan pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian pilihan berikutnya adalah menggunakan hutang dan pilihan terakhir adalah menggunakan pendanaan dengan saham.

2.1.9 Struktur Kepemilikan

Perusahaan go publik yang menggunakan sumber dana dari emisi saham akan memiliki pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan dalam perusahaan. Berle dan Means (1932) adalah orang-orang pertama yang membahas secara formal dalam bukunya mengenai pemisahan antara *ownership* dan *control* dalam perusahaan modern. Di hampir semua perusahaan-perusahaan besar, *ownership* ditetapkan dalam satu kelompok yang disebut *shareholder* yang disebut *principals* dan *control of the firm's operations* ditetapkan dalam sebuah kelompok terpisah yang disebut *management (agent)* yang disewa oleh *shareholder*, walaupun telah dikatakan bahwa *shareholder* dan manajemen perusahaan memiliki kelompok yang berbeda namun adalah merupakan hal yang umum bahwa manajemen memegang sejumlah saham perusahaan dan beberapa pemegang saham merupakan bagian dari manajemen perusahaan.

Pemisahan kepemilikan dan manajemen mencerminkan dikotomi ekonomi umum, yang dapat dijelaskan bahwa terdapat orang-orang yang memiliki modal tapi tidak memiliki waktu dan keterampilan untuk menghasilkan keuntungan dari investasi yang dilakukan, dan di sisi lain terdapat orang-orang yang memiliki keterampilan untuk menghasilkan keuntungan dari investasi namun tidak memiliki modal. Perusahaan menyatukan kedua faktor produksi yaitu *capital* dan *labor* secara bersama-sama dalam sebuah struktur efisien yang formal (Ogden *et al.*, 2002,75).

Pengertian struktur kepemilikan menurut Ogden *et al.* (2002;14) adalah :

"The distribution of a firm shares among classes of investors is called its ownership structure. A primary determinant of a firm's ownership structure is whether the firm's equity is privately held or trades publicly on an exchange. For the typical publicly traded firm, major classes of shareholders include (a) The firm managers and board of directors, who are called insiders, (b) financial institution, especially mutual funds and pension funds, (c) individual investors at large, and (d) others firms. Owner in category (b), (c), and (d) are called outsider. If insiders hold a large proportion of a firm equity share, it is said that the firm is closely held. Conversely, if the numerous outsider dominate the ownership of a firm's share, the firm's ownership is diffuse"

Salah satu cara untuk mengatasi *Agency Conflict* dan *Asymmetric Information* yang ditimbulkan oleh pemisahan antara kepemilikan dan penguasaan dalam perusahaan adalah pemberian kompensasi berupa bonus saham di akhir tahun kepada manajemen yang telah berprestasi dalam pencapaian tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Adanya kepemilikan saham oleh manajemen akan menyebabkan terjadinya keselarasan antara kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajemen, begitu juga bila manajemen masuk dalam struktur kepemilikan perusahaan maka informasi asimetris antara pemegang saham dengan manajemen dapat diurangi.

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang (Larraga and Saez, 1998) yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan di antara berbagai pemegang klaim. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dan *outsider* melalui pengungkapan informasi di pasar modal.

Fama and Jensen (1983) menyatakan bahwa pemisahan fungsi antara pemilik dan kontrol dapat menimbulkan keagenan, karena itu diperlukan pengaturan yang maksimal. Salah satu bentuk pengaturan tersebut melalui struktur kepemilikan tertentu yang merupakan satu dimensi dari *corporate governance* dan bertujuan untuk

memhatasi gerak langkah manajemen sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Gedajlovic and Shapiro, 1998). Berdasarkan penelitian tersebut struktur kepemilikan dibedakan berdasarkan konsentrasi kepemilikan saham yang dihedakan atas *insider* atau *institutional ownership* (Eropa dan Jepang) serta menyebar pada *outsider ownership* (UK dan USA).

Holdemess *et al.* (1999) dalam Gillian dan Starks (2000) menunjukkan adanya peningkatan kepemilikan oleh pihak manajemen pada perusahaan-perusahaan publik. Selanjutnya disebutkan bahwa kepemilikan manajemen telah meningkat dari 13 % pada tahun 1935 menjadi 21 % pada tahun 1995. Tingginya kepemilikan manajemen sebenarnya dipicu oleh teori keagenan bahwa dengan semakin banyak saham dimiliki oleh pihak manajemen maka semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen (Crutchley and Hansen, 1989)

Peran kepemilikan institusi timbul karena adanya konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Jensen and Meckling, 1976). Untuk mengendalikan konflik tersebut maka timbul aturan-aturan yang berfungsi untuk mengatasi konflik tersebut. Contoh : peraturan di pasar modal menekankan manajemen untuk berorientasi pada kepentingan pemegang saham (Gillian and Starks, 2000).

Kepemilikan dari luar perusahaan atau kelompoknya justru akan memacu berjalannya *corporate governance* (Vafeas 1999). Maher and Anderson (2000) menunjukkan bahwa semakin terkonsentrasinya kepemilikan pada pihak di luar perusahaan maka kinerja perusahaan menjadi lebih baik.

Sesuai dengan penelitian Gillian and Starks maka kepemilikan manajerial dalam perusahaan dapat diukur dengan prosentase besarnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan.

Studi empiris di Asia Timur, Asia Selatan, Timur Tengah, Amerika Latin, Eropa Barat dan Afrika menunjukkan bahwa perusahaan publik dimiliki oleh para

pemegang saham pengendali, dan kebanyakan mereka adalah kalangan keluarga (La Porta *et al.*, 1999; Fan dan Wong, 2001). Bahkan hasil studi Claessen *et al.* (2000) menunjukkan hampir semua negara berkembang di Asia Timur, kepemilikan perusahaan terkonsentrasi di tangan keluarga. Lebih dari dua pertiga perusahaan di Asia Timur dikendalikan oleh pemegang saham tunggal serta ditemukan juga pemisahan manajemen dengan kepemilikan jarang terjadi dan 60% manajemen puncak perusahaan yang terkonsentrasi tersebut adalah sanak keluarga pemegang saham kendali, sehingga ada pemisahan antara kepemilikan dan manajemen namun tidak ada pemisahan antara kontrol dan manajemen.

Hasil Studi Claessen (2000) konsisten dengan hasil studi sebelumnya bahwa problem keagenan relevan bukan masalah antara pemegang saham dengan manajemen namun antara pemegang saham kendali dengan pemegang saham minoritas. Pranoto (2000) dalam Umar (2005), kepemilikan perusahaan di bursa efek di Indonesia sangat terkonsentrasi dan pihak manajemen diangkat dan diberhentikan oleh pemegang saham pengendali, sehingga hampir semua manajer merupakan kaki tangan kelompok pengendali. Kelompok pengendali mengandalkan jalur kedekatan hubungan dengan para penguasa. Pada kepemilikan terkonsentrasi ini, kelompok pengendali dan pihak afiliasi mempunyai kekuatan dominan yang dapat membangkitkan dorongan dan ketiadaan kelompok pengendali untuk melobi pemerintah dan aparat publik guna mendapatkan perlakuan istimewa dalam urusan bisnisnya.

Tiap negara telah banyak mengembangkan mekanisme *corporate governance* yang berbeda untuk dapat mengatasi masalah keagenan yang timbul karena pemisahan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Beberapa mekanisme dapat dibedakan atas struktur kepemilikan yang menyebar (*outsider system*) sedang yang lain disebut dengan kepemilikan terkonsentrasi (*insider system*). Kepemilikan yang menyebar menyebabkan konflik antara manajer yang memiliki posisi kuat dengan pemegang

saham yang posisinya lemah karena jumlah kepemilikannya relatif kecil, sedangkan pada kepemilikan yang terkonsentrasi konflik terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Mekanisme mana yang baik, masih banyak menimbulkan perdebatan. Maher and Andersson (2000) menyebutkan bahwa mekanisme yang terkonsentrasi pada pihak tertentu seperti pada negara-negara Jepang dan Jerman menunjukkan hasil yang lebih baik, namun terjadinya krisis di Asia pada tahun 1997 timbul kritik terhadap keefektifan mekanisme tersebut. Kritik tersebut telah dibantah oleh hasil pengujian Gibson (1999) yang menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* efektif berjalan pada *emerging market* yang sebagian besar adalah negara-negara di kawasan Asia.

Di sisi lain perusahaan-perusahaan di Asia Timur memiliki tingkat transparansi serta kualitas *disclosure* yang rendah (Fan and Wong, 2000), sehingga dapat dikatakan bahwa mekanisme yang berjalan di negara-negara Asia Timur jelek. Meskipun demikian ada sanggahan bahwa sebenarnya rendahnya kualitas informasi laporan keuangan disebabkan faktor ekonomi biaya tinggi yang berada di luar kendali perusahaan dan merupakan karakteristik pada negara-negara berkembang

Dengan adanya kontradiksi keefektifan mekanisme *corporate governance* yang menekankan pada *insider system* maka penelitian ini bertujuan memberikan bukti empiris keefektifan mekanisme tersebut jika dilihat dari perspektif *value relevance*.

2.1.10. Price Earning Ratio

Price Earning Ratio disebut juga dengan *earning multiplier* yang merupakan salah satu rasio yang terdapat dalam *market value ratio*. *Market value ratio* menghubungkan harga pasar saham dengan *earnings*, *cash flow* dan *book value per share*. Rasio-rasio yang termasuk dalam *market value ratio* memberikan manajemen

indikasi dari apa yang dipikirkan oleh investor yang berada di pasar modal terhadap kinerja perusahaan yang telah lalu maupun prospek perusahaan di masa yang akan datang. Jika rasio likuiditas, *assets management*, *debt management* dan rasio profitabilitas perusahaan terlihat baik maka *market value ratio* akan tinggi. Tingginya *price earning ratio* menunjukkan tingginya harga saham perusahaan atau besarnya investasi saham yang dilakukan investor melebihi *earning* yang mampu dicapai perusahaan (Brigham and Ehrhardt, 2002,86)

"Price Earning Ratio shows how much investors are willing to pay per dollar of reported profit" (Brigham and Ehrhardt, 2002,86) Adapun cara untuk menghitung *Price Earning Ratio* adalah :

Price Earning Ratio = Price per share/ Earning per share (EPS)

EPS = Laba setelah pajak / jumlah saham

Price per share = harga per lembar saham

2.1.11. Economic Value Added

Beberapa tahun terakhir ini banyak penelitian yang berkaitan dengan pencarian pengukuran kinerja tahunan yang bisa memberikan informasi tentang penciptaan nilai bagi perusahaan. Pengukuran kinerja keuangan tradisional seperti ROL, ROE, dan EPS telah mendapat kritikan dari beberapa analis karena tidak mampu memberi informasi apakah telah tercipta nilai tambah bagi perusahaan.

EVA merupakan ukuran kinerja operasional yang dicetuskan pertama kali oleh Stern and Steward (1991) sebagai jawaban atas metode penilaian yang lebih baik karena penggunaan EVA sebagai dasar menyusun tujuan, mengalokasikan modal, mengevaluasi kinerja, menentukan bonus maka keputusan menjadi lebih efektif, dan sistem bonus menjadi lebih mengena untuk yang berkepentingan

Seperti dikatakan Steward (Steward G Bennett, 1991) *"A Corporate value con*

show whether a company currently is trading for fair value and thus whether it is in need of improved communication with its investors, whether it is advisable to raise or to retire equity at current price, and whether an overall restructuring needs to be considered"

EVA adalah salah satu ukuran penilaian kebijakan manajerial dan kompensasi dengan kriteria penciptaan nilai (*Economic Value Added*). EVA mampu menghitung laba ekonomi yang sebenarnya pada tahun tertentu dan sangat berbeda jika dibandingkan dengan laba akuntansi. EVA mencerminkan *residual income* yang tersisa setelah semua biaya modal, termasuk modal saham telah dikurangkan. Sedangkan laba akuntansi dihitung tanpa mengurangkan biaya modal.

Stern dan Stewart mengukur laba ekonomi dengan EVA yang didefinisikan dengan formula sebagai berikut :

$$EVA = \text{Net Operating profit After Tax (NOPAT)} - \text{Capital Charge}$$

$$EVA = NOPAT - kw (NA)$$

Stern Stewart melakukan beberapa penyesuaian terhadap laba operasi setelah pajak yang disusun menurut Standar Akuntansi Keuangan untuk menghilangkan kemungkinan distorsi yang ditimbulkan. Penyesuaian dilakukan dengan menambahkan cadangan ekuitas ekuivalen ke modal serta menambahkan beban periodiknya ke laba operasi setelah pajak. Cadangan ekuitas ekuivalen antara lain cadangan piutang tak tertagih, amortisasi kumulatif *good will* dan aktiva tak berwujud yang dikapitalisasikan (biaya pengembangan dan penelitian)

Total biaya modal menunjukkan besarnya kompensasi atau pengembalian investor atas modal yang diinvestasikan di perusahaan. Kompensasi tergantung pada tingkat risiko perusahaan dengan asumsi bahwa investor tidak menyukai risiko.

Modal berasal dari hutang dan ekuitas, kompensasi pemberi hutang adalah bunga serta pengembalian pokok pinjaman sedangkan kompensasi pemilik ekuitas adalah

dividen dan *capital gain*. Perhitungan biaya modal berdasarkan pada konsep tingkat biaya modal rata-rata tertimbang dilakukan dengan menghitung tingkat bunga setelah pajak dan tingkat biaya modal ekuitas sesuai dengan proporsi hutang dan ekuitas pada struktur modal perusahaan. Beban bunga atas hutang tercermin dalam laporan rugi laba sedangkan biaya modal ekuitas tidak diperhitungkan dalam laporan tersebut.

Karena kompleksitas penyesuaian yang dilakukan Stern Steward dalam prakteknya banyak perusahaan menghitung EVA menurut versinya masing masing namun secara konseptual perhitungan EVA adalah sama yaitu dengan mengurangi biaya modal dari laba.

EVA yang positif menandakan tingkat pengembalian melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang diminta investor atas investasinya. Ini menunjukkan perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal yang konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Sebaliknya EVA negatif menandakan nilai perusahaan berkurang akibat tingkat pengembalian yang lebih rendah dibandingkan tingkat pengembalian yang dituntut investor.

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa manajer harus memaksimalkan EVA jika ingin meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu sebagai pengukur kinerja perusahaan, EVA secara langsung menunjukkan seberapa besar perusahaan telah menciptakan nilai bagi pemilik modal.

Selama ini ada perdebatan tentang ukuran kinerja earnings (ROI dan ROA) dan EVA, mana yang lebih baik digunakan sebagai pengukur kinerja. Ho *et al.* (2000) menunjukkan bahwa EVA merupakan ukuran kinerja perusahaan yang lebih baik dibanding ukuran yang konvensional, seperti ROA dan ROI. Chen *and* Dodd (1997) menunjukkan meskipun EVA lebih baik dalam menjelaskan *return* saham tetapi ukuran *earning* memberikan kekuatan penjabar yang incremental di atas EVA.

O'Byrne *and* Young (2001) menunjukkan bahwa EVA dan NOPAT merupakan

ukuran kinerja yang sama baiknya. EVA disebutkan lebih baik sampai dengan 50% dibanding *earning* dalam menjelaskan kesejahteraan pemegang saham (Steward, 1991). Hasil penelitian Biddle, Howen and Wallace (1996) menunjukkan bahwa *earning* lebih menunjukkan keterkaitannya dengan *return* saham dibanding EVA.

Hall and Hummer (2000) menyatakan bahwa EVA merupakan ukuran kinerja internal terhadap operasi perusahaan tahunan. EVA merefleksikan kesuksesan usaha manajer perusahaan untuk menambah nilai pada investasi pemegang saham. EVA merupakan *residual income* yang didapat dari laba operasional setelah dikurangi total *cost of capital*. EVA yang positif menunjukkan bahwa perusahaan memberikan nilai tambah bagi pemegang sahamnya.

EVA dikatakan sebagai satu satunya pengukur yang relevan dengan tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. EVA dihitung dengan melihat tingkat bunga ekonomis dari suatu perusahaan (Steward, 1990). *Economic Value Added* sebenarnya merupakan penyeimbang konsep profitabilitas perusahaan yang menyatakan bahwa modal digunakan untuk menghasilkan keuntungan. Jika laba perusahaan setelah pajak lebih besar dari biaya modal rata-rata tertimbang yang digunakan dalam usahanya maka EVA positif.

2.1.12. Struktur Kepemilikan, Pola Pendanaan, Risiko, PER dan EVA

Dari tujuan teoritis maka dapat disimpulkan bahwa bila perusahaan mengambil keputusan pendanaan dengan *go public* di pasar modal melalui emisi saham maka konsekuensinya adalah terjadinya pemisahan antara pemegang saham atau pemilik (*owner*) dengan manajemen (*control*). Pemisahan ini akan menimbulkan konflik antara pemilik dan manajemen karena adanya perbedaan kepentingan diantara mereka. Sesungguhnya tujuan manajemen perusahaan harus sesuai dengan tujuan pemilik perusahaan yaitu maksimalisasi kesejahteraan pemegang saham karena

manajemen adalah orang-orang yang disewa untuk melakukan pengawasan dalam perusahaan oleh pemegang saham.

Beberapa hasil studi menyatakan dengan adanya kepemilikan manajemen, memperlihatkan nilai pasar saham perusahaan lebih tinggi, sebab dengan kepemilikan saham oleh manajemen yang cukup kecil dapat membuat kepentingan pemegang saham dengan manajemen menyatu (Jensen and Meckling, 1976) dan keikutsertaan manajemen dalam kepemilikan perusahaan dapat memberikan sinyal positif bagi investor di pasar modal karena menunjukkan kualitas prospek perusahaan karena manajer hanya akan bersedia menginvestasikan sejumlah besar kekayaannya dalam perusahaan bila ia yakin bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik dan akan berhasil (Morck *et al.*, 1988 ; Mc Connel and Servaes, 1995).

Bila kepemilikan manajer semakin besar dalam perusahaan maka semakin besar hak suara mereka dan manajer yang memiliki saham dalam jumlah yang cukup besar cenderung akan membuat kubu perlindungan (*to entrench*) untuk menghindari pantauan dewan komisaris dan mekanisme kontrol lainnya. Dengan memperhatikan kepemilikan manajemen tersebut di atas nampak bahwa pola kepemilikan manajemen mempunyai efek *ambivalent* terhadap kinerja perusahaan. Di satu pihak kepemilikan manajerial dipandang sebagai alat untuk menasejajarkan kepentingan manajer dengan para pemegang saham di lain pihak kepemilikan manajer yang berlebihan cenderung mengembangkan kubu pertahanan.

Efek *ambivalent* kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan ini dibuktikan dengan hasil penelitian Morck *et al.* (1988) ; Mc Connel and Servaes, (1995), Holderness *et al.* (1999) dalam Wilopo dan Sekar yang menyatakan terdapat hubungan non monotonik linear antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan meningkat sejalan dengan peningkatan kepemilikan manajerial sampai dengan level tertentu, melampaui level ini maka efek *entrenchment* menjadi

dominan yang menyebabkan turunnya nilai perusahaan, sehingga dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan tidak otomatis dapat dimaksimalkan dengan memaksimalkan kepemilikan manajerial.

Kepemilikan manajerial bukanlah satu-satunya cara menyatukan kepentingan para pemegang saham dengan manajemen perusahaan. Jensen (1986) dan Stiglitz (1985) dalam Amiruddin (2005) menyarankan untuk mengkonsentrasikan kepemilikan dalam blok besar dalam tangan sekelompok kecil pemegang saham, karena kelompok ini mempunyai dorongan yang lebih kuat untuk memantau dan mengontrol keputusan dan aksi para manajer. Kepemilikan terkonsentrasi berlebihan terutama pada pasar modal yang sedang berkembang, para pemegang saham dapat terbagi menjadi dua kelompok yaitu kelompok pemegang saham pengendali dan kelompok pemegang saham minoritas. Di Indonesia, pemegang saham pengendali yang dikenal juga sebagai pemegang saham mayoritas umumnya adalah pendiri perusahaan yang memiliki kepentingan untuk mengendalikan pihak manajemen perusahaan lebih dominan dibandingkan dengan pemegang saham minoritas berfungsi sebagai investor yang lebih mengharapkan *capital gain*. Karakteristik kelompok pemegang saham ini banyak ditemui pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada bursa efek di Indonesia (konglomerat) dan di Korea (*chaebol*)

Dengan adanya pendapat yang berbeda mengenai keefektifan mekanisme *Corporate Governance* yaitu struktur kepemilikan yang menyebar atau struktur kepemilikan yang terkonsentrasi maka dalam penelitian ini akan diuji pengaruh kepemilikan manajemen terhadap kebijakan pendanaan perusahaan yang diukur dengan pola pendanaan untuk mengetahui apakah benar di perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta terjadi struktur kepemilikan yang terkonsentrasi seperti hasil penelitian terdahulu

Dari pengujian pengaruh kepemilikan manajemen terhadap pola pendanaan, jika

didapat pengaruh yang signifikan berarti kepemilikan manajemen mempengaruhi besar kecilnya sumber dana eksternal yang digunakan sehingga ada kemungkinan konflik antara manajemen dengan pemegang saham bila keputusan pendanaan yang diambil oleh manajemen berorientasi pada kepentingannya sendiri. Konflik antara manajemen dan pemegang saham ini menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* yang terjadi adalah struktur kepemilikan yang menyebar.

Bila pengaruh kepemilikan manajemen terhadap pola pendanaan tidak signifikan maka berarti bahwa kepemilikan manajemen tidak mempengaruhi besar kecilnya penggunaan sumber dana eksternal, pengaruh yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa pendanaan perusahaan dipengaruhi oleh pemegang saham pengendali sehingga konflik yang akan terjadi bukan antara manajemen dengan pemegang saham namun pemegang saham pengendali (mayoritas) dengan pemegang saham minoritas bila pemegang saham pengendali berorientasi hanya pada kepentingannya sendiri.

Untuk mengetahui apakah mekanisme *corporate governance* yang digunakan perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa efek Jakarta mampu menciptakan nilai perusahaan maka diuji pengaruh kepemilikan manajemen terhadap EVA bila terdapat hasilnya positif dan signifikan maka berarti mekanisme *corporate governance* yang digunakan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa efek Jakarta efektif, karena penciptaan nilai perusahaan mampu dicapai.

Selain dapat membuktikan mekanisme *corporate governance* yang digunakan perusahaan maka penggunaan pola pendanaan sebagai cerminan keputusan pendanaan perusahaan dapat membuktikan penggunaan *pecking order* dalam penentuan keputusan pendanaan karena pola pendanaan memperhitungkan seberapa besar dana intern dibandingkan dengan dana ekstern yang digunakan perusahaan.

Pecking order theory mengacu pada konsep keamanan atau penghindaran

risiko, namun secara empiris konsep ini perlu diuji dengan melihat pengaruh pola pendanaan dengan risiko perusahaan. Bila Pola pendanaan tidak berpengaruh terhadap risiko maka dapat dikatakan bahwa benar konsep ini menghindari risiko.

Kepemilikan manajemen dalam perusahaan selain dianggap mampu mengurangi konflik keagenan juga dianggap mampu menghilangkan informasi asimetris antara *insider* (pemegang saham yang ada di dalam perusahaan) dengan *outsider* (pemegang saham di luar perusahaan). Adanya informasi yang asimetris dapat dilihat dari pengaruh antara kepemilikan manajemen, keputusan pendanaan dan risiko terhadap PER.

2.1.13. Struktur Kepemilikan, Pola Pendanaan dan Risiko

Jensen *et al.* (1992) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang tetapi kebalikannya tidak. Magginson (1997) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam hubungannya dengan kebijakan hutang dan dividen mempunyai peranan penting dalam mengendalikan keuangan perusahaan, agar sesuai dengan keinginan pemegang saham. Hutang yang rendah diharapkan mengurangi risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Peningkatan risiko keuangan berarti menimbulkan konflik sehingga diperlukan pengaturan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi konflik keagenan.

Kim and Sorenson (1986) menyatakan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan hutang. Hubungan ini dipelajari dari *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* atau perusahaan tertutup menggunakan hutang untuk mendanai perusahaannya karena dengan kepemilikan yang besar oleh pihak *insider* maka *insider* akan berusaha mempertahankan kontrol terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga

meningkatkan penggunaan hutang.

Mehran dan Berger *et al.* (1997) menunjukkan adanya pengaruh positif karakteristik pengelolaan perusahaan pada *leverage*. Dengan hubungan yang positif ini maka pemegang saham mayoritas dapat meningkatkan *leverage*. Hasil penelitian ini sesuai dengan kondisi di Indonesia karena perusahaan-perusahaan yang go publik di Indonesia lebih mengandalkan hutang dibanding penerbitan saham.

Dalam kondisi suatu perusahaan dikuasai oleh satu pemegang saham tertentu maka timbul *free rider*. Pemegang saham mayoritas cenderung memiliki dorongan untuk mengambil tindakan monitoring atau aktivitas-aktivitas yang lain. Tindakan monitoring ini jika memberikan hasil yang menguntungkan maka dapat dinikmati oleh semua pemegang saham meskipun mereka tidak melakukan tindakan apapun. Meskipun demikian pengaruh positif pemegang saham institusi masih banyak diperdebatkan. Gillian and Starks, (2000) menyatakan bahwa kepemilikan institusional karena mereka dapat memaksa manajer untuk memikirkan kinerja perusahaan dalam jangka panjang. Walaupun demikian Murphy and Van Noy (1994) menunjukkan bahwa tidak semua kepemilikan institusional berdampak positif, tergantung jenis institusinya. Dana pensiun dikatakan merupakan salah satu institusi yang tidak memberikan manfaat bagi manajemen karena mereka tidak mempunyai keahlian untuk memberikan masukan bagi manajemen perusahaan karena itu kepemilikan oleh insutusi dana pensiun dapat dikatakan sebagai *free rider*.

Berdasarkan *pecking order hypothesis* dan penelitian Jensen maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial menyebabkan manajer akan memiliki kepentingan yang sama dengan pemegang saham sehingga manajer akan mengurangi hutang untuk menghindari risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Bila manajer menghindari risiko yang ditimbulkan oleh hutang maka perilaku manajer akan sesuai dengan *pecking order hypothesis* sehingga mengurangi konflik keagenan yang

mungkin timbul akibat risiko kebangkrutan dan *financial distress*.

2.1.14. Struktur Kepemilikan dengan Price Earning Ratio dan Economic Value Added

Penilaian kinerja hingga saat ini sudah beragam. Lambert (2001) menyatakan bahwa sebagian orang meragukan ukuran kinerja hanya didasarkan laporan kinerja masa lalu. Kemudian dikembangkan ukuran-ukuran kinerja yang lebih komprehensif dengan menggunakan ukuran non keuangan seperti *balance scorecard* (Kaplan and Norton, 1996). Satu perusahaan konsultan juga telah mengembangkan satu ukuran kinerja yang menekankan pada penciptaan nilai bagi pemegang saham, yaitu *economic value added* (EVA) dan kemudian mereka mengatakan bahwa inilah ukuran kinerja yang baik.

Pengukuran kinerja perusahaan dengan menggunakan data pasar dapat tercermin dalam Price Earning Ratio yang mampu dicapai oleh perusahaan. Bila PER rendah berarti perusahaan dinilai rendah oleh pasar dan bila PER tinggi maka perusahaan dinilai tinggi oleh pasar. Penggunaan PER sebagai pengukur kinerja digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya informasi asimetris antara *insider* dengan *outsider*, sedangkan pengukuran kinerja dengan EVA digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penciptaan nilai bagi perusahaan.

Bukti empiris yang berkaitan dengan hubungan antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan masih beragam. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen akan berpengaruh positif pada kinerja perusahaan (Demsetz and Lehn 1985). Penelitian yang lainnya justru menunjukkan tidak ada keterkaitan antara kepemilikan manajemen dengan kinerja perusahaan (Himmelberg *et al.*, 1999). Mc Connell and Servaes (1995) menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajemen dengan kinerja berbentuk nonlinear. Hernatlin and Weisbach (1991)

menunjukkan bahwa hubungan positif antara kepemilikan manajemen dan kinerja terjadi jika persentase kepemilikan manajemen antara 5-20%, kurang atau lebih dari prosentase tersebut justru akan berakibat negatif.

Chaplinsky and Niehaus (1992) menguji apakah *financial leverage* dan kepemilikan manjerial merupakan faktor yang menentukan harga saham, hasil temuannya sesuai dengan hipotesis tersebut.

Jensen and Meckling (1976) menganalisis pengaruh dari konflik agensi diantara manajer, eksternal investor dan kreditor. Analisis yang dilakukan menyatakan bahwa proporsi kepemilikan oleh manajer mempengaruhi keputusan-keputusan keuangan perusahaan. Leland and Pyle (1977) dan Ross (1977) menyatakan hipotesis bahwa kepemilikan manajer dan keputusan keuangan membantu memecahkan informasi asimetris antara manajer dengan investor eksternal. Jensen, Solberg, and Zorn (1992) menyatakan bahwa kepemilikan insider mempunyai pengaruh negatif pada tingkat hutang dan dividen perusahaan.

Lins (2002) menunjukkan bahwa pemisahan antara manajemen dan pemilik berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan pada negara-negara yang proteksi pemegang saham minoritasnya rendah. Disisi lain pengaruh konsentrasi kepemilikan pada pihak luar perusahaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Selama 15 tahun terakhir aktivitas pemegang saham telah berevolusi dan telah menjadi suatu karakteristik yang penting dan pasar uang. Penekanan utama aktivitas pemegang saham telah berfokus pada kinerja perusahaan yang jelek dan kemudian mereka menekan pihak manajemen untuk memperbaiki kinerjanya sehingga dapat meningkatkan nilai pemegang saham.

Hasil penelitian Taridi (1999) menunjukkan bahwa periode 1995 untuk perusahaan-perusahaan publik di Indonesia, konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif pada kinerja dan *leverage*. Namun demikian *leverage* justru berpengaruh negatif

pada kinerja. Dalam kondisi ini berarti terdapat kemungkinan pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja dimediasi oleh *leverage*.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya karena menguji secara simultan hubungan mekanisme *corporate governance* yaitu struktur kepemilikan terhadap *firm specific* berupa kebijaksanaan-kebijaksanaan strategis yang diambil perusahaan dan kemudian melihat pengaruhnya pada kesejahteraan pemegang saham. Penelitian ini memiliki nilai tambah dibandingkan penelitian sebelumnya karena penelitian ini berusaha melihat dengan lebih komprehensif keterkaitan beberapa variabel yang selama ini dilihat sepotong-sepotong. Dalam arti selama ini penelitian-penelitian yang ada mekanisme *corporate governance* dengan suatu faktor tertentu.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya karena meneliti secara lebih komprehensif mengenai pengaruh kepemilikan manajemen, terhadap pola pendanaan perusahaan, risiko dan kemudian melihat pengaruhnya terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penelitian ini memiliki nilai tambah dibandingkan penelitian sebelumnya karena penelitian ini berusaha melihat dengan lebih komprehensif keterkaitan beberapa variabel yang selama ini dilihat sepotong-sepotong.

Berikut ini akan diuraikan secara singkat beberapa hasil penelitian terdahulu yang menghubungkan variabel struktur kepemilikan, keputusan pendanaan, risiko, PER dan EVA.

Michael C Jensen and William H Meckling (1976) meneliti tentang *Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure* dan hasilnya adalah perusahaan yang telah go publik mengharuskan manajer memperhatikan kesejahteraan pemegang saham, namun peningkatan pertumbuhan perusahaan sesuai dengan nilai pasarnya akan memunculkan *agency cost* yang disebabkan perilaku manajer yang mementingkan

dirinya sendiri sehingga diperlukan pengawasan oleh pemegang saham.

Eugene F Fama (1980) dengan hasil penelitiannya adalah fenomena penyelamatan perusahaan modern yang besar adalah pemisahan antara kepemilikan dan pengawasan. Perbaikan upah manajer yang sesuai dengan kinerjanya mengatasi masalah pemisahan antara kepemilikan dan pengawasan.

Craire E Crutctley and Robert S Hansen (1989) hasil penelitiannya mendukung penjelasan *Agency Theory*, bagaimana manajer perusahaan menentukan kepemilikan sahamnya, tingkat hutang perusahaan dan dividen perusahaan.

Ramaswami Murali and Johnathan B Welch (1989) menemukan harga saham efisien dalam menilai kinerja perusahaan dengan kepemilikan tertutup atau menyebar. Tidak ada bukti perbedaan kinerja karena *cost of agency* antara kepemilikan mayoritas dengan kepemilikan menyebar. Nilai perusahaan tidak perlu dimaksimalkan melalui kepemilikan mayoritas.

Merton Miller (1991) dalam penelitiannya yang berjudul *Leverage* menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Amerika pada tahun 1980-an menggunakan *leverage* yang berlebihan. *Leverage* menimbulkan risiko sosial dan risiko bisnis bagi perusahaan.

Gerald R Jensen, Donald P Solberg, and Thomas S Zorn (1992) hasil penelitiannya mendukung preposisi yang menyatakan bahwa keputusan keuangan dan tingkat kepemilikan *insider* saling tergantung (*interdependent*), khususnya kepemilikan *insider* berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang dan dividen perusahaan. Kepemilikan *insider* berhubungan dengan keuntungan kontrol perusahaan. Hasil ini juga mendukung *pecking order theory* yang menyatakan *agency cost* dan *bankruptcy cost* juga mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan.

Emmett H Griner and Lawrence A. Gordon (1995) dalam penelitiannya yang berjudul *Internal Cash Flow and Capital Expenditure : A Test of Pecking Order and*

Managerial Hypotheses menyatakan bahwa penggunaan internal cash flow untuk mendanai *capital expenditure* bukan disebabkan karena konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham lain tapi lebih merupakan konsekuensi dari informasi asimetris antara manajer dengan pemegang saham potensial

Jay Dahya, A Alasdair Lorie and David M Power (1998) berpendapat bahwa struktur kepemilikan perusahaan memainkan peranan penting dalam menentukan keefektifan pengawasan internal manajer

Sudha Krishnawani, Paul A Spindt, Venkat Subramaniam (1999) dalam penelitian yang berjudul *Information Asymmetric, Monitoring and The Placement Structure of Corporate Debt* menyatakan bahwa peningkatan pengawasan dan peningkatan jumlah pada hutang *privately* membantu menurunkan biaya yang timbul karena konflik pemegang saham dengan kreditor.

Venky Nagar, Kathy Petroni and Daniel Wolfenzon (2000) hasil penelitian ini mendukung ide bahwa kepemilikan menjadi mekanisme penting yang digunakan perusahaan tertutup untuk menurunkan konflik antar pemegang saham. Adanya dilusi dalam kepemilikan saham dapat menurunkan kinerja perusahaan publik besar karena pemegang saham semakin banyak dan menyebar namun dilusi kepemilikan saham bermanfaat bagi perusahaan tertutup.

Timothy J Braisford, Barry R Oliver, and Sandra L H Pua (2000) hasil penelitian ini membuktikan bahwa pemegang saham eksternal memiliki hubungan positif yang signifikan dengan *leverage*. Hasil ini mendukung hipotesis *active monitoring* yang menyatakan kepemilikan eksternal memiliki manfaat yang lebih karena kemampuannya untuk memonitor manajemen, sehingga kepemilikan eksternal dapat menurunkan *managerial opportunis*.

Stijn Claessens, Simeon Djankov and Larry P Ljung (2001) Penisahan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan telah dikenal perusahaan keluarga dan

perusahaan kecil. Di Korea, Singapura dan Taiwan perusahaan besar yang dikontrol keluarga menunjukkan hambatan dalam pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Lebih dari dua pertiga perusahaan dikontrol oleh satu pemegang saham dan pemisahan antara manajemen dan kepemilikan sangat jarang.

Campbell R Harvey, Karl V Lins, and Andrew H Roper (2002) menyatakan bahwa pasar modal yang sedang berkembang memiliki masalah *managerial agency* yang kuat. Hutang dapat mengurangi penurunan nilai perusahaan yang melakukan pemisahan antara kelompok manajemen yang memiliki hak pengawasan dengan kepemilikan *cash flow* dengan proporsional.

Arun Khanna, Sakthi Mahenthiran, and Roberto Curci (2005) hasil penelitian ini kepemilikan manajer menjadi mempengaruhi dan memiliki hubungan signifikan dengan nilai perusahaan.



KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

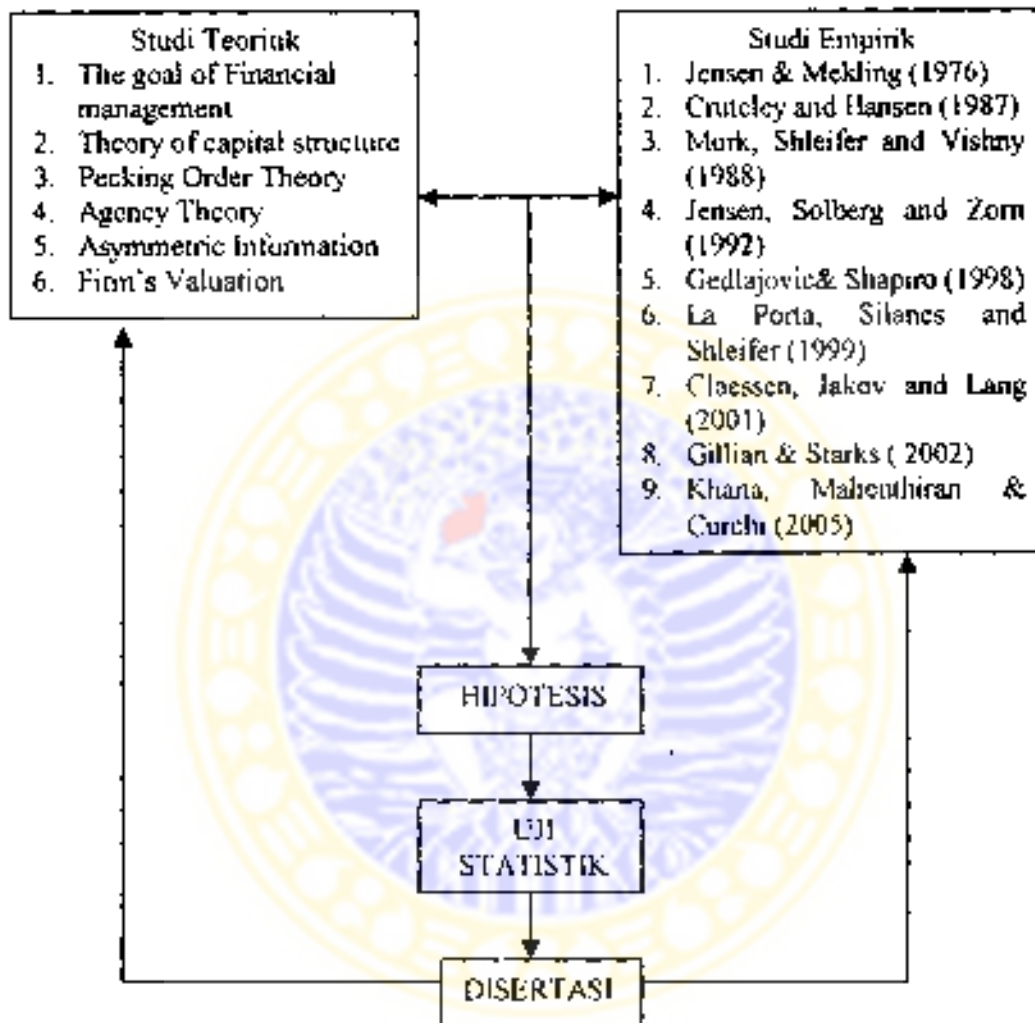
3.1. Kerangka Konseptual

Beberapa penelitian telah membahas hubungan struktur kepemilikan perusahaan dengan penciptaan nilai yang akan berdampak pada kinerja perusahaan. Hubungan antara *corporate governance* dan kinerja keuangan juga telah menjadi isu yang paling kontroversial serta banyak mendapat perhatian para pembuat kebijakan (Maier and Andersson, 2000). Tiap negara telah banyak mengembangkan berbagai mekanisme *corporate governance* yang berbeda untuk dapat mengatasi problem keagenan yang timbul karena adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol. Beberapa mekanisme yang digunakan dapat dibedakan atas kepemilikan yang menyebar (*outsider systems*) sedang yang lain disebut dengan kepemilikan terkonsentrasi (*insider system*)

Di negara-negara USA dan UK mekanisme yang digunakan adalah kepemilikan yang menyebar sedangkan di Eropa dan Jepang cenderung menggunakan mekanisme kepemilikan yang terkonsentrasi (Gedajlovic and Shapiro, 1998). Mekanisme mana yang baik, masih banyak menimbulkan perdebatan. Sampai awal 1990-an disebutkan mekanisme yang terkonsentrasi pada pihak tertentu seperti pada negara-negara Jepang dan Jerman menunjukkan hasil yang lebih baik (Maier and Andersson, 2000). Sejak terjadinya krisis di Asia pada tahun 1997 timbul kritik terhadap keefektifan mekanisme tersebut. Kritik tersebut telah dibantah oleh hasil pengujian Gibson (1999) yang menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* efektif berjalan pada *emerging market* yang sebagian besar adalah negara-negara di kawasan Asia.

Dengan adanya kontradiksi keefektifan mekanisme *corporate governance* yang menekankan pada *insider system* maka penelitian ini bertujuan memberikan bukti empiris keefektifan mekanisme tersebut jika dilihat dari perspektif *value relevance*.

Berdasarkan kajian teoritis dan penelitian terdahulu maka dapat dikembangkan kerangka proses berfikir dan kerangka konseptual penelitian seperti disajikan dalam Gambar 3.1. dan Gambar 3.2.



Gambar 3.1
KERANGKA PROSES BERFIKIR

Dari Gambar 3.1 tampak bahwa dilakukan pendekatan deduktif melalui studi teoritik. Teori pertama yang digunakan sebagai dasar penurunan hipotesis adalah *The goal of Financial management*. Adapun tujuan manajemen keuangan adalah maksimalisasi kesejahteraan pemegang saham tujuan ini sesuai dengan yang diutarakan Ross *et al.* (2005, 14) "*the goal of of corporation is to add value for the stockholders*"

melalui maksimalisasi nilai perusahaan. Tujuan manajemen keuangan ini secara normatif harus mendasari semua keputusan yang diambil manajemen dalam perusahaan. Pencapaian tujuan maksimalisasi kesejahteraan pemegang saham harus mengacu pada konsep *good corporate governance* agar pihak-pihak yang mempunyai andil pada perusahaan tidak ada yang dirugikan dalam pencapaian tujuan perusahaan.

Theory of capital structure atau disebut juga *trade-off theory* oleh Modigliani and Miller dan *Pecking Order Theory* oleh Myers digunakan sebagai dasar teori dalam penentuan pedoman keputusan pendanaan yang digunakan oleh perusahaan, apakah perusahaan menggunakan pedoman *balancing theory* ataukah perusahaan menggunakan *pecking order theory* dalam penentuan keputusan pendanaan perusahaan. Sedangkan *Agency Theory* oleh Jensen and Meckling dan *Asymmetric Information* dari Gordon and Litner (Sartono, 2001:xxi) merupakan dua teori yang muncul sebagai konsekuensi dari keputusan pendanaan perusahaan apabila perusahaan menggunakan sumber dana dengan melakukan emisi di pasar modal yang menyebabkan terjadinya pemisahan antara pemegang saham (pemilik perusahaan), kreditur dengan manajer (pengelola perusahaan).

Firm's valuation merupakan teori yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan. Pengukuran kinerja perusahaan yang mengacu pada tujuan manajemen keuangan yaitu *Price Earning Ratio* adalah pengukuran kinerja perusahaan yang mampu mengukur terjadinya penciptaan nilai bagi perusahaan menggunakan konsep EVA sesuai dengan perhitungan Stern and Steward .

Adapun pendekatan induktif melalui studi empirik yang menjadi acuan penelitian ini adalah penelitian dari Jensen and Meckling (1976) yang menyatakan bahwa perusahaan yang telah *go public* merupakan hal yang menarik bagi jutaan orang dan manajer harus memperhatikan kesejahteraan mereka (pemegang saham) berdasarkan hubungan yang kompleks dengan hak dari peserta (pemegang saham).

Peningkatan pertumbuhan perusahaan yang go publik sesuai dengan nilai pasarnya akan memunculkan *agency cost* pada perusahaan karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer akibat pemisahan antara kepemilikan (pemegang saham) dengan pengelola perusahaan (manajer).

Penelitian kedua adalah penelitian Crutley and Hansen (1987) yang mendukung penjelasan *agency theory* yaitu adanya pemisahan antara pemegang saham (*principals*) dengan manajer (*agent*) akan dapat menimbulkan konflik karena adanya perbedaan kepentingan dari *principals* dengan *agent*. Penelitian ketiga Mork, Shleifer and Vishny (1988) menemukan bahwa kepemilikan manajemen memiliki hubungan *non monotonic* dengan nilai pasar perusahaan yaitu peningkatan kepemilikan oleh manajemen mula-mula dapat meningkatkan nilai perusahaan namun pada tingkat tertentu peningkatan kepemilikan manajemen akan menurunkan nilai perusahaan.

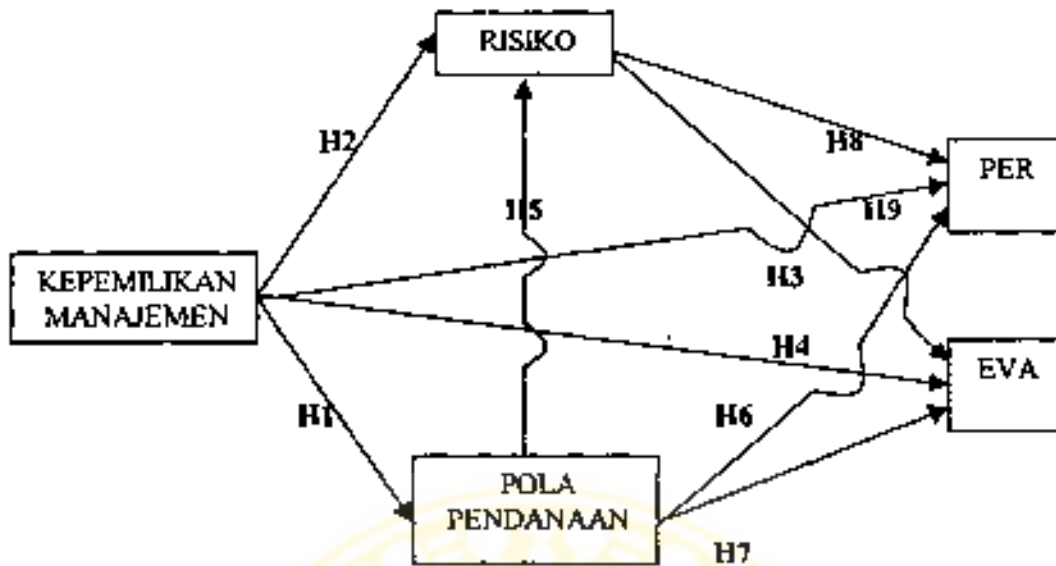
Penelitian keempat dari Jensen, Solberg and Zorn (1992) menemukan bahwa kepemilikan insider berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang dan dividen. Kepemilikan insider berhubungan dengan pengawasan perusahaan, hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang menyatakan *agency cost* dan *bankruptcy cost* mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Penelitian kelima yang menjadi acuan penelitian ini adalah penelitian dari Gedajlovic and Shapiro (1998) yang menyatakan bahwa kepemilikan menyebar menyebabkan konflik antara manajemen dengan pemegang saham sedangkan pada kepemilikan yang terkonsentrasi konflik terjadi antara pemegang saham pengendali (mayoritas) dengan pemegang saham minoritas.

Adapun penelitian yang dilakukan oleh La Porta *et al.* (1999) serta Fan and Wong (2001) menyatakan bahwa perusahaan publik di Asia Timur, Asia Selatan, Timur tengah, Amerika Latin, Eropa barat dan Afrika dimiliki oleh pemegang saham pengendali dan menurut Claesen *et al.* (2000) pada kepemilikan terkonsentrasi baik

oleh pemegang **saham tunggal** maupun pemegang **saham mayoritas** maka *problem* keagenan yang relevan adalah antara pemegang **saham kendali** dengan pemegang **saham minoritas**. Penelitian Gillian *and* Starks (2000) menemukan bahwa investor institusi menjadi **pemain dominan** di pasar modal dan pengaruhnya di dunia berkembang seiring perkembangan sistem pensiun. Investor institusi memainkan aturan penting dalam **memonitor *agency problem*** yang muncul diantara pemegang **saham lama** dengan **manajer**. Penelitian terakhir yang menjadi acuan penelitian ini adalah penelitian Khana, Mahenthiran *and* Curci (2005) yang menemukan bahwa kepemilikan **manajer** mempengaruhi dan memiliki hubungan signifikan dengan nilai perusahaan.

Jadi kerangka konseptual di atas dapat dijelaskan dengan singkat bahwa, berdasarkan studi teoritik dan studi empirik yang dilakukan serta fenomena yang terjadi pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta maka dapat dihasilkan sembilan hipotesis penelitian. Untuk membuktikan kesesihan hipotesis penelitian yang telah dihasilkan ini perlu diuji dengan melakukan uji statistik agar diketahui apakah hipotesis diterima atau ditolak. Dari hasil studi teoritik, studi empirik serta pengujian hipotesis, maka akan dihasilkan sebuah karya ilmiah berupa disertasi dan karya ilmiah berupa disertasi ini nantinya merupakan *feed back* bagi studi teoritik dan studi empirik.

Adapun kerangka konseptual penelitian yang menunjukkan hubungan antar variabel penelitian tampak pada Gambar 3.2 di halaman 76.



Gambar 3.2
KERANGKA KONSEPTUAL PENELITIAN

Gambar 3.2 menunjukkan pengaruh antar variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel kepemilikan manajemen atau kepemilikan insider pada perusahaan mencerminkan struktur kepemilikan perusahaan yang merupakan akibat dari keputusan pendanaan perusahaan menyangkut penggunaan dana yang bersumber dari luar perusahaan khususnya dari pasar modal (Ogden *et. al.*, 2002).

Variabel pola pendanaan merupakan cerminan keputusan pendanaan yang ditentukan oleh manajer dalam perusahaan. Pola pendanaan perusahaan menunjukkan seberapa besar perbandingan antara sumber dana intern dengan sumber dana ekstern yang dipergunakan oleh perusahaan (Ross *et al.*, 2005) sehingga pola pendanaan perusahaan dapat menunjukkan penggunaan *pecking order theory* sebagai pedoman dalam penentuan keputusan pendanaan oleh manajer.

Variabel risiko menunjukkan besarnya risiko pasar perusahaan yang diakibatkan oleh adanya penentuan keputusan pendanaan perusahaan. Risiko pasar perusahaan dihitung berdasarkan pendekatan *Capital Assets Pricing Theory*. Variabel *Economic Value added* (EVA) adalah salah satu ukuran penilaian kebijakan manajerial dan

kompensasi dengan kriteria penciptaan nilai. EVA mampu menghitung laba ekonomi yang sebenarnya pada tahun tertentu dan sangat berbeda jika dibandingkan dengan laba akuntansi (Stern and Steward, 1991). EVA mencerminkan *residual income* yang tersisa setelah semua biaya modal, termasuk modal saham telah dikurangkan. Sedangkan laba akuntansi dihitung tanpa mengurangkan biaya modal. Hall and Brummer (2000) menyatakan bahwa EVA merupakan ukuran kinerja internal terhadap operasi perusahaan tahunan. EVA merefleksikan kesuksesan usaha manajer perusahaan untuk menambah nilai pada investasi pemegang saham

Variabel terakhir adalah *Price Earning Ratio* yang merupakan salah satu rasio dari nilai pasar yang memberikan indikasi bagi manajemen, apa yang dipikirkan investor terhadap kinerja perusahaan yang telah lalu dan prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Besar kecilnya kepemilikan manajemen dalam perusahaan akan berpengaruh positif terhadap keputusan manajemen dalam menentukan besar kecilnya sumber pendanaan intern dalam perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka *agency conflict* akan semakin kecil karena kepentingan manajemen akan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Penentuan keputusan pendanaan yang dilakukan oleh manajer akan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dengan penentuan struktur modal yang optimal sesuai dengan konsep *balancing theory*.

Kepemilikan manajemen terhadap risiko pasar perusahaan memiliki pengaruh negatif karena semakin tinggi kepemilikan manajemen dalam perusahaan berarti semakin besar kepemilikan saham oleh manajemen dalam perusahaan. Semakin tinggi jumlah manajemen yang juga pemegang saham ini maka investor di pasar modal akan menerima sinyal yang positif mengenai kinerja perusahaan. Adanya sinyal positif ini akan menyebabkan risiko pasar perusahaan menjadi turun sehingga pengaruh

kepemilikan manajemen terhadap risiko menjadi negatif.

Pengaruh kepemilikan manajemen terhadap *price earning ratio* adalah positif karena semakin tinggi kepemilikan manajemen dalam perusahaan **membenkan** sinyal positif bagi investor di pasar modal. Adanya sinyal positif ini akan meningkatkan permintaan saham di pasar modal jika penawaran saham perusahaan tetap maka harga saham akan meningkat. Peningkatan harga saham ini akan meningkatkan *price earning ratio* karena adanya peningkatan harga saham yang dibagi oleh pendapatan per saham pada perhitungan *price earning ratio*.

Kepemilikan manajemen memiliki pengaruh positif terhadap *economic value added* karena semakin tinggi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka kepentingan manajemen akan semakin sesuai dengan kepentingan pemegang saham yaitu maksimalisasi kesejahteraan pemegang saham melalui maksimalisasi nilai perusahaan. Jadi semakin tinggi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka tujuan penciptaan nilai perusahaan akan semakin tinggi tingkat keberhasilannya.

Pengaruh pola pendanaan terhadap risiko adalah negatif yang berarti bahwa semakin tinggi perusahaan menggunakan dana intern atau semakin rendah dana ekstern yang digunakan perusahaan menyebabkan risiko pasar perusahaan akan turun. Pengaruh negatif ini disebabkan karena penggunaan dana intern yang semakin besar oleh perusahaan menunjukkan perusahaan memiliki kinerja yang baik sehingga sumber dana intern tersedia bagi manajer untuk menjalankan operasi perusahaan. Sinyal positif yang diterima investor di pasar modal mengenai kinerja perusahaan yang baik ini menyebabkan risiko pasar akan menurun.

Pola pendanaan memiliki pengaruh positif terhadap *price earning ratio* yang berarti bahwa semakin tinggi dana intern perusahaan akan memberikan sinyal positif bagi investor di pasar modal karena investor tersedianya sumber dana intern menunjukkan perusahaan memiliki kinerja yang baik. Adanya sinyal positif terhadap

perusahaan menyebabkan permintaan saham akan meningkat bila penawaran saham tetap maka harga saham akan meningkat dan *price earning ratio* juga akan meningkat.

Pengaruh pola pendanaan perusahaan terhadap *economic value added* (EVA) adalah positif karena semakin tinggi sumber dana intern yang digunakan oleh perusahaan maka biaya modal perusahaan akan semakin rendah karena dibandingkan dengan sumber dana eksteren maka sumber dana intern tidak memerlukan biaya emisi. Semakin rendahnya biaya modal yang ditanggung perusahaan karena penggunaan dana intern yang semakin besar menyebabkan EVA akan meningkat.

Risiko memiliki pengaruh yang negatif terhadap *price earning ratio* karena jika risiko pasar perusahaan semakin tinggi maka investor yang cenderung akan menghindari risiko yang tinggi akan melakukan penjualan sahamnya. Peningkatan penjualan saham perusahaan berarti akan meningkatkan penawaran saham di pasar modal, jika permintaan saham tetap maka harga saham akan turun dan *price earning ratio* juga akan turun.

Pengaruh risiko terhadap *economic value added* adalah negatif. Sesuai dengan *trade off theory* maka semakin tinggi risiko pasar perusahaan maka *return* saham perusahaan akan semakin tinggi. *Return* saham perusahaan merupakan biaya modal sendiri bagi perusahaan sehingga semakin tinggi risiko pasar perusahaan maka biaya modal saham perusahaan akan semakin tinggi. Adanya peningkatan biaya modal perusahaan ini akan menyebabkan penurunan *economic value added* perusahaan.

3.2. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan telaah pustaka dan kerangka konseptual di atas, maka diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut :

1. Kepemilikan manajemen berpengaruh signifikan terhadap pola pendanaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek

Jakarta

2. Kepemilikan manajemen berpengaruh signifikan terhadap risiko pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
3. Kepemilikan manajemen berpengaruh signifikan terhadap PER pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
4. Kepemilikan manajemen berpengaruh signifikan terhadap EVA pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
5. Pola pendanaan berpengaruh signifikan terhadap risiko pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
6. Pola pendanaan berpengaruh signifikan terhadap PER pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
7. Pola pendanaan berpengaruh signifikan terhadap EVA pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
8. Risiko berpengaruh signifikan terhadap PER pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta
9. Risiko berpengaruh signifikan terhadap EVA pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta

BAB 4**METODE PENELITIAN**

Bab ini menguraikan lebih spesifik mengenai rancangan penelitian, populasi, sampel dan teknik pengambilan sampel, pengumpulan data, variabel yang diukur dan teknik analisis yang digunakan dalam penelitian.

4.1. Rancangan Penelitian

Berdasarkan sifat, permasalahan, dan tujuan penelitian maka penelitian ini menurut Cooper and Schindler dalam Jogiyanto (2005,12) dirancang sebagai penelitian eksplanatoris yang merupakan studi empiris dengan tujuan untuk menjelaskan dan menganalisis adanya pengaruh langsung maupun tidak langsung antar variabel yang dihipotesiskan.

4.2. Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi penelitian adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik dan tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 2000-2004 yaitu sebanyak 147 perusahaan namun yang terus menerus mengeluarkan laporan keuangan terutama data yang berkaitan dengan lima variabel yang diteliti adalah sebanyak 36 perusahaan. Seluruh perusahaan yang memenuhi persyaratan dijadikan populasi sehingga metode yang digunakan adalah sensus.

4.3. Prosedur Pengumpulan Data

Data keuangan yang dipergunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory 1999-2004 dan Website Jakarta Stock Exchange. Jangka waktu 5 tahun bertujuan untuk mencegah terjadinya keunikan hasil pada tahun

tertentu saja. Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : kepemilikan manajer, kepemilikan komisaris, *net income*, depresiasi, dividen, *new long term debt*, *new share equity*, *buyback*, tingkat bunga SBI, IHSG, harga saham, jumlah saham yang beredar, *net operating profit*, *tax*, biaya hutang, biaya ekuitas, biaya saham preferen, proporsi hutang, proporsi ekuitas dan proporsi saham preferen, *assets*.

4.4. Variabel Penelitian

4.4.1. Klasifikasi Variabel

Variabel penelitian dikelompokkan menjadi dua yaitu variabel eksogen yaitu kepemilikan manajemen (independen) dan variabel endogen yang terdiri dari variabel intervensing yaitu pola pendanaan dan risiko serta variabel dependen yaitu PER dan EVA

4.4.2. Definisi operasional variabel

Berdasarkan permasalahan dan tujuan penelitian, dapat dijelaskan definisi operasional masing-masing variabel sebagai berikut

1. Kepemilikan Manajemen (KM)

Kepemilikan manajemen adalah kepemilikan saham oleh manajer maupun komisaris yang ada di dalam perusahaan. Variabel kepemilikan manajemen diukur dengan rasio kepemilikan dari manajemen perusahaan yang dihitung dengan besarnya persentase kepemilikan manajer dan komisaris dari total saham perusahaan perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004 perhitungannya adalah sebagai berikut .

$$KM = \frac{\text{KepemilikanManajemen} + \text{Kepemilikankomisaris}}{\text{Totalsaham}} \times 100\%$$

Keterangan :

KM = Persentase kepemilikan saham dari *Board of Directors* (baik *President Director* maupun *Directors*) ditambah dengan persentase kepemilikan saham dari *Board of Commissioners* (baik *President Commissioner* maupun *Directors*) perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004 yang didapat dari ICMD tahun 2000-2004.

2. Pola Pendanaan

Pola pendanaan perusahaan adalah perbandingan penggunaan sumber dana intern perusahaan dengan penggunaan dana ekstern perusahaan. Pola pendanaan perusahaan mencerminkan seberapa besar jumlah pendanaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal yang digunakan perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004

Adapun cara menghitung pola pendanaan adalah sebagai berikut :

$$PP = \frac{\text{net income} + \text{deprectation} - \text{dividend}}{\text{new longterm debt} + \text{new share of equity} - \text{buyback}}$$

Keterangan :

Net income = *net income* diukur dengan keuntungan setelah pajak tahunan perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004

Depreciation = *deprectation* diukur dengan besarnya penyusutan tahunan perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004

Dividend = *dividend* diukur dengan besarnya dividen yang dibagikan perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004

New long term debt – *new long term debt* diukur dengan menghitung tambahan hutang tahunan perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004 dan tahun sebelumnya.

New share of equity – *new share of equity* diukur dengan melihat adanya pencatatan saham baru perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004.

Buyback – *buy back* diukur dengan besarnya pembelian kembali saham yang dilakukan perusahaan selama periode 2000-2004

3. Risiko (Risk)

Risiko pasar adalah risiko sistematis yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Risiko pasar saham perusahaan diukur dengan Beta saham *actual* tahunan perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004. Adapun rumus yang untuk menghitung beta adalah *standard CAPM* :

$$R_i = R_f + (R_M - R_f) \beta_i \text{ atau } [R_i - R_f] = [R_M - R_f] \beta_i$$

R_i = Tingkat pengembalian saham i yang dihitung berdasarkan *closing price* awal tahun dikurangi *closing price* akhir tahun dibagi dengan *closing price* awal tahun

R_f = Tingkat pengembalian bebas risiko yang dihitung menggunakan tingkat bunga SBI satu bulanan

R_M = Tingkat pengembalian pasar yang dihitung dengan perubahan dari IHSG awal tahun ke IHSG akhir tahun dengan rumus $\frac{\text{IHSG akhir tahun} - \text{IHSG awal tahun}}{\text{IHSG awal tahun}}$

4. Price Earning Ratio (PER)

Variabel *Price Earning Ratio* atau PER adalah salah satu dari *market value*

ratio yang menghubungkan harga pasar dengan *earning per share*. Variabel PER diukur dengan menghitung PER tahunan aktual dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ periode 2000-2004. PER dihitung dengan rumus :

$$PER = \frac{\text{Closing Price}}{EPS}$$

Keterangan :

Price = Harga saham perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004 yang diukur dengan *Closing Price* akhir tahunan

EPS = *Earning Per Share* dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004 yang dihitung dengan laba setelah pajak tahun yang bersangkutan dibagi dengan jumlah saham yang beredar

5. *Economic Value Added (EVA)*

Economic Value Added adalah pengukuran kinerja yang berdasarkan pada penciptaan nilai perusahaan. EVA dapat dihitung dengan cara :

$$EVA = NOPAT - WACC \times \text{Investasi}$$

NOPAT = *Net Operating Profit After Tax* yang dihitung dengan menyesuaikan laba operasi (*Earning Before Interest and Tax*) perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004 dengan pajak perusahaan sebesar 30 %. Adapun perhitungan NOPAT sesuai dengan pendapat Brigham & Daves (2004, 208) adalah :

$$NOPAT = EBIT (1 - \text{corporate tax rate})$$

WACC = *Weighted Average Cost of Capital* atau Biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004, dihitung dengan rumus :

$$WACC = w_d k_d (1-T) + w_{cs} k_{cs}$$

w_d : bobot dana hutang yang dihitung dengan membagi total hutang perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004 dengan Total modal (total hutang ditambah total kapitalisasi saham) yang digunakan perusahaan

k_d = *Cost of debt* atau biaya hutang yang dihitung dengan merata-ratakan tingkat bunga dari seluruh hutang yang digunakan perusahaan

w_{cs} = Bobot dana dari saham biasa yang dihitung dengan membagi total kapitalisasi saham biasa perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004 dengan Total modal (total hutang ditambah total kapitalisasi saham) yang digunakan perusahaan

k_{cs} = *Cost of common stock* atau biaya saham biasa yang dihitung dengan menghitung *Return* saham perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004 dengan menggunakan rumus CAPM yaitu :

$$R_i = R_f + [R_M - R_f] \beta_i$$

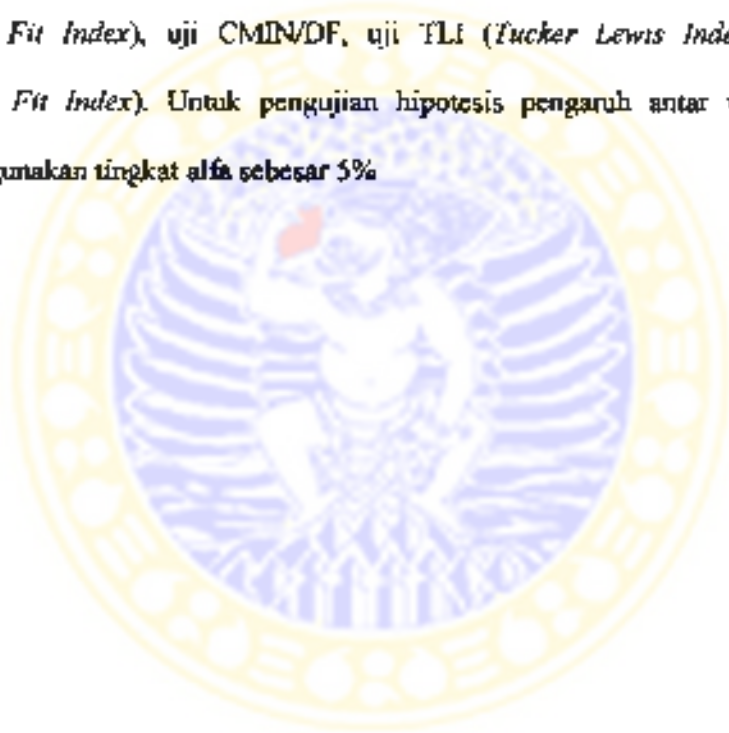
4.5. Teknik Analisis Data

Teknik analisis yang digunakan adalah *Path Analysis* yang merupakan model dasar yang digunakan untuk menganalisis jalur dalam mengestimasi kekuatan dari hubungan-hubungan kausal yang digambarkan dalam path model. Penggunaan analisis jalur karena diduga terdapat hubungan korelasional antar variabel bebas, sehingga terdapat pengaruh langsung atau tidak langsung terhadap variabel terikat.

Pengolahan data menggunakan program *analysis of moment structure (AMOS 4)*, SPSS 10 dan program microsoft excel. Ada beberapa tahapan yang dilakukan dalam

pengujian ini. Pertama, dibentuk model yang sesuai dengan pembahasan dari kajian teoritis dan kajian empiris yang diajukan. Kedua, menggambar model tersebut dalam bentuk *path diagram*. Ketiga melakukan *confirmatory analysis* untuk menguji signifikansi model yang diajukan. Keempat, melakukan pengujian *path diagram* untuk mengetahui pengaruh langsung atau tidak langsung suatu hubungan (Ferdinand, 2002)

Pengujian signifikansi model yang diajukan dengan menggunakan *goodness of fit index* berupa : uji Chi Square Statistic, uji indeks RMSEA (*The Root Mean Square Error of Approximation*), uji GFI (*Goodness of fit index*), uji AGFI (*Adjusted Goodness of Fit Index*), uji CMIN/DF, uji TLI (*Tucker Lewis Index*), uji CFI (*Comparative Fit Index*). Untuk pengujian hipotesis pengaruh antar variabel (uji kausalitas) digunakan tingkat alfa sebesar 5%



BAB 5

HASIL PENELITIAN

5.1 Deskripsi Hasil Penelitian

5.1.1 Perusahaan-Perusahaan Manufaktur Yang *Go Public* Di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004

Perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta disusun berdasarkan industri sesuai dengan yang digunakan *International Finance Corporate (IFC)* dan bagian-bagiannya disusun sesuai dengan garis bisnis masing-masing perusahaan. Adapun jumlah industri yang *go public* di Bursa Efek Jakarta adalah sebanyak 12 Industri yang terdiri dari :

1. *Agriculture, Forestry and Fishing*
2. *Animal Feed and Husbandry*
3. *Mining and Mining Services*
4. *Construction*
5. *Manufacturing*
6. *Transportation Services*
7. *Communication*
8. *Whole Sale and Retail Trade*
9. *Banking, Credit Agencies Other than Bank, Securities, Insurance and Real Estate*
10. *Hotel and Travel Services*
11. *Holding and Other Investment Company*
12. *Others*

Di antara semua industri yang *go public* di Bursa Efek Jakarta, perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur mempunyai jumlah yang

terbanyak yaitu 20 jenis perusahaan yang terdiri dari :

1. Perusahaan-perusahaan *Food and Beverage*
2. Perusahaan-perusahaan Rokok
3. Perusahaan-perusahaan *Textile mill Products*
4. Perusahaan-perusahaan *Apparel and Other Textile Products*
5. Perusahaan-perusahaan *Lumber and Wood Products*
6. Perusahaan-perusahaan *Paper and Allied Products*
7. Perusahaan-perusahaan *Chemical and Allied Products*
8. Perusahaan-perusahaan *Adhesive*
9. Perusahaan-perusahaan *Plastic and Glass Products*
10. Perusahaan-perusahaan *Cement*
11. Perusahaan-perusahaan *Metal and Allied Product*
12. Perusahaan-perusahaan *Fabricated Metal Products*
13. Perusahaan-perusahaan *Stone, Clay, Glass and Concrete Products*
14. Perusahaan-perusahaan *Machinery*
15. Perusahaan-perusahaan *Cable*
16. Perusahaan-perusahaan *Electronic and Office Equipment*
17. Perusahaan-perusahaan *Automotive and Allied Product*
18. Perusahaan-perusahaan *Photographic Equipment*
19. Perusahaan-perusahaan *Pharmaceuticals*
20. Perusahaan-perusahaan *Consumer Goods*

Adapun gambaran umum dari ke-36 perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta adalah sebagai berikut :

PT. Ades Alfudo Potraseta Tbk adalah perusahaan yang masuk dalam industri *Food and Beverages* yang mensuplai botol gelas, gelas plastik dan botol plastik. Kapasitas produksi tahun 1993 adalah 2,9 juta liter per tahun. Operasi

dilakukan di dua pabrik yaitu di Cihinong, Jawa Barat dan di Deli Serdang, Sumatera Utara. Hasil produksi telah diekspor ke Singapura dan Australia. Bulan November 1993 seluruh saham perusahaan dimiliki oleh PT Panungga Indojatim. Oktober 1996 berdasarkan analisis prospek perusahaan yang bagus perusahaan membangun pabrik baru di Maros, Ujung Pandang biaya proyek ini senilai 3 triliun rupiah. Pembangunan pabrik ini akan berakhir pada semester kedua tahun 1996 dan melakukan operasi perdagangannya pada pertengahan 1997. Pada bulan Oktober 2000 perusahaan menjual merek-merek Ades, Desta, Vica dan Desca kepada Coca Cola sebagai proses *restructuring* hutang perusahaan. Saham perusahaan tercatat pertama kalinya di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 13 Juni 1994

PT. Cahaya Kalbar Tbk. memproduksi beberapa produk seperti *cocoa butter equivalent*, *cocoa butter substitute*, *palm kernel oil*, *cocoa butter improver*, dan *super oil*. Semua produknya tersebut dipergunakan sebagai pengganti lemak coklat dalam pembuatan coklat dan juga dipergunakan dalam pembuatan biskuit, es krim, makanan ringan serta kue. Bahan utama yang digunakan dalam proses produksinya bersumber seluruhnya di Indonesia yang termasuk di dalamnya minyak kelapa dan *palm kernel oil*. Perusahaan memiliki 100% saham di anak perusahaannya yaitu PT Inti Cocoa Abadi yang memproduksi lemak coklat dan minyak coklat. Pemasaran produk kepada anak perusahaan secara terus-menerus sangat diperlukan karena produk hasil kedua perusahaan 75 persennya dipasarkan ke luar negeri (ekspor) seperti ke Amerika Serikat, Belanda, Australia, Prancis dan Malaysia. Perusahaan pertama kali menerbitkan sahamnya tanggal 9 Juli 1996 dengan jumlah saham sebanyak 34.000.000 lembar

PT Prasadha Aneka Niaga Tbk. produk yang diproduksi oleh Prasadha adalah kopi, karet, crumbs, tapioka (chip dan pallets), coklat, lada hitam dan vanila. Desember 1993 perusahaan menyatukan 7 perusahaannya menjadi satu. Perusahaan-perusahaan tersebut diantaranya PT Aneka Sumber Kencana, yang memproduksi kopi,

Jada hitam dan vanilla dengan pabriknya di Bandar Lampung, PT Aneka Bumi Kencana yang memproduksi kopi dan coklat dengan lokasi pabrik di Surabaya dan Ujung pandang, PT Surabaya Pelleting Company yang memproduksi *tapioca chips* dan *pellets* dengan pabrik di Surabaya. PT Tirta Harapan Bali yang memproduksi kopi dan Vanilla dengan pabrik di Singaraja, PT Aneka Bumi Pratama memproduksi *rubber crumbs* dengan pabrik di Palembang dan PT Rama Palace Cottages yang dimiliki dan dikelola oleh Rama Palace Cottages yang merupakan hotel bintang tiga dengan 248 kamar di Pantai Kuta, Bali. Hampir keseluruhan produknya yaitu sekitar 75% diproduksi untuk ekspor ke Jepang, Amerika, Eropa dan Afrika. Perusahaan juga memegang 65% saham PT Aneka Coffee Industry yang merupakan pabrik terintegrasi antara pembuatan bubuk kopi dan pembustan kopi instan di Jawa Timur. Pada Bulan Februari 1995 perusahaan dengan 65 % sahamnya melakukan *joint venture* dengan Ueshima Coffee Co Limited 5%, Ithochu Corporation 20% dan 10% saham PT Citra Buana Tunggal Perkasa dengan mendirikan PT Aneka Coffee Industry. Pada Bulan Juli 1996 melakukan kerja sama dengan Australia Burn Philip untuk membangun *joint venture* dalam memproduksi *table pepper*. *Joint venture* ini membutuhkan dana sebesar 12 milyar. Perusahaan akan berbentuk kepemilikan yang seimbang yang dilanjutkan dengan keseimbangan pada tingkat pemasaran. Perusahaan merencanakan menjual salah satu asetnya yaitu Rama Palace Cottages, penjualan ini akan digunakan untuk mendukung restrukturisasi utang dengan Bank Mandiri. Pada tanggal 8 Januari 2001 Bank mandiri memberikan pinjamannya. Perusahaan tercatat pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 8 Oktober 1994.

Bahan baku utama yang digunakan untuk produk-produk PT Sekar Laut Tbk. adalah udang dan tapioka yang disuplai oleh beberapa peternakan udang di Indonesia yang termasuk di dalamnya Jawa Timur, Jawa Tengah, Jawa Barat, Sulawesi Selatan dan Kalimantan dimana tepung tapioka dibeli dari petani yang ada di sekitar pabrik.

Perusahaan memiliki kapasitas terpasang sebesar 7.5 ton per tahun untuk memproduksi krapuk, dengan bahan baku udang, melinjo, jagung dengan merek dagang *Furus*. Pemasaran domestik dilakukan oleh PT Pangan Lestari yang merupakan distributor perusahaan. Pada September 1996 perusahaan memperoleh pinjaman dari sindikasi bank luar negeri dalam dua bentuk yaitu sebesar 30 juta dolar Amerika di mana 27,5 juta dolar Amerika dengan bunga 1,75 % di atas SIBOR dengan jangka waktu 4,5 tahun dan sisanya digunakan membangun pabrik dengan bunga 2 % di atas SIBOR dengan jangka waktu 5 tahun. Sindikasi ini dikelola oleh Bank Dai-ichi Kangyo dan Bank Fuji Internasional. Perusahaan ini merupakan anggota dari Sekar Grup. Perusahaan pertama kali tercatat di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 8 September 1993.

Produk-produk PT Siantar Top Tbk. dijual dengan menggunakan merek Fuji Mie, Mie Goreng, Boyki dan Mie Goreng ayanti panggang dan craker yang dapat ditemui di pasar dengan merek dagang Potato Tube BBQ, UFO Snack, PTB Yakitori, Twistko, Ikan, Wilco dan Sayur. Manisan dijual dengan merek Es Teler, Balico, Kelapa, Asam Manis, Es Kopyor dan Kopi. Adapun bahan-bahan baku produk adalah tepung, gula minyak goreng yang dibeli dari produk-produk domestik dengan berbagai bumbu dan rasa yang disuplai oleh PT Sari Bumi Alam Indonesia yang memiliki hubungan afiliasi dengan perusahaan. Pada Bulan Juni 1996 kapasitas terpasang adalah sebesar 3.750 ton mie, 1.550 ton krakers dan 1.350 ton permen per tahun. Seluruh produk perusahaan dijual di pasar domestik walaupun beberapa produk juga diekspor sejak tahun 1991. Pemasaran di pasar domestik dilakukan oleh PT Semestranstra Distrindo (afiliasi), PT Panamas, PT Wicaksana Overseas, PT Alfa Retailindo, PT Enseval Trading. Kantor Perusahaan ada di Bandung, Semarang dan Surabaya. Pasar di luar negeri ditangani oleh *Trading House* di Hongkong, Singapura dan Arab Saudi. Perusahaan tercatat pertama kalinya di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 16 Desember 1996.

PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk. memulai produksinya pada tahun 1975 dengan usaha sterilisasi susu yang menggunakan proses yang disebut dengan *Ultra High Temperature* (UHT). Pada tahun 1981 perusahaan membagi usahanya dalam bentuk produk yang berbeda seperti jus buah-buahan dan teh dalam kotak. Di bawah lisensi Kraft Inc. USA. Perusahaan mulai memproduksi keju dengan merk Kraft pada tahun 1985. kemudian di bawah lisensi dari Coman (Belgia) perusahaan mulai memproduksi mentega tahun 1987. disamping produk-produk lisensi ini perusahaan juga membangun hubungan kerjasama dengan Nestle Mead, Johnson Bristol Myers dari Amerika Serikat dan dengan Pripps Inc. dari Swedia untuk memproduksi dan memasarkan sebuah produk minuman olahraga berenergi dengan merk dagang Pripps. Perusahaan pertama kali tercatat di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1990.

PT. Gudang Garam Tbk. dimulai sebagai perusahaan kecil yang didirikan pada tahun 1971 di Kudus, Jawa Tengah. Produk perusahaan terdiri dari tiga tipe yaitu rokok yang digulung menggunakan kulit jagung dengan tiga merk, rokok yang digulung menggunakan tangan dengan sembilan merk dagang dan rokok yang digulung menggunakan mesin dengan enam merk dagang, empat diantaranya diakui sebagai merk ternama yaitu : Gudang Garam International, Gudang Garam Merah 10 pak, Gudang Garam 12 pak dan Surya 16. Perusahaan telah memiliki kapasitas terpasang 105 milyar rokok per tahun termasuk di dalamnya 90 milyar rokok yang dibuat mesin dan 15 milyar rokok buatan tangan dan memiliki pangsa pasar sebesar 49 % di Indonesia pada tahun 1997. Pada tahun 1998 pangsa pasar perusahaan menurun menjadi 39 %. Tiga distributor utama perusahaan adalah PT Surya Bhakti Utama, PT Surya Kerta Bhakti. Pada tahun 1993 perusahaan menerima dana sebesar 60 juta dolar Amerika dari sindikasi Bank di Singapura untuk meningkatkan kapasitas produksinya. Sekarang kapasitas produksinya meningkat menjadi 2.500-12.000 batang per merit.

Pada tahun 1994 ekspor dilakukan sebesar 3,3 milyar batang yang merupakan 4% dari penjualan total perusahaan. Tahun 1994 perusahaan meningkatkan kepemilikannya pada PT Surya Pamenang yang merupakan perusahaan pengepakan dari 79 % menjadi 100%. Saham PT Gudang Garam terdiri dari 30 % dimiliki oleh perusahaan sendiri, 40% dimiliki oleh PT Inhutani III, dan 39% dimiliki oleh Enso Finlandia. Pada tahun 1996 perusahaan mengembangkan 10.000 Hektar untuk pemhangunan industri kehutanan dengan pendanaan sebesar Rp 260 milyar. Induk departemen keuangan perusahaan berlokasi di Surabaya. Perusahaan pertama kali mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 27 Agustus 1990.

PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. merupakan perusahaan rokok dengan merk Djie Sam Soe. Perusahaan didirikan pada tahun 1963 di Surabaya dengan nama PT Perusahaan Dagang Industri Panamas. Pada bulan Oktober 1988 perusahaan diambil alih oleh PT Handel Maatschappij dan nama perusahaan diganti dengan PT Hanjaya Mandala Sampoerna. Kantor pusat dan pabrik utama perusahaan terletak di Rungkut Surabaya. Perusahaan juga memiliki pabrik rokok di Taman Sampoerna, Surabaya, Malang serta di Pandaan. Di samping memproduksi rokok merek Djie Sam Soe perusahaan juga menjual produknya dengan nama Sampoerna A Hijau, Panamas Kuning, Sampoerna Exclusive, Sampoerna A International, Sampoerna A Universal dan Sampoerna A Mild. PT Hanjaya Mandala Sampoerna memiliki afiliasi dengan PT Sampoerna Percetakan Negara, PT Panamas, PT Sampoerna Transport Nusantara, PT Sumber Alfaria Trijaya, PT Wahana Sampoerna, PT Sampoerna Advertising Nusantara, PT Sampoerna Food Product Nusantara, PT Sampoerna Joo lan Sdn, Bhn Malaysia dan Sampoerna Stella Corp Ltd Taiwan. Pada Januari 1996 dengan 50% sahamnya bekerja sama dengan Thai Boon Rong Group sebuah grup bisnis dari Kamboja membangun pabrik di Pluton Pen. Pada Bulan Juni 1996 perusahaan dengan 30 % sahamnya bekerja sama dengan PT Inhutani yang memiliki saham sebesar 40%

dan PT Noldic Forest Development Holding dari Singapura dengan 30% sahamnya membangun PT Finantara Jutaga yang bergerak di bidang kehutanan. Pada Bulan Juli 1996 meningkatkan pendanaannya sebesar 150 juta dolar Amerika. Yang merupakan pinjaman sindikasi dari 19 bank dan perusahaan pendanaan internasional yang dikelola oleh Chase Manhattan Ltd Hongkong dan Credit Suisse Mitsubishi International Singapura. Pinjaman dibagi menjadi dua bagian, satu bagian untuk memperkuat pendanaan perusahaan dan lainnya untuk menambah modal kerja. Antara bulan Juni sampai bulan Oktober tahun 1996 perusahaan membeli saham PT Astra Internasional sebanyak 15% namun saat Rapat Umum Pemegang Saham kepemilikan perusahaan menjadi 7,75%. Pada Maret 1997 perusahaan meningkatkan kepemilikannya pada PT Indofood Sukses Makmur menjadi sebesar 5,63%. Pada tanggal 17 November 1997 perusahaan mengakuisisi 100% sahamnya di Sampoerna International Pte Ltd Bulan Februari 1998 Putera Sampoerna, presiden direktur perusahaan menjual saham Indofood Sukses Makmurnya sebesar 77,75 juta saham. Selama tahun 2000 perusahaan mengelola penjualan sebanyak 22,24 % atau sekitar 36,351 juta batang rokok. Tahun 2001 terjadi peningkatan *market share* pasar domestik sebesar 18%. Perusahaan juga agresif bersaing di pasar global dengan merek Sampoernanya serta membangun pabrik di beberapa negara yang berbeda diantaranya adalah India dan pabrik perusahaan yang telah ada di Malaysia, Myanmar, Vietnam, Filipina dan Brasil. Perusahaan pertama kali mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 15 Agustus 1990

PT. Century Textile Industry (CENTEX) Tbk. didirikan tahun 1970 sebagai kerja sama antara Mr Hadi Budiman dengan perusahaan Jepang (Toray Industries Inc., Kanematsu Goshu Ltd., Tokai Senko Company Ltd., Kurabo Industries Ltd.) . PT Century Textile Industry memproduksi Polister dan Katun.

PT. Panasia Indosyntec Tbk. telah berdiri pada tanggal 6 April 1978 dan pada pengembangannya selanjutnya perusahaan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek

Jakarta sebanyak 7 juta lembar saham pada tanggal 6 Juni 1990. Pada tanggal 19 Desember 1992 perusahaan melakukan *right issue* sebanyak 95 juta lembar saham kepada pemegang sahamnya dan semua saham ini telah tercatat pada Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya pada tanggal 6 April 1993. Tahun 1996 perusahaan melakukan *Stock Split* dan menurunkan nilai nominal sahamnya menjadi Rp 500 per saham. Pada tanggal 31 Desember 2000 seluruh sahamnya sejumlah 532 juta lembar saham perusahaan telah tercatat di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya. Perusahaan berlokasi di Bandung dengan cakupan bisnis pemrosesan bahan mentah (*Polymerization*) *Twisting*, *Spinning*, *Waving*. Industri tekstil merupakan bisnis utamanya. Produk komersial dari usaha tekstilnya dimulai tahun 1974 sedangkan unit pertama dari produk *Polymerization* dimulai tahun 1990 dan unit keduanya dimulai tahun 1993. saat ini anak perusahaannya, PT. Panasia Filament Inti beroperasi untuk memproduksi tekstil. Pada 17 Juni 1997 PT. Panasia Filament Inti disetujui untuk melakukan penawaran perdana 50 juta saham pada tanggal 21 Juli 1997, keseluruhan dari 250 juta saham PT. Panasia Filament Inti telah tercatat di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya. Pada tanggal 1 Juli 1998 perusahaan PT. Panasia Filament Inti memiliki saham mayoritas (67 %) pada PT. Tritama Texindoraya, perusahaan yang berdomisili di Bogor dan merupakan pabrik tekstil. Produk Tritama dipasarkan mulai pada tahun 1994.

PT. Sunson Textile Manufacturer Tbk. berdiri sejak tahun 1972 dengan nama PT. Sandang Usaha Nasional Indonesia Textile Industry. Nama perusahaan telah diganti menjadi PT. Indo Suntek pada tahun 1976 dan terakhir dirubah menjadi PT. Sunson Textile Manufacturer. Sebagai industri manufaktur yang terintegrasi perusahaan juga memproduksi benang dan jarum. Selanjutnya berdasarkan aspek-aspek produksi perusahaan memfokuskan bisnisnya pada jarum. Tahun 1996 kapasitas produksi perusahaan: *Spinning* (123,500 *bales*), *Texturizing* (6 million kgs), *Weaving* (25,2

million metres), *knitting* (1,6 million kg) dan *Dyeing* (9,6 million metres). Bahan baku dasar yang digunakan untuk proses produksi termasuk katun, rayon dan serat sintetis yang keseluruhannya diimpor dari Amerika Serikat, Australia dan Cina. Produk-produk perusahaan telah dijual melalui agen pemasaran termasuk perusahaan sendiri. Khususnya untuk jarum tenun dan jarum tekstil pemasarannya dipercayakan pada PT Surya Rejeki dan PT. Sunson IndoTextile Investama. saat ini semua produk tekstil yang dihasilkan perusahaan dengan merk Sun Son Textile Manufacturer telah terjual kepada perusahaan afiliasinya yaitu PT. Maja Mustika Garmen. Perusahaan pertama kali mencatatkan sahamnya di BEJ pada tanggal 20 Agustus 1997.

PT Apac Centertex Corporation memiliki nama formal PT Mayatexdian Industry yang memproduksi garment yang merupakan induk enam perusahaan garment. Yaitu PT Bestexindo Busana Industry, PT Tritexindo Busana Industry, PT Eka Darma Garmentama, PT Anela Citra Busana, PT Qualitexindo Busana Industry dan PT Likespring. Perusahaan berdiri tahun 1987 yang memiliki pabrik seluas 2,2 Hektar di Jakarta. Produk perusahaan telah diekspor dengan 6 kategori produk dengan output total sebanyak 880.000 dozen per tahun dan pemasaran produknya dilakukan oleh perusahaan afiliasinya di Amerika Serikat, Eropa, Hongkong, dan Jepang. Perusahaan juga memegang lisensi merk Manhattan yang merupakan pakaian eksklusif pria yang diproduksi oleh PT Likespring untuk pasar domestik. Perusahaan akan mengadakan *right issue* yang kedua sebanyak 8,5 juta saham dengan harga Rp 1.000 pada tanggal 10 Juli 1996. Untuk mendorong pembelian saham oleh pemegang saham maka akan diberi 3 waran untuk pembelian 16 saham yang berlaku sampai dengan lima tahun. Sekitar 94,04 persen dari dana yang diperoleh akan digunakan untuk mengakuisisi PT Apac Inti Corpora dan menambah modal kerjanya. Perusahaan pertama kalinya tercatat di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 10 Oktober 1989

PT. Hanson International Tbk. didirikan pada tahun 1971 dengan memproduksi

kain brokat. Setelah dilakukan restrukturisasi pada tahun 1987, perusahaan melakukan ekspansi menjadi perusahaan garmen yang memproduksi pakaian pria, wanita dan anak-anak. Perusahaan memiliki pabrik sendiri di Jl. Raya Tambun Km. 38, Bekasi pada tanah seluas 2,2 Ha dengan kapasitas produksi 600.000 dozen per tahun. Seluruh produksi dilakukan berdasarkan pesanan yang ada. Pada tanggal 10 Desember 1997 perusahaan mengakuisisi dan meningkatkan modal kerja PT Primayuda Mandirijaya dan PT Kridajaya. Upaya dengan total transaksi sebesar Rp 579,99 milyar. Setelah akuisisi perusahaan mengganti namanya dari Mayertex menjadi Hanson. Perusahaan pertama kali mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 31 Oktober 1998.

PT Karwell Indonesia Tbk memproduksi pakaian pria, blus wanita, piyama, dan pakaian anak-anak. Pada tahun 1995 perusahaan memiliki kapasitas produksi mencapai 300.000 dozen per tahun Amerika Serikat dan Eropa sebagai pasar utamanya. Hampir seluruh bahan bakunya merupakan produk impor. Pabrik perusahaan terletak di Tanjung Priok, Jakarta utara dan Bekasi. Pada bulan Mei 1996 perusahaan membeli 55% saham PT Kahoundah Citragarment dengan nilai Rp 12.1000.000.000. Anak perusahaan lainnya PT Katexindo Citramandiri dengan saham PT Karwell sebesar 100%, PT Karwell Kreasi Indonesia & 70 % dan Great Malaysia Textile Manufacturing Co. Pte. Ltd. Dengan 100% sahamnya. Walaupun perusahaan pernah mengalami rugi karena penurunan nilai tukar namun investor tertarik karena perusahaan memiliki kesempatan ekspor yang besar seperti Waterfront dari Malaysia dan Bedmill dari Hongkong. Waterfront membeli sejumlah besar saham perusahaan. Perusahaan bekerjasama dengan GAP Fondation dari Amerika Serikat. Perusahaan merupakan anggota dari Karwell grup. Pada tanggal 9 April 2001 perusahaan mengadakan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa untuk melakukan persetujuan divestasi PT Katexindo Citramandiri dengan menjual sahamnya sebanyak 20.999 lembar kepada

TAT grup. Sampai saat ini produksi perusahaan diekspor 80 % ke Amerika Serikat, 19 % ke Eropa dan sisanya 1 % di pasar domestik. Pemasaran di pasar lokal dilakukan oleh PT Karwell Kreasi Indonesia. Saham perusahaan tercatat pertama kalinya di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 20 Desember 1994

PT Primarindo Asia Infrastructure Tbk. didirikan tahun 1988 sebagai perusahaan penanaman modal dalam negeri dengan nama PT Bintang Kharisma yang pada tahun 1994 mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta sehingga menjadi PT Bintang Kharisma Tbk. Pada tahun 1997 merencanakan untuk membagi usahanya menjadi beberapa usaha yang berbeda dan perusahaan kemudian mengganti namanya menjadi PT Primarindo Asia Infrastructure Tbk. bagaimanapun situasi ekonomi dan moneter Indonesia belum mengizinkan perusahaan untuk melakukan diversifikasi usahanya sehingga akhirnya membuat namanya menjadi merek dagangnya. Pada tahun 1989 perusahaan mulai mengekspor dua jenis produknya yang dipesan oleh pembeli yang tidak terkenal. Pada tahun 1993 perusahaan mencapai prestasi dengan memperoleh pengakuan dari EVA untuk 9 jenis produknya fasilitas produksi sol karet. Tahun 1996 mengadakan perjanjian dengan dua pembeli yaitu Reebok dan Fila. Awal tahun 1997 perusahaan mulai mengimplementasikan sistem pengawasan produksi dan pada tahun ini pula berusaha untuk memodernisasi proses produksinya dengan menggunakan Anzani Conveyor Stitching. Pada tahun 1998 mengembangkan *a computer-based-purchase-order-tracking-system*. Selanjutnya tahun 1999 perusahaan mulai menggunakan sistem Lectra Cutting..

PT Ricky Putra Globalindo Tbk. telah berdiri pada tahun 1987 dengan nama PT Ricky Putra Garmindo dan namanya diubah menjadi PT Ricky Putra Globalindo sejak tahun 1997. Produk perusahaan dijual dengan merek dagang GT Man, Rcsony dan Ricky yang merupakan merek dagang untuk pakaiannya dan lainnya adalah Ricky Jeans, Ricky Printer, Ricky Junior, Della, Stalle dan Hiku. Produk-produknya dijual

untuk pasar ekspor berdasarkan order dengan model yang sedang in dan desainnya sesuai dengan perusahaan yang memesannya. Tujuan ekspor produknya adalah ke Jepang, Jerman, Afrika Selatan, Amerika Serikat dan Amerika latin. Bahan baku utama yang digunakan oleh perusahaan adalah benang katun yang disuplai oleh PT Jabatex, yang merupakan perusahaan afiliasi dari Pt Ricky Putra Globalindo. Sebagai tambahan benang katun digunakan spandek dan karet elastis sebagai tambahan bahan untuk pakaian dalam pria. Sesungguhnya suplai bahan baku tidak hanya tergantung dari perusahaan afiliasi karena bahan baku perusahaan mudah ditemui di pasar. Kapasitas produksi perusahaan per tahun mencapai 9,88 juta dozen pada tahun lalu di mana 1.1 dozen merupakan produk ekspor. Pemasaran produknya secara langsung ditangani oleh lima anak perusahaannya. Anak perusahaan PT Ricky Globalindo beroperasi dalam jasa pemasaran umum dan saham mereka seluruhnya dimiliki oleh PT Ricky Globalindo. Anak-anak perusahaan PT Ricky Putra Globalindo adalah PT Ricky Jaya Sakti di Surabaya, PT Jasa Ricky Abadi di Medan, PT Ricky Musi Wijaya di Palembang, PT Ricky Mumbul Jaya di Semarang dan PT Ricky Jaya Anta di Bandung. PT Ricky Putra Globalindo tercatat pertama kalinya di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 22 Januari 1998

PT Sarasa Nugraha Tbk. berdiri sejak tahun 1982. Perusahaan memulai operasi komersialnya pada tanggal 1 Februari 1984. Perusahaan merupakan salah satu perusahaan suplayer terbesar untuk perusahaan-perusahaan seperti oxford Product (internasional) Limited yang menginginkan desain eksklusif yang dapat diterima dengan hangat di pasar global seperti: Eddie Bauer, May Co, Belk, Tommy Hilfiger, Dillard, Esprit, Gap dan lainnya. Orientasi pasar perusahaan adalah ekspor ke Amerika Serikat, Kanada, Masyarakat Eropa, Jepang, Australia dan negara-negara lainnya. Pada tahun 1999 dan di awal tahun 2000 perusahaan dan anak perusahaannya menyelesaikan kewajiban hutangnya kepada kreditur yang ada di Bank yang telah ditandatangani

dengan Tio & Tan Investment Inc. (T&T) perusahaan ketiga yang ada di Hongkong. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 11 Januari 1993.

PT Surya Dumai Industri Tbk. didirikan pada tahun 1979 di Pekanbaru, Riau, produk utama perusahaan adalah *plywood, fancy plywood, polyester plywood, film face plywoodblock board, dan sawn timber*. Pemotongan kayu beroperasi pada lahan seluas 739.470 hektar. Lahan ini terdiri dari 515.470 hektar konsesi yang dioperasikan oleh anak perusahaan PT Surya Dumai Industri Tbk. dan konsesi lainnya seluas 223.000 hektar ditangani oleh perusahaan afiliasi. Kedua konsesi ini akan berakhir pada Mei 1997 dan Juli 1999 yang berlokasi di provinsi Riau. Perusahaan juga memiliki enam anak perusahaan yang beroperasi pada usaha yang sejenis yaitu : PT Sri Buana Dumai, (dengan kepemilikan saham sebesar 100 %), PT Perawang Lumber Industri (dengan kepemilikan saham sebesar 96 %), PT Sejati Riau Trading Company (dengan kepemilikan saham sebesar 90,91%), PT Perawang Perkasa industri (dengan kepemilikan saham sebesar 40 %), PT Perawang Sukses Perkasa Industri (dengan kepemilikan saham sebesar 25 %), dan PT Rokan Permai Timber (dengan kepemilikan saham 50%). *Output* maksimal yang diperbolehkan adalah 308.700 meter kubik per tahun. Sembilan puluh persen produknya diekspor, seperti perusahaan kayu lainnya penjualan produk di negara lain ditangani oleh *Indonesian Wood Panel Association* (Apkindo). Agar perusahaan diperkenankan untuk beroperasi pada usaha perindustrian hutan perusahaan harus telah melakukan analisis dampak lingkungan. Potongan-potongan kayu dan serpihan gergajian digunakan untuk bahan baku papan *particle*, kotak papan dan untuk bahan bakar pada pabrik. Perusahaan *go public* pada tanggal 24 juli tahun 1996 dan tercatat di Bursa Efek Jakarta. Kapitalisasi pasarnya sebesar 725 milyar rupiah pada 31 Desember 2000 dengan 2.500.000.000 saham beredar.

PT Budi Acid Jaya Tbk. berdiri pada tahun 1979. Perusahaan memiliki 12

pabrik tapioka, 10 pabrik terletak di Lampung, 1 pabrik di Jambi dan 1 pabrik lagi di Solo. Perusahaan juga memiliki sebuah pabrik sulfur dengan kapasitas produksi sebesar 60.000 ton, dua pabrik *citric acid* dengan total kapasitas 15.000 ton dan tiga pabrik *poly propylene* dengan kapasitas total sebesar 9.500 ton per tahun. *Citric acid* merupakan penguat rasa makanan dan minuman Sulfur acid dipergunakan sebagai bahan baku *citric acid* dan tapioka dibutuhkan oleh perusahaan makanan, kertas dan tekstil. Penjualan *citric acid* memberikan kontribusi terbesar pada penjualan total perusahaan yaitu sebesar 54,2% diikuti oleh tepung tapioka sebesar 39,2%. Perusahaan adalah anggota dari Sungai Budi grup. *Citric acid* dijual dengan merek Gajah untuk pasar domestik dan diekspor dengan merek dagang petabeli. *Sulfuric acid* dijual menggunakan merek nama perusahaan Tepung tapioka dijual dengan merek Cudang Agung, Ikan Mas, Ikan Koki dan Rose Brand. Perusahaan memiliki perjanjian dengan PT Sungai Budi sebagai distributor untuk pasar domestik dan menangani ekspor perusahaan juga. Hampir semua bahan baku dapat dipenuhi dari dalam negeri. Perusahaan memiliki dua anak perusahaan yaitu PT Indo Bagna Prima (dengan kepemilikan sebesar (94,5%) yang merupakan perusahaan investasi dan PT Tunas Baru Lampung (dengan kepemilikan 8,4%) yang mengoperasikan pabrik minyak kelapa mentah, dan minyak untuk memasak. Pada April 1996 perusahaan melakukan *joint venture* dengan British Sugar Overseas Limited untuk memproduksi *Fructose* dan *Glucose*. Total investasi yang digunakan sebesar 18 juta dolar Amerika Serikat dan perusahaan memiliki saham pada *joint venture* ini sebesar 50,1%. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali pada tanggal 8 Mei 1995.

PT. Unggul Indah Cahaya Tbk. didirikan tahun 1983 oleh dua konglomerat yaitu Sinar mas Grup dan Sahm Grup yang memiliki pabrik di Merak, Jawa Barat yang memulai operasi tahun 1985 dengan kapasitas 60.000 metrik ton per tahun. Keseluruhan *alkylbenzene* merupakan bahan utama detergen domestik. *Heavy Alkylate*

dan *light alkylate* diproduksi untuk ekspor. Kapasitas produksi sebesar 150.000 metrik ton per tahun Tahun 1992 perusahaan mengakuisisi 53,88% PT Petro Central Produce yang berlokasi di Surabaya dan saat ini juga Sinar Mas Grup menjual sahamnya kepada publik. Tahun 1994 perusahaan mendirikan anak perusahaan di Vietnam dengan nama Vic Vietnam Co Ltd. Dengan investasi sekitar 7,25 juta dolar Amerika yang beroperasi di bidang produk kimia. Perusahaan telah meningkatkan pinjaman sindikasinya sebesar 120 juta dolar Amerika dari bank luar negeri dalam dua bentuk pinjaman. Pinjaman pertama sebesar 84 juta dolar Amerika yang akan digunakan untuk membiayai investasinya. Dan yang kedua sebesar 36 juta dolar Amerika untuk menambah modal kerja perusahaan Tahun 1995 perusahaan bekerja sama dengan perusahaan Nikki Universal dari Jepang dalam memproduksi olefin yang memiliki kapasitas produksi sebesar 60.000 Megaton per tahun. Akhir tahun 1997 kapasitas produksi *alkybenzene* akan meningkat menjadi 210.000 megaton per tahun.

PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk. (DPNS). Merupakan perusahaan yang memproduksi *formaldehyde* dan *thermosetting adhesive*. Perusahaan memulai produksi komersialnya pada tahun 1987 dengan nama PT. Dharna Pertiwi Nusantara yang memiliki kapasitas produksi 40.000 ton *formaldehyde* dan 75.000 ton *urea formaldehyde*. Untuk pengembangan teknologi, perusahaan dibantu oleh Reichhold Chemical Inc. USA dan Priha Oy Finland. Sekitar 95% bahan baku bersumber dari dalam negeri. Fabrik perusahaan berlokasi di Pontianak, Kalimantan Barat

PT. Asiaplast Industries Tbk. memproduksi *polyvinyl chloride* dan kulit imitasi yang didirikan di Medan tahun 1992. Nama perusahaan telah berubah beberapa kali dan nama yang digunakan saat ini adalah nama yang digunakan sejak Juni 1999. Produksi komersil kulit imitasi ini dimulai sejak tahun 1999. produk ini digunakan oleh industri tas, sepatu, *automotive* dan *stationary*. Pada tanggal 1 Mei 2000, Asiaplast Industries go public dengan melakukan penawaran perdana sahamnya sebanyak 60 juta lembar

saham, yang merepresentasikan 23% dari total sahamnya dengan harga penawaran sebesar Rp 600 per saham. Dana yang didapatkan dari penawaran umum tersebut digunakan untuk melakukan ekspansi yang 50% digunakan untuk pembelian bahan sebanyak 5000 ton per tahun, 20 % untuk memperkuat modalnya, dan sisanya 30 % untuk menutupi hutangnya pada perusahaan afiliasi. Sebagai bagian pencapaian rencananya untuk menjadi perusahaan terbaik untuk perusahaan PVC dan kulit imitasi perusahaan memulai menjual produknya ke pasar global diantaranya ke Vietnam, Taiwan dan Jepang. Agar penetrasi pasar yang dilakukan dapat berjalan dengan lancar, di Jepang perusahaan bekerjasama dengan Taichi Corp. Penjualan bersih tahun 2000 didapat dari empat produknya yaitu produk kulit imitasi (Rp 45,73 milyar), produk PVC (17,84 milyar), *laminated PVC*(31,02 milyar) dan *polished PVC* (Rp 45,01 milyar)

PT. Dynaplast Tbk, didirikan tahun 1959 dengan nama PT National Electric Wire Ltd, karena produksi kabel electric kurang menguntungkan sehingga perusahaan berekspansi ke plastik. Tahun 1979 perusahaan berganti nama menjadi PT. Dynaplast. Tahun 1992 membeli saham PT Sumitplast Interbenua sebesar 30 % yang merupakan perusahaan *joint venture* dengan Sumitomo Corporation yang memiliki spesialisasi komponen plastik pada komputer dan elektronik dan April 1994 perusahaan mengakuisisi 51% saham PT Rexplant Corporation produsen pembungkus plastik yang berlokasi di Surabaya. Pada Tahun 1995 Dynaplast I dan II memperoleh ISO 9002. Perusahaan merupakan perusahaan plastik pertama yang mendapat sertifikasi dengan standar internasional tersebut. Pada kuartal ke tiga tahun 1995 perusahaan membangun Dynaplast III yang beroperasi memproduksi oli motor. Pada tahun 1995 kapasitas produksi mencapai 7.500 metrik ton per tahun. Perusahaan mengoperasikan 3 pabrik yang memproduksi komponen plastik, pembungkus plastik dan plastik lembaran Tanggal 1 Januari 2000 perusahaan membeli PT Sarpak unggul dan pada

Mei 2000 perusahaan mengakuisisi perusahaan pembungkus plastik di Thailand. Berlie Prospack Co.Ltd Yang merupakan industri plastik untuk kosmetik, makanan, minuman. Pada tahun yang sama perusahaan juga melakukan *joint venture* dengan Bericap Asia Pte. Ltd di Singapura dengan nama PT Bericap Indonesia yang mensuplai botol untuk industri makanan dan minuman. Perusahaan mencatatkan sahamnya di bursa Efek Jakarta pertama kali pada tanggal 5 Agustus 1991.

PT Langgeng Makmur Plastik Industry Tbk., memulai industri komersialnya pada tahun 1976 dengan memproduksi plastik untuk kebutuhan rumah tangga. Perusahaan melakukan ekspansi bisnis dengan memproduksi alat-alat dapur yang terbuat dari aluminium pada tahun 1980, kemudian pipa PVC pada tahun 1987 dan tas plastik pada tahun berikutnya. Pertumbuhan ekonomi menyebabkan peningkatan daya beli masyarakat pada tahun 1996 perusahaan mulai melakukan ekspansi untuk memproduksi suti non aluminium yang dipromosikan sebagai produk yang berkualitas tinggi. Perusahaan menjadi perusahaan publik sejak tahun 1994 dan tercatat di Bursa Efek Jakarta serta Bursa Efek Surabaya. Saat ini perusahaan memiliki pabrik seluas 8 ha di Waru Sidoarjo (unit 1) dan pabrik seluas 5,55 ha di Trosobo, Krian (unit 2) keduanya terletak di Jawa Timur, juga pabrik seluas 4,9 ha di Tangerang (unit 3) Jawa Barat. Perusahaan telah menawarkan krediturnya dua skema restrukturisasi hutang, dimana hutangnya akan dilunasi pada tahun ke-6, dan disetujui oleh krediturnya. Hutang tersebut akan dijadikan *zero coupon convertible bonds* dengan periode efektif 6 tahun. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali pada tanggal 17 Oktober 1994.

PT. Alumindo Light Metal Industry perusahaan memulai produksi komersialnya pada tahun 1983. Produk-produk perusahaannya diklasifikasikan menjadi 2 kategori, yang pertama lembaran aluminium dengan ketebalan dari 0,15 mm sampai 6 mm dan lembar aluminium yang ketebalannya kurang dari 0,15 mm. Kapasitas produksinya pada tahun 1996 sebesar 71.200 ton per tahun yang terdiri dari 64.000 ton lembaran

aluminium dan 7.200 ton aluminium foil. Bahan baku yang digunakan untuk produksinya terdiri dari *aluminium ingot* sebesar 70 % yang diimpor dari Swiss dan Australia dan sisanya disuplai oleh PT. Inalum sebuah perusahaan Indonesia. Pemasaran menggunakan 15 distributor tetapi aluminium foil digunakan sebagai bahan baku yang dijual langsung ke perusahaan yang membutuhkan. Pada tahun 1995 sekitar 23,6 % produknya dijual kepada Maspion Stainless Steel Indonesia, yang juga dimiliki 100 % oleh perusahaan. Selain penjualan domestik perusahaan juga mengekspor produknya ke Cina, Taiwan, Jepang dan negara-negara di Asia Tenggara, ekspor perusahaan merupakan 7,6 % total dari total penjualan pada tahun 1995. Operasi perusahaan tidak mengotori lingkungan karena sampahnya langsung didaur ulang. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 2 Januari 1997.

PT. Jakarta Kyoei Steel Works Limited Tbk. berdiri pada tahun 1974 yang merupakan *joint venture* antara Kyoei Steel Works dari Jepang dan PT. Bone Commercial Company dari Indonesia dengan komposisi kepemilikan 75 % dan 25 %. Kyoei Steel dari Jepang telah mengeluarkan sahamnya kepada perusahaan investasi asing sejak 30 Desember 1995 dan status perusahaan telah dikonversikan menjadi perusahaan investasi domestik. PT. Jakarta Kyoei Steel Works merupakan salah satu perusahaan yang mendapatkan Indonesian National Standard (SNI), Japan Industrial Standard Institution (JIS), British Standard Institution (BSI) dan Deths American Society For Testing and Material (ASTM). Dan diantara semuanya perusahaan sejenis perusahaan telah mendapatkan sertifikasi ISO 9002 untuk sistem kualitas dan manajemen produksinya. Kapasitas produksinya mencapai 490 ton per hari yang terdiri dari kawat baja (2640 ton) dan campuran baja (2030 ton). Bahan baku yang digunakan 70 % diimpor dari Ukraina, Rusia, Brasil dan Turki dan sisanya 30 % disuplai oleh perusahaan afliasinya. Perusahaan melakukan distribusi dan pemasaran produknya

oleh perusahaan lain. Pemasaran produknya secara internasional dibantu oleh perusahaan-perusahaan internasional seperti Itochu, Klockner, Marobeni dan Mitsui. Sampah yang dihasilkan dari proses produksi tidak merusak lingkungan dan dapat dijual kembali. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 6 Agustus 1997.

PT. Jaya Pari Steel Tbk. didirikan pada tahun 1973 yang bekerja sama dengan PT Krakatau Steel dan supplier dari Hongkong dan Korea dalam rangka ekspansi produknya dan mencari bahan baku. Perusahaan memiliki saham sebanyak 5 % pada PT Gunawan Dianjaya Steel, yang merupakan produsen piring dan memiliki hubungan pemasaran di seluruh dunia. Kapasitas produksi pada tahun 1995 mencapai 100.000 ton per tahun. Pada kuartal pertama tahun 1997 penurunan pendapatan sebesar 97,72 % disebabkan karena penurunan harga sebesar 14 %. Penurunan ini disebabkan karena masuknya piringan baja impor yang murah akibat *dumping* yang dilakukan oleh beberapa perusahaan asing. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 4 Agustus 1989.

PT. Lion Metal Works Tbk. didirikan pada tahun 1972 oleh J. P. Sudarma dari Indonesia, Teob Chiang Manufacturing Pte Ltd dari Singapura dan Lion Enterprise dari Malaysia. Lion Enterprise dan Lion Holding merupakan pemegang saham mayoritas dalam perusahaan yang merupakan anggota dari Lion Group. Produk-produk yang dihasilkan perusahaan dibagi menjadi 5 kategori: peralatan kantor dan rumah sakit, peralatan keamanan dan sistem keamanan, produk-produk konstruksi dan bangunan, asesoris dan C-channel. Produksi totalnya sebesar 242 ribu unit pada tahun 1992 yang sama dengan 82 % dari kapasitas, 75% bahan baku perusahaannya disuplai oleh PT. Krakatau Steel. Produknya dipasarkan dengan merek Lion dan hampir seluruh produk perusahaan dijual kepada PT. Bartrik Mutri Indonesia, yang mempunyai hubungan afiliasi dengan perusahaan. Perusahaan telah menawarkan 3.251 juta sahamnya pada

saat pertama kali *right issue* seharga Rp 1000 per lembar di Bursa Efek Jakarta dan di Bursa Efek Surabaya pada bulan Juni 1996. dana ini akan digunakan untuk membangun pabrik baru (38 %), peluasan hutang (19 %), modal kerja (16 %) dan pembelian lahan di Jakarta maupun di luar Jakarta sebesar 17 %. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 20 Agustus 1993.

PT. Kedaung Indah Cer Tbk. (KICI) merupakan perusahaan yang memproduksi perlengkapan dapur. Perusahaan didirikan tahun 1974 di Surabaya. Pada tahun 1990 untuk pertama kalinya perusahaan memperluas pemasaran dengan mengekspor produknya ke Afrika dan Eropa. Sejak tahun 1993 "Nylan" yang merupakan alat dapur juga telah diekspor ke Amerika Selatan. Bahan baku yang digunakan oleh perusahaan adalah baja dan timah. 70 % piringan baja ini diimpor dari dua perusahaan Jepang Kawasaki Steel Corporation (80 %) dan Nippon Kokan Corporation (20 %). Perusahaan menjual keseluruhan produknya ke pasar domestik. Konsumen kaleng termasuk didalamnya PT Nissin Biskuit Indonesia, PT Nippon Paint Indonesia, PT Khong Guan Biscuit Factory Indonesia dan PT Coronet Crown. Penjualan produknya saat ini sudah mencapai 81 % dari total penjualan, dengan kapasitas terpasang mencapai 1.200.000 set per bulan. Pada tahun 1993 perusahaan mengakuisisi 26,25 % saham PT Gelas Produk yang merupakan perusahaan Singapura yang melakukan pemasaran dan distribusi dari produk-produk Kedaung Grup. Pada tahun yang sama perusahaan mendirikan PT Borneo Enamel di Kuching, Malaysia Timur yang merupakan perusahaan Enamel yang memulai produk komersialnya pada kuartal ke 2 pada tahun 1995. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 28 Oktober 1997.

PT. Intikeramik Alamasi Industry Tbk. berdiri pada tahun 1991. Saat ini ubin yang dipasarkan terdiri dari tiga puluh enam jenis warna dan produknya didesain dalam dua motif serta tiga tipe permukaan. Perusahaan memiliki kapasitas produksi sebesar

6,6 juta meter persegi, yang sebagian bahan bakunya diimpor dari Turki, Ukraina dan Spanyol. Aktivitas operasionalnya didukung keseluruhan oleh anak perusahaan yang bernama PT Internusa Keramik Alamasri (IKA), dengan kepemilikan saham 99 %. Anak perusahaan beroperasi pada usaha yang sama dengan perusahaan induknya. Fasilitas produksi dan pabrik PT IKA dibangun pada lahan seluas 16 ha yang lokasinya dimiliki oleh perusahaan induk. Mereka berlokasi di Gandasari, Tangerang, Propinsi Jawa Barat. Pemasaran dan distribusi produk pada pasar domestik dipercayakan pada PT Internusa Karya Megah yang bertanggung jawab untuk pemasaran dan distribusi produk ke pasar ekspor. Saat ini perusahaan merupakan pimpinan di pasar domestik, perusahaan mensuplai lebih dari 1500 material konstruksi di Indonesia dan ke empat puluh lima negara tujuan ekspor termasuk di dalamnya Singapura, Brunei, Hongkong dan Australia. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 20 Juni 1997

PT. Astra Internasional Tbk. Astra memiliki banyak usaha selain otomotif, peralatan berat, industri kayu, agribisnis, elektronik, industri dasar dan jasa keuangan. Perusahaan memproduksi produk assembling Toyota. November 1992 pemegang saham mayoritas William Suryajaya menjual 100 juta saham perusahaan kepada PT Dana reksa Fund Management, PT Mustika Ratu, Prayogo Pangestu dan Hendry Pribadi. Tahun 1993 perusahaan menjadi distributor BMW dan Land Cruiser di Myanmar. Tahun 1996 perusahaan bekerja sama dengan PT Astratel membangun pabrik geotermal di Palembang dengan dana 350 milyar dan pabrik ini akan diakuisisi oleh PLN dengan kapasitas 130 MW. Tahun 1998 perusahaan mengeluarkan Mobil baru yang lebih murah dari Kijang.

PT. Branta Mulia Tbk. merupakan pabrik ban terbesar di Asia Tenggara sejak tahun 1981, perusahaan mempunyai reputasi yang bagus dalam memproduksi premium nylon, poliester yarn dan ban pabrik. Perusahaan mendasarkan operasinya pada kualitas

produk, profesionalisme, inovasi dan tanggung jawab terhadap kebutuhan-kebutuhan konsumennya. Perusahaan memfasilitasi perusahaan-perusahaan di Indonesia dan Thailand dan beberapa perusahaan lain internasional untuk konsumennya. Perusahaan telah tercatat di Bursa Efek Jakarta sejak tahun 1990 dan kepemilikan saham mayoritasnya ada pada Thai Branta Mulia Co. Ltd dan PT Branta Mulia Tejo Indonesia.

PT Lippo Enterprise Tbk (PT Multi Prima Sejahtera Tbk.) berdiri pada tahun 1982. Perusahaan memiliki lisensi untuk memproduksi busi dibawah *trade mark* Champion. Perusahaan memiliki 7 anak perusahaan dan pada tahun 1996 perusahaan melakukan *joint venture* dengan Kwan Yang Motor Company dari Taiwan untuk mendirikan usaha pembuatan sepeda motor. Pada Juni 2001 dalam Rapat Umum Pemegang Saham disetujui untuk mengganti nama perusahaan menjadi Multi Prima Sejahtera Tbk. Perusahaan memiliki pabrik yang terletak di Gunung Putri Bogor. Dan kantor operasi di Gedung Bank Lippo, Jakarta dengan kantor pusat di Menara Matahari Lippo Life di Tangerang. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 5 Februari 1990.

PT Prima Alloy Steel Tbk didirikan di Surabaya pada tahun 1984. Perusahaan telah mengelola beberapa pengolahan yang menggunakan standarisasi seperti SII (*Indonesian Industrial Standard*) dan JWI (*Japanese Technical Standard for Light Alloy Disk Wheel*) dan telah memperoleh sertifikat untuk kualitas dari JWI-VIA (*Vehicle Inspection Association*) dari Jepang. Aktivitas produksi perusahaan adalah pembuatan rem, stabilizer dan peralatan lainnya yang terbuat dari campuran aluminium dengan besi dan langsung menjual produk-produknya sendiri. Kantor perusahaan dan pabriknya terletak di Jalan Gedangan, Sidoarjo, Jawa Timur. Pada 15 Oktober 1990 perusahaan melakukan penawaran umum sahamnya sebesar 2.000.000 lembar saham dengan nilai per lembarnya Rp 1000 per saham.

PT. Selamat Sempurna Tbk. didirikan pada tahun 1976. Pada tahun 1980 Eddy Hartono sebagai pendiri ADR Grup mengambil alih kepemilikan dalam perusahaan. Pada tahun 1994 perusahaan mengakuisisi saham PT Adhi Chandra Automotive Products dan 70 % saham dari PT Panata Jaya Mandiri. Selanjutnya pada tahun yang sama perusahaan mengambil alih operasi CV Auto Diesel Radiators. Pada bulan Juli 2000 perusahaan menerbitkan obligasi Selamat Sempurna dengan *face value* Rp 100 milyar dengan tingkat bunga 16,625 % per tahun dengan jangka waktu 5 tahun. Pada Desember tahun 2000 anak perusahaannya PT Adhi Chandra Automotive Product Tbk. telah menawarkan sebagian sahamnya yang berjumlah total sebesar 47 juta saham atau 35,07 % untuk publik di Bursa Efek Jakarta. Saat ini perusahaan dengan dua anak perusahaannya yaitu PT Adhi Chandra Automotive Product Tbk. dan PT Panata Jaya Mandiri telah memperoleh sertifikat QS 2000 bagi kualitas sistem manajemen perusahaan dari SGS Yankley International Certification Services. Perusahaan dan anak perusahaannya memproduksi produk *spare parts* otomotif di Indonesia dengan produk filter dan radiator (*cooper brass* dan aluminium radiator) yang memiliki pangsa pasar internasional dengan lebih dari 50 negara tujuan ekspor. Perusahaan juga memproduksi kondensator, AC mobil, tali rem tangki minyak, penyerap udara sebaik produk komponen perusahaan lain. Untuk pengembangan teknologi, perusahaan dibantu oleh dua perusahaan dari Jepang yaitu Tsuchiyo Manufacturing Co. Ltd dan Tokyo Roki Co. Ltd. Produk perusahaan lebih banyak dijual di pasar dalam negeri. Bahan baku untuk proses produksi diimpor dari Jepang, Korea Selatan, Amerika Serikat dan beberapa negara di Eropa. Pabrik perusahaan berlokasi di Jakarta. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali pada tanggal 9 September 1996

PT Mastika Ratu Tbk. Produk perusahaan berbasis pada produk herbal dan bertujuan untuk kecantikan dan kesehatan dan serta produk minuman untuk kesehatan umum. Produk kosmetik terdiri dari produk kosmetik tradisional dan produk untuk

bagi. Diantara produknya yang telah dikenal publik adalah *Slumang Tea*, minuman herbal untuk ibu-ibu, teh tonik. Perusahaan konsisten dalam pengaplikasian sistem kualitas manajemen dan telah mendapatkan peningkatan penghargaan menjadi ISO 9002 pada tahun 1994 dari ISO 2001 pada tahun 2000. Sistem kualitas manajemen merupakan prioritas perusahaan dalam meningkatkan kepuasan konsumen. Pada Bulan Oktober 2002 perusahaan telah menandatangani kontrak kerjasama dengan Bestway Departement store Pte. Ltd. Singapura. Perusahaan telah membuka 7 buah gerai kosmetik tradisional di Bestway Department Store di beberapa lokasi di Singapura. Perusahaan mencatatkan sahamnya pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 27 Juli 1995.

5.1.2 Kepemilikan manajemen

Variabel kepemilikan manajemen atau kepemilikan insider ini diukur dengan menggunakan persentase kepemilikan manajer dan komisaris dari total saham perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2004. Adapun kepemilikan manajer dan komisaris perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ dari tahun 2000-2004 tampak pada Tabel 5.1

Tabel 5.1
Kepemilikan Manajer dan Komisaris Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang *Go Public* di BEJ dari tahun 2000-2004

Kepemilikan Manajemen	Jumlah	Persentase
KM=0%	29	16
0<KM≤50%	143	79,5
50%<KM	8	4,5
Jumlah	180	100

Sumber: Lampiran 4

Dari Tabel 5.1 pada halaman 110 tampak bahwa terdapat 16% perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ tanpa kepemilikan manajemen dalam perusahaannya. Kepemilikan manajemen di atas 0% sampai dengan 50% sebanyak

79,5% dan kepemilikan manajemen di atas 50% sebanyak 4,5% pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ.

Pada Lampiran 4 tampak bahwa kepemilikan manajemen dalam perusahaan dari 36 perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ terdapat 13 perusahaan yang kepemilikan manajemennya berfluktuasi namun memiliki kecenderungan menurun yaitu (1) PT. Ades Alfindo Putrasctia Tbk (2) PT Cahaya Kalbar Tbk (3) PT Gudang guran Tbk. (4) PT HM Sampoerna Tbk. (5) PT Primarindo Asia Infrastruktur Tbk. (6) PT Ricky Putra Globalindo Tbk. (7) PT Sarasa Nugraha Tbk. (8) PT Langgeng Makmur Plastik Industri Tbk (9) PT Jaya Pari Steel Tbk, (10) PT Lion Metal Work Tbk. (11) PT Intikeramik Alumasri Industri Tbk. (12) PT Lippo Enterprises Tbk. (13) PT Prima Alloy Steel Tbk.

Terdapat 12 perusahaan yang kepemilikan manajemennya berfluktuasi yaitu (1) PT Frasideha Aneka Niaga Tbk. (2) PT. Sekar Laut Tbk. (3) PT. Siantar Top Tbk. (4) PT. Pania Indonesia Tbk. (5) PT. Century Textile Industry (CENTEX) Tbk. (6) PT. Apac Centertex Corporation Tbk. (7) PT. Surya Duna Industri Tbk. (8) PT. Unggul Indah Cahaya Tbk. (9) PT Dynaplast Tbk. (10) PT. Astra Internasional Tbk (11) PT. Branta Mula Tbk. (12) PT. Selamat Seumpama Tbk, sedangkan terdapat 7 perusahaan yang kepemilikan manajemennya berubah namun cenderung tetap yaitu : (1) PT. Ultrajaya Milk Industry Trading Comp Tbk (2) PT. Hanson Industri Utama Tbk. (3) PT Karwell Indonesia Tbk (4) PT. Budi Acid Jaya Tbk. (5) PT. Asiaplast Industries Tbk. (6) PT. Jakarta Kyoei Steel Works Limited Tbk. (7) PT. Kedaung Indah Cui Tbk. dan terdapat 4 perusahaan yang kepemilikan manajemennya cenderung meningkat yaitu : (1) PT. Sunson Textile Manufacturer Tbk. (2) PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk. (3) PT. Alumindo Light Metal Industry Tbk. (4) PT. Mustika Ratu Tbk.

Kepemilikan manajemen terbesar terdapat di PT. Mustika Ratu Tbk yaitu sebesar 71,26 % pada tahun 2001 dan tidak adanya kepemilikan manajer dan komisaris

selama 4 tahun berturut-turut terjadi pada PT. Primarindo Asia Infrastructure Tbk. Bila diperlihatkan struktur kepemilikan secara keseluruhan pada Lampiran 4 maka dapat diketahui bahwa kepemilikan saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang go public di BEJ terdiri dari 3 pihak yaitu manajemen, institusi maupun publik. Sebagian besar (sebanyak 87%) kepemilikan sahamnya berada di tangan institusi.

5.1.3 Pola Pendanaan

Pola pendanaan merupakan proksi dari keputusan pendanaan perusahaan yang dihitung menggunakan perbandingan antara sumber dana intern perusahaan (*Net Income* ditambah penyusutan dikurangi dividen) dengan sumber dana ekstern (penerbitan hutang jangka panjang baru ditambah dengan penerbitan saham baru dan dikurangi dengan pembelian kembali saham). Jika Pola pendanaan perusahaan lebih besar dari satu maka perusahaan menggunakan sumber dana intern lebih banyak dibandingkan dengan sumber dana ekstern. Pola pendanaan perusahaan lebih kecil dari satu berarti perusahaan lebih banyak menggunakan sumber dana ekstern dibandingkan dengan sumber dana intern. Adapun Pola pendanaan perusahaan-perusahaan manufaktur yang go public di BEJ pada tahun 2000-2004 adalah seperti Tabel 5.2

Tabel 5.2
Pola Pendanaan Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang *Go Public* di BEJ dari Tahun 2000-2004

Pola Pendanaan	Jumlah	Persentase
$PP > 1$	112	62
$0 < PP < 1$	22	12
$PP < 0$	46	26
Jumlah	180	100

Sumber : Lampiran 5

Dari Tabel 5.2 dapat diketahui bahwa terdapat 62 % perusahaan menggunakan sumber dana intern yang lebih besar dibandingkan dengan sumber dana ekstern, 12 % perusahaan menggunakan sumber dana ekstern yang lebih besar dibandingkan sumber

dana intern dan sebanyak 26% perusahaan mengalami kerugian atau memiliki net eartung yang negatif sehingga menyebabkan pola pendanaan menjadi negatif.

Dari Lampiran 5 tampak bahwa dari 36 perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ terdapat 7 perusahaan yang terus menerus pola pendanaannya lebih besar dari 1 yang berarti perusahaan selalu menggunakan dana intern lebih besar daripada dana ekstem ketujuh perusahaan tersebut adalah (1) PT. Siantar Top Tbk. (2) PT. Gendang Garum Tbk. (3) PT. Hanjaya M Sampoerna Tbk. (4) PT. Century Textile Industry Tbk. (5) PT. Lion Metal Works Tbk. (6) PT. Lippo Enterprises Tbk. (7) PT. Mustika Ratu Tbk., sedangkan perusahaan yang terus menerus menggunakan dana ekstem lebih besar dari dana internnya adalah PT. Primarindo Asia Infrac Tbk. sedangkan sejumlah 28 perusahaan memiliki pola pendanaan yang berfluktuasi.

Adapun kedua puluh delapan perusahaan tersebut adalah (1) PT. Ades Alfindo Putrasctia Tbk (2) PT. Cahaya Kalbar Tbk. (3) PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk. (4) PT. Sekar Laut Tbk. (5) PT. Ultrajaya Milk Industry Trading Company Tbk (6) PT. Panasia Indosyntec Tbk. (7) PT. Sunson Textile Manufactur Tbk. (8) PT. Apac Centertex Corp Tbk (9) PT. Hanson Industri Utama Tbk. (10) PT. Karwell Indonesia Tbk. (11) PT. Ricky Putra Globalindo Tbk. (12) PT. Sarasa Nugraha Tbk. (13) PT. Surya Durnai Industri Tbk. (14) PT. Budi Acid Jaya Tbk. (15) PT. Unggul Indah Cahaya Tbk. (16) PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk. (17) PT. Asiaplast Industnes Tbk. (18) PT. Dyuplast Tbk. (19) PT. Langgeng Makmur Pte Industry Ltd. Tbk (20) PT. Aiumindo Light Metal Industry Tbk. (21) PT Jakarta Kyocci Stell Works Limited Tbk. (22) PT. Jaya Pari Steel Tbk. (23) PT. Kedaung Indah Can Tbk. (24) PT. Intikeramik Alamasi Industry Tbk (25) PT. Astra Internasional Tbk. (26) PT. Branta Mulia Tbk. (27) PT. Prima Alloy Steel Tbk (28) PT. Setamat Serupuma Tbk. Pola pendanaan perusahaan yang berfluktuasi ini lebih banyak yang menggunakan dana intern (62%) dibandingkan dengan dana ekstem dan bila pendanaan ekstem digunakan maka lebih

banyak perusahaan yang menggunakan hutang (80,6%) dibandingkan dengan saham.

5.1.4 Risiko

Variabel Risiko diukur dengan Beta saham aktual tahunan perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta. Perhitungan beta saham aktual tahunan perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta dilakukan dengan menggunakan rumus CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) sehingga didapat Beta saham aktual tahunan perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2000 sampai dengan 2004 seperti tampak pada Tabel 5.3

Tabel 5.3
Risiko Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang *Go Public* di BEJ dari Tahun 2000-2004

Risiko (Beta)	Jumlah	Persentase
B>1	123	68
B<1	57	32
Jumlah	180	100

Sumber : Lampiran 7

Dari Tabel 5.3 tampak bahwa terdapat 68% perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ selama 2000-2004 memiliki beta yang lebih besar dari 1 dan sebanyak 32% memiliki beta yang kurang dari 1 dan dari Lampiran 7 diketahui bahwa terdapat 6 perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ memiliki beta saham di atas 1 yang disebut dengan saham agresif atau saham yang peka terhadap perubahan perubahan yang terjadi di pasar modal. Keenam perusahaan tersebut adalah : (1) PT. Prastha Aneka Niaga Tbk (2) PT. Sekar Lant Tbk.(3) PT Ultrajaya Milk Industry Holding Company Tbk. (4) PT Budi Acid Jaya Tbk (5) PT Kerduang Indah Can Tbk. (6) PT. Mustika Ratu Tbk., sedangkan 30 perusahaan lainnya memiliki beta yang berfluktuasi.

Semakin tinggi beta perusahaan mencerminkan risiko perusahaan yang semakin tinggi dan perusahaan yang memiliki beta tertinggi diantara ketiga puluh enam perusahaan manufaktur yang go public di BEJ adalah PT Sarasa Nugraha Tbk dengan beta saham perusahaan sebesar 1,1583873 pada tahun 2004 sedangkan perusahaan dengan risiko terkecil adalah PT. Surya Dumar Industri Tbk. dengan beta saham perusahaan sebesar 0,5337668 pada tahun 2003

5.1.5 Price Earning Ratio

Price Earning Ratio merupakan ukuran kinerja perusahaan yang menunjukkan perilaku investor dalam pelaksanaan keputusan investasi sahamnya. Perilaku investor dalam berinvestasi akan mempengaruhi pergerakan harga saham perusahaan sehingga PER yang dihitung berdasarkan harga saham akan mengalami perubahan sesuai dengan perubahan perilaku investor. Dengan kata lain, PER dapat dikatakan sebagai penilai kinerja keuangan perusahaan yang dilakukan oleh pemegang saham. Adapun PER perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ pada tahun 2000-2004 adalah seperti Tabel 5.4 di bawah ini.

Tabel 5.4
Price Earning Ratio Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang Go Public di BEJ
dari Tahun 2000-2004

Price Earning Ratio	Jumlah	Persentase
PER>0	108	60
PER<0	72	40
Jumlah	180	100

Sumber : Lampiran 9

Dari Tabel 5.4 pada halaman 115 tampak bahwa terdapat 60% perusahaan-perusahaan yang go public di BEJ memiliki price earning ratio yang positif dan 40% memiliki price earning ratio yang negatif dan dari Lampiran 9 dapat diketahui bahwa di atas dapat diketahui bahwa dari 36 perusahaan manufaktur yang go public di BEJ terdapat 11 perusahaan yang memiliki PER positif secara terus menerus selama 5 tahun

berturut-turut. PER bernilai positif berarti bahwa dengan jumlah investasi tertentu maka earning yang diperoleh investor jumlahnya akan lebih besar dibanding dengan investasi yang telah dilakukannya. Adapun kesebelas perusahaan tersebut adalah : (1) PT. Siantar Top Tbk. (2) PT. Ultrajaya Milk Industry Company Tbk. (3) PT. Gudang Garam Tbk. (4) PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. (5) PT. Unggul Indah Cahaya Tbk. (6) PT. Dynaplast Tbk. (7) PT. Lion Metal Works Tbk. (8) PT. Branta Mulia Tbk. (9) PT. Prima Alloy Steel Tbk. (10) PT. Selamat Sempurna Tbk. (11) PT. Mustika Ratu Tbk.

Ada dua perusahaan yang memiliki PER negatif, yang berarti investasi saham yang dilakukan investor mengalami kerugian karena perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh investor mengalami kerugian. Perusahaan dengan PER negatif selama lima tahun berturut-turut yaitu ; PT. Primarindo Asia Infrastructure Tbk. dan PT. Langgeng Makmur Plastic Industry Tbk., sedangkan 23 perusahaan lainnya memiliki PER yang berfluktuasi baik positif diatas satu, positif di bawah satu atau negatif.

5.1.6 Economic Value Added (EVA)

Economic value added adalah pengukur kinerja keuangan yang mengacu pada penciptaan nilai perusahaan. EVA dihitung dengan mengurangi *net operating profit after tax* dengan *weighned average cost of capital* yang dikalikan dengan modal yang digunakan untuk berinvestasi oleh perusahaan. Apabila EVA positif berarti terjadi penciptaan nilai perusahaan dan apabila EVA negatif maka yang terjadi adalah penghancuran nilai perusahaan. Adapun EVA perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2000-2004 adalah seperti tampak pada Tabel 5.5 di halaman 119

Tabel 5.5
Economic Value Added Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang Go Public di
BEJ dari Tahun 2000-2004

EVA	Jumlah	Persentase
EVA>0	101	56
EVA<0	79	44
Jumlah	180	100

Sumber : Lampiran 10

Berdasarkan Tabel 5.5 tampak bahwa terdapat 56% perusahaan-perusahaan manufaktur yang go public di BEJ memiliki EVA yang positif dan sebanyak 44% memiliki EVA negatif. Dari lampiran 10 diketahui bahwa dari 36 perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ terdapat 8 perusahaan yang mampu menciptakan nilai terus-menerus selama 5 tahun yang dicerminkan oleh nilai EVA yang positif. Kedelapan perusahaan tersebut adalah : (1) PT. Cahaya Kalbar Tbk (2) PT. Siantar Top Tbk.(3) PT. Ultrajaya Milk Industry Tbk. (4) PT. Unggul Indah Cahaya Tbk. (5) PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk. (6) PT. Lippo Enterprises Tbk. (7) PT. Selamat Sempurna Tbk. (8) PT. Mustika Ratu Tbk., sedangkan perusahaan yang memiliki EVA negatif selama 5 tahun berturut-turut adalah PT. Sekar Laut Tbk., PT. Panasia Indosyntec Tbk dan PT. Hanson Industri Utama Tbk, sisanya sebanyak 25 perusahaan memiliki EVA yang berfluktuasi.

Kedua puluh lima perusahaan dengan EVA yang berfluktuasi ini lebih banyak yang memiliki kecenderungan menjadi negatif yaitu sebanyak 14 perusahaan daripada yang memiliki kecenderungan menjadi positif yaitu sebanyak 10 perusahaan. Perusahaan yang memiliki EVA tertinggi adalah PT. Gudang Garam Tbk. yaitu sebesar Rp 2.072.680.694,62 pada tahun 2002 dan EVA terendah dicapai oleh PT. Astra Internasional Tbk. yaitu sebesar -Rp 1,731,828 pada tahun 2004.

5.2 Uji Kesesuaian Model dan uji Statistik

Uji Chi Square Statistic. Alat uji paling fundamental untuk mengukur *overall fit* adalah *likelihood ratio Chi Square Statistic*. Chi Square ini bersifat sangat sensitif terhadap besarnya sampel yang digunakan. Karena itu bila jumlah sampel adalah cukup besar yaitu lebih dari 200 sampel maka statistik *chi square* ini harus didampingi dengan alat uji lainnya. Model yang diuji akan dipandang baik atau memuaskan bila nilai *chi square*nya rendah.

Uji Indeks RMSEA (*The Root Mean Square Error of Approximation*) adalah sebuah indeks yang dapat digunakan untuk mengkompensasi *chi-square statistic* dalam sampel yang besar (Baumgartner & Homburg, 1996). Nilai RMSEA menunjukkan *goodness-of-fit* yang dapat diharapkan bila model diestimasi dalam populasi (Hair *et al.*, 1995). Nilai RMSEA yang lebih kecil atau sama dengan 0,08 merupakan indeks untuk dapat diterimanya model yang menunjukkan sebuah *close fit* dari model itu berdasarkan *degrees of freedom* (Browne & Cudeck, 1993). Lebih lanjut Browne & Cudeck menulis: *“we are also of opinion that a value of about 0.08 or less for the RMSEA would indicate a reasonable error of approximation and would not want to employ a model when a RMSEA greater than 0.1”* (Browne & Cudeck, 1993).

Uji GFI (*Goodness of Fit Index*) akan menghitung proporsi tertimbang dari varians dalam matriks kovarians sampel yang dijelaskan oleh matriks kovarians populasi yang terestimasi (Bentler, 1983; Tanaka & Huba, 1989). GFI adalah sebuah ukuran non-statistikal yang mempunyai rentang nilai antara 0 (*poor fit*) sampai dengan 1.0 (*Perfect fit*). Nilai yang tinggi dalam indeks ini menunjukkan sebuah *“better fit”*.

Uji AGFI (*Adjusted Goodness of Fit Index*). Tanaka dan Huba (1989) menyatakan bahwa GFI adalah analog dari R^2 dalam regresi berganda. Fit indeks ini dapat diadjust terhadap *degrees of freedom* yang tersedia untuk menguji diterima

tidaknya model (Arbuckle, 1999). Tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah bila AGFI mempunyai nilai sama dengan atau lebih besar dari 0,90 (Hair *et al.*, 1995; Hulland *et al.*, 1996). Perlu diketahui bahwa baik GFI maupun AGFI adalah kriteria yang memperhitungkan proporsi tertimbang dari varians dalam sebuah matriks kovarians sampel. Nilai sebesar 0,95 dapat diinterpretasikan sebagai tingkatan yang baik (*good overall model fit*) sedangkan besaran nilai antara 0,90 – 0,95 menunjukkan tingkatan cukup-adequate fit (Hulland *et al.*, 1996).

Uji CMIN/DF. *The minimum sampel discrepancy function* (CMIN) dibagi dengan *degree of freedomnya* akan menghasilkan indeks CMIN/DF, yang umumnya dilaporkan oleh para peneliti sebagai salah satu indikator untuk mengukur tingkat fitnya sebuah model. Dalam hal ini CMIN/DF tidak lain adalah chi-square, χ^2 dibagi DFnya sehingga disebut χ^2 -relatif. Nilai χ^2 -relatif kurang dari 2,0 atau bahkan kurang dari 3,0 adalah indikasi dari *acceptable fit* antara model dan data (Arbuckle, 1997).

Uji TLI (Tucker Lewis Index). TLI adalah sebuah alternatif incremental fit index yang membandingkan sebuah model yang diuji terhadap sebuah baseline model (Baumgartner & Homburg, 1996). Nilai yang direkomendasikan sebagai acuan untuk diterimanya sebuah model adalah penerimaan $\geq 0,95$ (Hair dkk, 1995), dan nilai yang sangat mendekati 1 menunjukkan *a very good fit* (Arbuckle, 1997).

Uji CFI (Comparative Fit Index). Besaran indeks ini adalah pada rentang nilai sebesar 0 – 1, dimana semakin mendekati 1, mengindikasikan tingkat fit yang paling tinggi *a very good fit* (Arbuckle, 1997). Nilai yang direkomendasikan adalah CFI $\geq 0,95$. Keunggulan dari indeks ini adalah bahwa indeks ini besarnya tidak dipengaruhi oleh ukuran sampel karena itu sangat baik untuk mengukur tingkat penerimaan sebuah model (Hulland *et al.*, 1996; Tanaka, 1993). Indeks CFI adalah identik dengan *Relative Noncentrality index* (RNI) dari MC Donald dan Marsh (1990).

Adapun hasil pengolahan data untuk pengujian *Goodness of fit* dalam

penelitian ini adalah seperti yang tampak pada Tabel 5.6

Tabel 5.6
Goodness Of Fit Indices

Goodness of fit index	Hasil Model	Cut of Value	Evaluasi model
Chi Square	5,467	Kecil, χ^2 dengan Df = 3 adalah 7,874724,03	
DF	3		
Significance Propability	0,067	$\geq 0,05$	Baik
RMSEA	0,032	$< 0,08$	Baik
GFI	0,960	$\geq 0,90$	Baik
AGFI	0,940	$> 0,90$	Baik
CMIN/DF	1,822	$\leq 2,00$	Baik
NFI	0,964	$> 0,95$	Baik

Sumber : Lampiran 1

Confirmatory Factor Analysis pada *measurement model* di atas menunjukkan bahwa model di atas dapat diterima walaupun dengan ketidaksihan karena GFI menunjukkan besaran 0,960 yaitu lebih kecil dari tingkat penerimaan sebesar lebih besar atau sama dengan 0,90

5.3 Uji Kausalitas : Regression Weight

Adapun hasil uji kausalitas dapat dilihat pada Tabel 5.7 di bawah ini:

Tabel 5.7
Koefisien Jalur (Regresi terstandar) Pengaruh antar variabel

Jalur	Standar dized Estimate	CR	Probabilitas	Keterangan
OWN → PP	-0,090	1,209	0,227	Tidak signifikan
OWN → RISK	0,182	2,467	0,014	Signifikan
PP → RISK	0,056	0,758	0,448	Tidak signifikan
PP → PER	-0,193	-2,676	0,007	Signifikan
PP → EVA	0,007	0,090	0,928	Tidak signifikan
RISK → EVA	0,065	0,876	0,381	Tidak signifikan
OWN → PER	0,179	2,443	0,015	Signifikan
RISK → PER	0,006	-0,086	0,931	Tidak signifikan
OWN → EVA	0,214	2,886	0,004	Signifikan

OWN = Kepemilikan Manajemen, PP = Pola Pendanaan, Risk = Risiko, PER = Return Earning Ratio, EVA = Economic Value Added

Sumber : Lampiran 1

Hasil pengujian di atas tampak bahwa dari keseturuhan jalur yang dianalisis terdapat empat jalur yang menunjukkan *causal relationship* yang signifikan terlihat dari besarnya koefisien jalur (*standardize estimate*) dengan nilai CR (yang identik dengan *t* hitung) yang lebih besar dari 2 atau lebih kecil dari -2 atau tingkat uji hipotesis yang lebih kecil dari 5%.

Adapun keempat jalur yang menunjukkan *causal relationship* yang signifikan yaitu Struktur kepemilikan terhadap Risiko dengan CR sebesar 2.467, Pola Pendanaan terhadap PER dengan CR sebesar -2.676, Struktur kepemilikan terhadap PER dengan CR sebesar 2.443 dan Struktur Kepemilikan terhadap EVA dengan CR sebesar 2.886 dan enam jalur lainnya tidak menunjukkan adanya *causal relationship* yang signifikan, terlihat dari besarnya koefisien jalur (*Standardized estimate*) dengan nilai CR yang lebih kecil dari 2 atau uji hipotesis yang lebih besar dari 5%.

Pengujian ini juga menunjukkan besaran dari efek menyeluruh, efek langsung seras efek tidak langsung dari satu variabel terhadap variabel lainnya seperti yang tersaji dalam Tabel 5.8 di bawah ini.

5.4 Analisis atas Direct effect, Indirect effect dan Total Effect

5.4.1 Standardised Direct Effect

Tabel 5.8
Standardised Direct Effect

	Own	Pp	Risk
Pp	-0.090	0.000	0.000
Risk	0.182	0.056	0.000
Eva	0.214	0.007	0.065
Per	0.179	-0.193	-0.006

Sumber : Lampiran 1

Dari Tabel 5.8 dapat diketahui bahwa efek langsung Struktur Kepemilikan terhadap Pola Pendanaan adalah sebesar -0.090 , Struktur kepemilikan terhadap Risiko adalah sebesar 0.182 , Struktur kepemilikan terhadap EVA sebesar 0.214 , dan struktur

kepemilikan terhadap PER 0,179. Efek langsung Pola Pendanaan terhadap risiko sebesar 0,056, Pola pendanaan terhadap EVA sebesar 0,007 dan Pengaruh langsung Pola Pendanaan terhadap PER adalah sebesar -0.193, sedangkan pengaruh langsung Risiko terhadap EVA adalah sebesar 0,065 dan risiko terhadap PER sebesar -0.006

5.4.2 Standardised Indirect Effect

Tabel 5.9
Standardised Indirect Effect

	Own	Pp	Risk
Pp	0.000	0.000	0.000
Risk	-0.00503	0.000	0.000
Eva	0.01087	0.00362	0.000
Per	0.01628	-0.00035	0.000

Sumber : Lampiran 1

Tabel 5.9 menunjukkan bahwa efek tidak langsung dari Struktur Kepemilikan terhadap Risiko adalah sebesar -0,00503, Struktur kepemilikan terhadap EVA sebesar 0,01087, dan pengaruh tidak langsung Struktur Kepemilikan terhadap PER sebesar 0,01628. Efek tidak langsung dari Pola Pendanaan terhadap EVA adalah sebesar 0,00362 dan pengaruh tidak langsung Pola Pendanaan terhadap PER sebesar -0,00035.

5.4.3 Standardised Total Effect

Tabel 5.10
Standardised Total Effect

	Own	Pp	Risk
Pp	-0.090	0.000	0.000
Risk	0.177	0,056	0.000
Eva	0.225	0.010	0.065
Per	0.196	-0,194	-0.006

Sumber : Lampiran 1

Tabel 5.10 menunjukkan efek total dari masing-masing variabel terhadap variabel tertentu. Adapun efek Total Struktur Kepemilikan terhadap Pola Pendanaan

adalah sebesar $-0,090$ yang merupakan penjumlahan dari efek langsung struktur Kepemilikan terhadap Pola pendanaan sebesar $-0,090$ ditambah efek tidak langsungnya yaitu sebesar $0,000$ jadi efek totalnya sama dengan efek langsungnya karena tidak ada efek tidak langsung Struktur Kepemilikan terhadap Pola Pendanaan. Efek Total Struktur Kepemilikan terhadap Risiko sebesar $0,177$ yang merupakan penjumlahan efek langsungnya yaitu sebesar $0,182$ ditambah efek tidak langsungnya sebesar $-0,00503$. Efek Total struktur Kepemilikan terhadap EVA sebesar $0,225$ yang terdiri dari efek langsung sebesar $0,214$ dan efek tidak langsung sebesar $0,01087$. Efek total Struktur Kepemilikan terhadap PER adalah sebesar $0,196$ yang didapat dari efek langsungnya sebesar $0,179$ ditambah dengan efek tidak langsungnya sebesar $0,01628$.

Efek total Pola Pendanaan terhadap Risiko adalah sebesar $0,056$ yang merupakan penjumlahan dari efek langsungnya sebesar $0,056$ ditambah efek tidak langsungnya yaitu sebesar $0,000$ jadi efek totalnya sama dengan efek langsungnya karena tidak ada efek tidak langsungnya. Efek Total Pola Pendanaan terhadap EVA sebesar $0,010$ yang merupakan penjumlahan efek langsungnya yaitu sebesar $0,007$ ditambah efek tidak langsungnya sebesar $0,00362$. Efek Total Pola Pendanaan terhadap PER adalah sebesar $-0,194$ yang didapat dari efek langsungnya sebesar $-0,193$ ditambah dengan efek tidak langsungnya sebesar $-0,00035$.

Efek Total Risiko terhadap EVA adalah sebesar $0,065$ yaitu sama besarnya dengan efek langsungnya karena efek tidak langsungnya sebesar $0,000$, begitu juga efek total Risiko terhadap PER sebesar $-0,006$ sama dengan efek langsungnya karena tidak ada efek tidak langsungnya.

BAB 6

PEMBAHASAN

Dalam pembahasan dilakukan kajian untuk menjawab rumusan masalah yang diajukan berdasarkan koefisien jalur (*standardized regression*). Berdasarkan hasil uji signifikansi akan dibahas apakah hipotesis yang diajukan diterima (didukung dengan fakta) atau ditolak dengan disertai penjelasan tentang makna empirik dan teoritik.

Dari hasil analisis yang diuraikan dalam Bab 5, selanjutnya akan dibahas relevansinya dengan teori-teori yang ada, penelitian sebelumnya, dan fakta-fakta empiris. Dari hasil penelitian ini diharapkan dapat diungkapkan temuan-temuan teoritis serta implikasi dari hasil analisis yang telah didapat.

Bab pembahasan ini akan diakhiri dengan uraian keterbatasan dan kelemahan. Keterbatasan studi diharapkan nantinya akan dijadikan sebagai dasar pada penelitian selanjutnya yang sejenis.

6.1 Pengaruh Kepemilikan Manajemen terhadap Pola Pendanaan

Tabel 5.7 di halaman 120 menunjukkan bahwa koefisien jalur dan Kepemilikan manajemen terhadap Pola Pendanaan memiliki arah negatif dan tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dan kepemilikan manajerial terhadap pola pendanaan. Dengan demikian rumusan masalah pertama yang mempertanyakan "Apakah Kepemilikan manajemen berpengaruh secara signifikan terhadap pola pendanaan" telah terjawab. Hasil pengujian ini menunjukkan arah yang negatif berarti peningkatan kepemilikan manajemen akan menurunkan sumber pendanaan internal perusahaan namun pengaruh ini sangat kecil dan tidak signifikan. Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan penjelasan kerangka konseptual penelitian yang menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajemen akan membenarkan

pengaruh positif terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Tidak signifikannya hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan bahwa besar kecilnya kepemilikan saham oleh manajemen tidak mempengaruhi keputusan pendanaan yang seharusnya ditentukan oleh manajemen. Bila manajemen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan pendanaan maka ada pihak lain yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Jika dilihat dari struktur kepemilikan perusahaan maka tampak bahwa kepemilikan perusahaan cenderung terkonsentrasi pada institusi jadi bila kepemilikan manajemen tidak berpengaruh signifikan terhadap pola pendanaan maka berarti bahwa pemegang saham mayoritas yang terkonsentrasi pada pihak institusilah sesungguhnya yang mengendalikan keputusan pendanaan. Terjadinya mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi pada perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ menunjukkan bahwa masalah keagenan yang relevan bukan konflik antara manajemen dengan pemegang saham namun antara pemegang saham pengendali atau mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Hasil pengujian ini sesuai dengan studi La Porta *et al.* (1999) serta Fan dan Wong (2001) yang menyatakan bahwa perusahaan publik di Asia Timur, Asia Selatan, Timur tengah, Amerika Latin, Eropa barat dan Afrika dimiliki oleh pemegang saham pengendali dan menurut Claessen *et al.* (2000) pada kepemilikan terkonsentrasi baik oleh pemegang saham tunggal maupun pemegang saham mayoritas maka *problem* keagenan yang relevan adalah antara pemegang saham kendali dengan pemegang saham minoritas.

Selain menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi terjadi pada perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ, deskripsi dari pola pendanaan perusahaan juga menunjukkan bahwa *pecking order* digunakan dalam pengambilan keputusan pendanaan, karena perusahaan cenderung lebih banyak menggunakan dana intern (62%) dibandingkan dengan menggunakan dana ekstern dan

bila perusahaan menggunakan dana eksterm maka perusahaan lebih banyak menggunakan hutang (80,6%) dibandingkan dengan melakukan emisi saham. Penggunaan pedoman *Pecking Order* dalam keputusan pendanaan perusahaan menunjukkan bahwa institusi sebagai pemegang saham mayoritas tidak menyukai risiko. Hasil studi ini sesuai dengan pendapat Donaldson dan Roos *et al* (2005) yang menyatakan bahwa *Pecking Order Theory* dijadikan pedoman dalam keputusan pendanaan perusahaan secara internasional

6.2 Pengaruh Kepemilikan Manajemen terhadap Risiko

Tabel 5.7 pada halaman 126 menunjukkan bahwa koefisien jalur dari Kepemilikan Manajemen ke Risiko memiliki arah positif dan signifikan. Hasil ini menunjukkan adanya pengaruh positif dari kepemilikan manajemen terhadap Risiko, dengan demikian rumusan masalah ke dua yang mempertanyakan "Apakah Kepemilikan manajemen berpengaruh secara signifikan terhadap risiko" telah terjawab. Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajer dan komisaris dalam perusahaan maka risiko saham industri manufaktur yang go publik di BEJ juga semakin tinggi, hal ini tidak sesuai dengan penjelasan kerangka konseptual penelitian yang menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan manajemen terhadap risiko adalah negatif. Adanya pengaruh positif kepemilikan manajemen terhadap risiko memiliki arti bahwa risiko saham dipengaruhi oleh kepemilikan manajemen dalam perusahaan karena kepemilikan manajemen yang lebih besar akan memunculkan kekuatan yang lebih besar dalam hak bersuara mereka dan para manajer berpeluang untuk melakukan tindakan yang berorientasi pada kepentingan pribadinya yaitu memaksimalkan kekayaan mereka dan agar tertundar dari pantauan dewan komisaris dan mekanisme kontrol lainnya para manajer yang memiliki sejumlah besar saham berkecenderungan untuk membuat kubu perlindungan (efek *entrenchment*). Adanya

kecenderungan para manajer untuk melakukan tindakan berdasarkan kepentingan pribadi dan timbulnya efek *entrenchment* dalam perusahaan akan menyebabkan terjadinya masalah keuangan bahkan risiko kebangkrutan bagi perusahaan sehingga risiko sistematis saham (beta) akan meningkat

Hasil pengujian hipotesis ini sesuai dengan penelitian Kinn and Sorenson (1986) yang menyatakan bahwa bila manajer sebagai pemegang saham maka manajer akan berusaha untuk mempertahankan efektifitas kontrol terhadap perusahaannya.

6.3 Pengaruh Kepemilikan Manajemen terhadap PER

Tabel 5.7 pada halaman 120 menunjukkan bahwa koefisien jalur dari Kepemilikan Manajemen ke PER memiliki arah positif yang signifikan. Hasil ini menunjukkan adanya pengaruh langsung dari kepemilikan manajemen terhadap PER dengan demikian rumusan masalah ke tiga yang mempertanyakan "Apakah Kepemilikan manajemen berpengaruh secara signifikan terhadap PER" telah terjawab. Hasil pengujian ini sesuai dengan penjelasan kerangka konseptual penelitian bahwa semakin tinggi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka semakin tinggi PER perusahaan karena jika manajemen yang tentu saja sangat mengerti tentang keadaan sesungguhnya perusahaan mau memiliki saham perusahaan maka menurut penilaian pemegang saham, manajemen mempunyai harapan yang baik terhadap tingkat pengembalian saham perusahaan, sehingga kepemilikan saham oleh manajemen ini memberikan sinyal positif bagi investor dalam melakukan keputusan investasi sahamnya. Adanya sinyal positif dari kepemilikan manajemen ini akan meningkatkan permintaan saham di pasar modal dan bila penawaran sahamnya tetap maka harga saham akan meningkat

Hasil pengujian hipotesis ini sesuai dengan penelitian Khana dan Menthiran (2005) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang

signifikan terhadap kinerja perusahaan.

6.4 Pengaruh Kepemilikan Manajemen terhadap EVA

Tabel 5.7 pada halaman 120 menunjukkan bahwa koefisien jalur dari Kepemilikan manajemen ke EVA memiliki arah positif signifikan. Hasil ini menunjukkan adanya pengaruh langsung dari Kepemilikan manajerial terhadap EVA, dengan demikian rumusan masalah ke empat yang mempertanyakan "Apakah Struktur Kepemilikan berpengaruh secara signifikan terhadap EVA" telah terjawab. Hasil pengujian ini sesuai dengan penjelasan kerangka konseptual penelitian bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh positif dan signifikan terhadap penciptaan nilai perusahaan yang berarti bahwa mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi pada kepemilikan mayoritas saham pada institusi di Indonesia efektif dalam penciptaan nilai bagi perusahaan. Keefektifan ini disebabkan karena pemegang saham pengendali (mayoritas) mampu mempengaruhi keputusan manajemen agar manajemen bekerja sebaik mungkin sehingga tujuan perusahaan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yaitu dengan penciptaan nilai perusahaan dapat dicapai. Pengaruh signifikan kepemilikan manajemen terhadap EVA menunjukkan bahwa pemegang saham minoritas tidak dirugikan karena terjadinya penciptaan nilai perusahaan juga akan dinikmati oleh pemegang saham minoritas.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Maher dan Anderson yang menunjukkan bahwa semakin terkonsentrasinya kepemilikan pada pihak luar perusahaan maka kinerja perusahaan menjadi lebih baik. Hal ini juga memberi bukti empiris mengenai keefektifan mekanisme *corporate governance* jika dilihat dari perspektif penciptaan nilai perusahaan, yang terjadi di Indonesia.

6.5 Pengaruh Pola Pendanaan terhadap Risiko

Tabel 5.7 pada halaman 120 menunjukkan bahwa koefisien jalur dari Pola Pendanaan ke Risiko memiliki arah positif tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari Pola Pendanaan terhadap Risiko, dengan demikian rumusan masalah ke lima yang mempertanyakan "Apakah Pola Pendanaan berpengaruh secara signifikan terhadap risiko" telah terjawab. Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan penjelasan kerangka konseptual penelitian, pengaruh positif pola pendanaan terhadap risiko menunjukkan bahwa peningkatan penggunaan sumber dana intern akan meningkatkan risiko saham perusahaan karena adanya kecenderungan para manajer memanfaatkan dana intern ini secara tidak semestinya yaitu apakah untuk kepentingan pribadinya, atau melakukan investasi yang tidak menguntungkan perusahaan namun pengaruh positif ini tidak signifikan karena dari data pola pendanaan terlihat bahwa 40% perusahaan menggunakan dana ekstern baik berupa hutang maupun saham yang menyebabkan adanya pembatasan penggunaan dana yang tidak semestinya karena adanya kewajiban pembayaran cicilan, bunga dan pembayaran dividen bagi pemegang saham serta adanya pengawasan oleh pemegang saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Jensen (1986), Haris dan Raviv (1990), dan Stulz (1991) yang menyatakan bahwa adanya kecenderungan para manajer menggunakan *free cash flow* dengan tidak semestinya dan penggunaan hutang dalam perusahaan akan dapat mengurangi *free cash flow* yang tersedia karena pembayaran hutang dan cicilan bunga dan penelitian Noe dan Robello (1996) yang menyatakan bahwa pemberian dividen akan menyebabkan *free cash flow* perusahaan tidak dapat disalahgunakan.

6.6 Pengaruh Pola Pendanaan terhadap PER

Tabel 5.7 menunjukkan bahwa koefisien jalur dari Pola Pendanaan ke PER memiliki arah negatif yang signifikan. Hasil ini menunjukkan adanya pengaruh

langsung yang signifikan dari Pola Pendanaan terhadap PER, dengan demikian rumusan masalah ke empat, yang mempertanyakan "Apakah Pola Pendanaan berpengaruh secara signifikan terhadap PER" telah terjawab. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi dana intern yang digunakan dalam perusahaan maka PER perusahaan akan semakin rendah dan bila perusahaan meningkatkan dana ekstern maka PER akan meningkat, hasil pengujian ini tidak sesuai dengan penjelasan kerangka konseptual penelitian. Pengaruh negatif pola pendanaan terhadap PER menunjukkan bahwa penggunaan hutang sebagai sumber dana ekstern perusahaan akan menimbulkan kewajiban pembayaran bunga dan cicilan akan menyebabkan *free cash flow* yang tersedia bagi manajer untuk melakukan tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas, sehingga penggunaan hutang akan memberikan sinyal positif bagi investor dipasar modal. Adanya sinyal positif dari penggunaan hutang ini akan meningkatkan permintaan saham di pasar modal dan bila penawaran sahamnya tetap maka harga saham akan meningkat. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Crutchley dan Hansen (1989) yang menyatakan bahwa penggunaan hutang akan memberikan sinyal positif bagi investor karena penggunaan hutang mewajibkan perusahaan untuk membayar kembali, sehingga *free cash flow* yang tersedia bagi manajer untuk melakukan tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas.

6.7 Pengaruh Pola Pendanaan terhadap EVA

Tabel 5.7 menunjukkan bahwa koefisien jalur dari Pola Pendanaan ke EVA memiliki arah positif tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan adanya pengaruh langsung yang tidak signifikan dari Pola Pendanaan terhadap EVA, dengan demikian rumusan masalah ke tujuh yang mempertanyakan "Apakah Pola Pendanaan berpengaruh secara signifikan terhadap EVA" telah terjawab. Pengaruh positif pola pendanaan terhadap EVA mengindikasikan bahwa penggunaan sumber dana intern

yang lebih tinggi akan dapat menurunkan biaya modal perusahaan sehingga EVA akan meningkat. Hal ini sesuai dengan penjelasan kerangka konseptual penelitian namun pengaruh ini tidak signifikan karena tampak dari deskripsi pola pendanaan perusahaan bahwa penggunaan dana intern dalam perusahaan hanya sebesar 61% sehingga jumlah ini belum signifikan dalam mempengaruhi penciptaan nilai perusahaan karena terdapat 27% perusahaan yang mengalami kerugian yang akan mengurangi NOPAT pada perhitungan EVA dan 49% perusahaan yang menggunakan dana ekstern lebih tinggi dibandingkan dengan dana intern sehingga akan meningkatkan biaya modal perusahaan dalam perhitungan EVA.

6.8 Pengaruh Risiko terhadap PER

Tabel 5.7 menunjukkan bahwa koefisien jalur dari Risiko ke PER memiliki arah negatif yang tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari Risiko terhadap PER, dengan demikian rumusan masalah ke delapan yang mempertanyakan "Apakah Risiko berpengaruh secara signifikan terhadap PER" telah terjawab. Hasil dari arah estimasi yang negatif ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi risiko saham maka PER akan semakin rendah hal ini menunjukkan bahwa investor perusahaan termasuk jenis investor yang tidak menyukai risiko. Hasil pengujian ini sesuai dengan penjelasan kerangka konseptual penelitian, namun karena perusahaan menggunakan *pecking order* sebagai pedoman dalam penentuan keputusan pendanaan yang berusaha melakukan pemilihan sumber dana dengan biaya terendah maka risiko perusahaan juga akan rendah sehingga pengaruh risiko terhadap PER menjadi tidak signifikan

6.9 Pengaruh Risiko terhadap EVA

Tabel 5.7 menunjukkan bahwa koefisien jalur dari Risiko ke EVA memiliki arah

positif yang tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan tidak adanya pengaruh signifikan dari Risiko saham perusahaan terhadap penciptaan nilai perusahaan, dengan demikian rumusan masalah ke sembilan yang mempertanyakan "Apakah Risiko berpengaruh secara signifikan terhadap EVA" telah terjawab. Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan penjelasan kerangka konseptual penelitian dan mengindikasikan bahwa walaupun risiko berpengaruh positif terhadap penciptaan nilai perusahaan yang berarti bahwa peningkatan risiko juga akan menunjukkan peningkatan return yang diharapkan (sesuai dengan konsep risk and return trade off dalam teori portofolio), namun pengaruh ini tidak signifikan karena EVA dipengaruhi oleh hasil operasi perusahaan yang akan mempengaruhi NOPAT dalam perhitungan EVA dan kebijakan pendanaan perusahaan yang akan mempengaruhi biaya modal dalam perhitungan EVA dan bukan karena pengaruh dari risiko pasar saham.

6.10 Temuan Teoritis

Setelah menguji pengaruh kepemilikan manajemen terhadap Pola Pendanaan dan Risiko serta Kinerja Keuangan Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta maka didapat temuan teoritis sebagai berikut :

- 1) Tidak terbuktinya hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh signifikan terhadap Pola Pendanaan menunjukkan bahwa adanya pihak yang mengendalikan manajemen dalam pengambilan keputusan pendanaan. Dilihat dari deskripsi struktur kepemilikan secara keseluruhan maka kepemilikan perusahaan cenderung terkonsentrasi pada institusi sehingga mekanisme *corporate governance* yang digunakan adalah kepemilikan terkonsentrasi. Hasil pengujian ini sesuai dengan penelitian La porta *et al* (1999) serta Fan dan Wong (2001) yang menyatakan bahwa perusahaan publik di Asia Timur, Asia Selatan, Timur tengah, Amerika Latin,

Eropa barat dan Afrika dimiliki oleh pemegang saham pengendali dan menurut Claesen *et al* (2000) pada kepemilikan terkonsentrasi baik oleh pemegang saham tunggal maupun pemegang saham mayoritas maka problem keagenan yang relevan adalah antara pemegang saham kendali dengan . Dari deskripsi Pola pendanaan perusahaan maka dapat diketahui bahwa keputusan Pendanaan industri manufaktur yang go publik di BEJ berpedoman pada *Pecking Order Theory*, ini sesuai dengan pendapat Donaldson dan Roos *et al*. (1999) yang menyatakan bahwa *Pecking Order Theory* dijadikan pedoman dalam keputusan pendanaan perusahaan secara internasional

- 2) Terbuktinya hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh positif dan signifikan terhadap Risiko menunjukkan bahwa hal ini berarti risiko saham dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dalam perusahaan karena kepemilikan manajerial yang lebih besar memunculkan kecenderungan para manajer untuk melakukan tindakan berdasarkan kepentingan pribadi dan timbulnya efek *entrenchment* dalam perusahaan akan menyebabkan terjadinya masalah keuangan bahkan risiko kebangkrutan bagi perusahaan sehingga risiko sistematis saham (beta) akan meningkat. Hasil pengujian hipotesis ini sesuai dengan penelitian Kim and Sorenson (1986) yang menyatakan bahwa bila manajer sebagai pemegang saham maka manajer akan berusaha untuk mempertahankan efektifitas kontrol terhadap perusahaannya.
- 3) Terbuktinya hipotesis keenam yang menyatakan bahwa pola pendanaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PER menunjukkan bahwa penggunaan hutang sebagai sumber dana eksternal perusahaan akan menimbulkan kewajiban pembayaran bunga dan cicilan akan menyebabkan *free cash flow* yang tersedia bagi manajer untuk melakukan tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas, sehingga penggunaan hutang akan memberikan

sinyal positif bagi investor dipasar modal. Adanya sinyal positif dari penggunaan hutang ini akan meningkatkan permintaan saham di pasar modal dan bila penawaran sahamnya tetap maka harga saham akan meningkat. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Crutchley dan hansen (1989) yang menyatakan bahwa penggunaan hutang akan memberikan sinyal positif bagi investor karena penggunaan hutang mewajibkan perusahaan untuk membayar kembali, sehingga *free cash flow* yang tersedia bagi manajer untuk melakukan tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas.

- 4) Terbuktinya hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh positif dan signifikan terhadap PER menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen memberikan sinyal positif bagi investor karena jika manajer sebagai pihak yang mengetahui keadaan perusahaan dengan baik mau memiliki saham perusahaan memberikan arti bagi investor bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Hasil ini sesuai dengan penelitian Khana *et al.* (2005) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- 5) Terbuktinya hipotesis keempat yang menyatakan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh positif dan signifikan terhadap EVA menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* terkonsentrasi pada institusi yang terjadi di pasar modal Indonesia efektif dalam penciptaan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Maher dan Anderson (2000) yang menunjukkan bahwa semakin terkonsentrasinya kepemilikan pada pihak luar perusahaan maka kinerja perusahaan menjadi lebih baik. Hal ini juga memberi bukti empiris mengenai keefektifan mekanisme *corporate governance* jika dilihat dari perspektif penciptaan nilai perusahaan, yang terjadi di Indonesia.

6.11. Implikasi penelitian

Terjadinya mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi pada institusi di perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di bursa efek Jakarta menunjukkan adanya kecenderungan akan terjadinya konflik antara pemegang saham mayoritas (institusi) dengan pemegang saham minoritas. Kepemilikan saham oleh manajemen yang kecil menyebabkan pemegang saham mayoritas tetap dapat mengendalikan manajemen dalam pembuatan keputusan keuangan perusahaan sehingga kendali perusahaan sesungguhnya ada pada pemegang saham mayoritas.

Penggunaan *pecking order theory* sebagai pedoman pendanaan perusahaan oleh manajemen akan mempengaruhi biaya modal perusahaan karena penggunaan laba ditahan yang tidak memiliki *issue cost* mampu untuk menurunkan biaya modal perusahaan dan penggunaan hutang yang merupakan prioritas kedua sebagai sumber pendanaan akan memberikan sinyal positif bagi *outsider* karena adanya kewajiban membayar pokok dan bunga hutang sehingga mengurangi kemungkinan manajemen menggunakan *free cash flow* untuk hal yang tidak semestinya. Sinyal positif ini akan berpengaruh terhadap permintaan saham di pasar modal dan bila penawaran tetap maka harga saham akan meningkat dan kinerja perusahaan yang diukur dengan PER akan meningkat. Pemilihan sumber dana yang memiliki biaya modal yang lebih rendah pun akan berpengaruh terhadap penciptaan nilai perusahaan melalui penurunan biaya modal perusahaan. Terciptanya nilai perusahaan menunjukkan bahwa keputusan manajemen yang dikendalikan oleh pemegang saham mayoritas tidak merugikan pemegang saham minoritas dan dapat dikatakan bahwa mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi mampu menciptakan nilai bagi perusahaan.

Implikasi dari hasil penelitian ini adalah adanya kemungkinan konflik dari pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas karena pemegang saham mayoritas yang memiliki pengendalian yang sangat besar dalam perusahaan

memiliki kecenderungan ekspansi perusahaan dalam rangka meningkatkan kekayaan mereka sehingga muncul risiko bila ekspansi yang dilakukan mengalami kerugian yang akan menyebabkan pemegang saham minoritas akan dirugikan.

Untuk melindungi pemegang saham minoritas maka pemerintah perlu untuk memperkuat kedudukan komisaris independen dan komite audit yang ada dalam perusahaan sehingga kepentingan pemegang saham minoritas tidak diabaikan.

Bagi perusahaan adanya pengaruh positif kepemilikan manajemen terhadap kinerja keuangan perusahaan menunjukkan bahwa sebaiknya perusahaan tetap mempertahankan kepemilikan manajemen karena dengan adanya kepemilikan manajemen dalam perusahaan masalah informasi asimetris dalam perusahaan dapat dikurangi sehingga *good corporate governance* dapat dicapai.

6.11 Keterbatasan Penelitian

Dari hasil kajian setelah pengujian maka dapat dilihat adanya keterbatasan dan kelemahan penelitian yang diharapkan akan dijadikan dasar bagi penelitian selanjutnya, yaitu kesulitan dalam mencari data kepemilikan manajer dan komisaris yang lebih mendalam karena kepemilikan institusi yang tampak hanya oleh perusahaan yang tertutup sehingga pemiliknya tidak dapat diketahui karena mungkin saja pemilik institusi yang memegang saham adalah manajer atau komisaris perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ.

BAB 7

PENUTUP

7.1 Kesimpulan

Hasil kajian setelah menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap Pola Pendanaan dan Risiko serta Kinerja Keuangan Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta maka dapat diambil simpulan sebagai berikut :

1. Tidak adanya pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap Pola pendanaan menunjukkan bahwa manajemen tidak dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan, dan dari struktur kepemilikan tampak bahwa kepemilikan mayoritas dikuasai oleh institusi sehingga sesungguhnya institusilah yang mengendalikan keputusan pendanaan perusahaan. Kepemilikan mayoritas pada institusi ini menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* yang terjadi adalah mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi. Dilihat dari deskripsi pola pendanaan maka pedoman pendanaan yang digunakan adalah mengacu pada *Pecking Order Theory*. Penggunaan *Pecking Order Theory* dalam penentuan keputusan pendanaan mencerminkan bahwa pemegang saham sebagai pengendali perusahaan tidak menyukai risiko.
2. Terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap Risiko menunjukkan bahwa risiko saham dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dalam perusahaan karena kepemilikan manajerial yang lebih besar akan memunculkan kekuatan yang lebih besar dalam hak bersuara mereka dan para manajer berpeluang untuk melakukan tindakan yang berorientasi pada kepentingan pribadinya yaitu memaksimalkan kekayaan mereka dan agar terhindar dari pantauan dewan komisaris dan mekanisme kontrol lainnya para manajer yang memiliki sejumlah besar saham berkecenderungan untuk

membuat kubu perlindungan (efek *entrenchment*). Adanya kecenderungan para manajer untuk melakukan tindakan berdasarkan kepentingan pribadi dan timbulnya efek *entrenchment* dalam perusahaan akan menyebabkan terjadinya masalah keuangan bahkan risiko kebangkrutan bagi perusahaan sehingga risiko sistematis saham (beta) akan meningkat

3. Terdapat pengaruh yang signifikan antara struktur kepemilikan terhadap P/E Ratio membuktikan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka semakin tinggi P/E Ratio perusahaan karena investor menilai jika manajemen yang tentu saja sangat mengerti tentang keadaan sesungguhnya perusahaan mau memiliki saham perusahaan maka menurut penilaian pemegang saham, manajemen mempunyai harapan yang baik terhadap tingkat pengembalian saham perusahaan, sehingga kepemilikan saham oleh manajemen ini memberikan sinyal positif bagi investor dalam melakukan keputusan investasi sahamnya.
4. Terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap EVA membuktikan bahwa mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi pada institusi di perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ berjalan dengan efektif dalam penciptaan nilai perusahaan.
5. Adanya pengaruh positif yang tidak signifikan Pola Pendanaan terhadap Risiko menunjukkan bahwa peningkatan penggunaan sumber dana intern akan meningkatkan risiko saham perusahaan karena adanya kecenderungan para manajer memanfaatkan dana intern ini secara tidak semestinya yaitu apakah untuk kepentingan pribadinya, atau melakukan investasi yang tidak menguntungkan perusahaan namun pengaruh positif ini tidak signifikan karena dari data pola pendanaan terlihat bahwa 40% perusahaan menggunakan dana ekstern baik berupa hutang maupun saham yang

- menyebabkan adanya pembatasan penggunaan dana yang tidak semestinya karena adanya kewajiban pembayaran cicilan, bunga dan pembayaran dividen bagi pemegang saham serta adanya pengawasan oleh pemegang saham.
6. Terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara Pola Pendanaan terhadap PER dapat diartikan bahwa penggunaan hutang sebagai sumber dana eksterm perusahaan akan menimbulkan kewajiban pembayaran bunga dan cicilan akan menyebabkan *free cash flow* yang tersedia bagi manajer untuk melakukan tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas, sehingga penggunaan hutang akan memberikan sinyal positif bagi investor di pasar modal. Adanya sinyal positif dari penggunaan hutang ini akan meningkatkan permintaan saham di pasar modal dan bila penawaran sahamnya tetap maka harga saham akan meningkat.
 7. Terdapat pengaruh negatif yang tidak signifikan antara pola pendanaan terhadap EVA membuktikan bahwa penggunaan sumber dana intern yang lebih tinggi akan dapat menurunkan biaya modal perusahaan sehingga EVA akan meningkat namun pengaruh ini tidak signifikan karena tampak dari pola pendanaan perusahaan bahwa penggunaan dana intern dalam perusahaan yaitu sebesar 61% namun jumlah ini belum signifikan dalam mempengaruhi penciptaan nilai perusahaan karena terdapat 27 % perusahaan yang mengalami kerugian sehingga akan mempengaruhi NOPAT pada perhitungan EVA dan 49% perusahaan yang menggunakan dana eksterm lebih tinggi dibandingkan dengan dana intern sehingga akan mempengaruhi biaya modal perusahaan dalam perhitungan EVA.
 8. Terdapat pengaruh negatif yang tidak signifikan antara Risiko terhadap PER membuktikan bahwa pemegang saham perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ memiliki karakteristik menghindari risiko, namun

karena pedoman pendanaan yang digunakan adalah *pecking order* yang mengacu pada penghindaran risiko maka pengaruh risiko terhadap PER tidak signifikan

9. Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara Risiko terhadap EVA mengindikasikan bahwa walaupun risiko berpengaruh positif terhadap penciptaan nilai perusahaan yang berarti bahwa peningkatan risiko juga akan menyebabkan peningkatan return yang diharapkan (sesuai dengan konsep *risk and return trade off* dalam teori portofolio), namun pengaruh ini tidak signifikan karena EVA dipengaruhi oleh hasil operasi perusahaan yang akan mempengaruhi NOPAT dalam perhitungan EVA dan kebijakan pendanaan perusahaan yang akan mempengaruhi biaya modal dalam perhitungan EVA dan bukan karena pengaruh dari risiko pasar saham.
10. Dari keseluruhan hasil pengujian maka dapat disimpulkan bahwa kepentingan manajemen tidak mempengaruhi keputusan pendanaan tapi menyebabkan peningkatan risiko saham perusahaan dan berdampak positif terhadap kinerja perusahaan baik terhadap PER maupun EVA. Hal ini berarti mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ berjalan efektif dalam penciptaan nilai perusahaan.
11. Adanya kepemilikan yang terkonsentrasi pada institusi menunjukkan bahwa adanya kecenderungan konflik antara pemegang saham mayoritas (institusi) dengan pemegang saham minoritas karena pemegang saham mayoritas memiliki kecenderungan untuk melakukan ekspansi perusahaan dalam rangka meningkatkan kekayaan mereka sehingga muncul risiko bila ekspansi yang dilakukan mengalami kerugian yang akan menyebabkan pemegang saham minoritas akan dirugikan.

12. **Terkonsentrasinya kepemilikan saham perusahaan pada institusi akan menyebabkan terjadinya kecenderungan pemegang saham mayoritas sebagai kelompok pengendali melakukan pendekatan dengan penguasa (pemerintah) dan aparat publik agar mendapat perlakuan istimewa dalam urusan bisnisnya**

7.2 Saran

Setelah mempefajari seluruh proses penelitian yang menyangkut pengaruh kepemilikan manajerial terhadap Pola Pendanaan dan Risiko serta Kinerja Keuangan Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta, selanjutnya baik untuk kepentingan praktis maupun untuk kepentingan penelitian selanjutnya maka disampaikan saran sebagai berikut:

1. Bagi penelitian lebih lanjut khususnya tentang struktur kepemilikan perlu dipertimbangkan untuk mencari data ke perusahaan-perusahaan pemilik perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ dengan lebih mendalam.
2. Untuk melindungi pemegang saham minoritas maka pemerintah perlu untuk memperkuat kedudukan komasaris independen komite audit yang ada dalam perusahaan sehingga kepentingan pemegang saham minoritas tidak diabaikan.
3. Bagi perusahaan adanya pengaruh positif kepemilikan manajemen terhadap kinerja keuangan perusahaan menunjukkan bahwa sebaiknya perusahaan tetap mempertahankan kepemilikan manajemen karena dengan adanya kepemilikan manajemen dalam perusahaan, masalah informasi asimetris dalam perusahaan dapat dikurangi sehingga penciptaan nilai perusahaan dapat dicapai.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A and G.N Mandelker. 1987. Management Incentive and corporate investment and financial decision. *Journal Of Finance* 42. (September): Hal 823-837
- Agus Sartono. 2001. *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*. BPFE. Yogyakarta.
- Amiruddin Umar. 2005. Struktur Kepemilikan, nilai Perusahaan, dan Corporate Governance: Suatu Perspektif Keagenan. *Pulau Pengkubuh Guru Besar FE Unair*. Surabaya
- Barth, Mary E, William H. Beaver, and Wayne R. Landsman. 2001. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting : another view. *Journal of accounting and Economics* (31) . hal. 77-104
- Baskin, 1989, An Empirical investigation of The Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, 18 (Spring) 26-35
- Bathala C.T.,K.P. Moon and R.P.Rao. 1994,Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding : An Agency Perspective. *Financial Management*. 23 38-50.
- Berger, Philip G., Eli Ofek and David L. Yermack. 1997. Managerial entrenchment and capital structure decision. *Journal of Finance* (52) : hal 1411 –1438
- Berle, Adolf A. and Meaus, Gardner C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmilan.
- Biddle, G, Bowen R and Wallace J . 1997. Does EVA beat earning ? Evidence on association with stock return and firm values. *Journal of Accounting and Economic* (24) : hal 301-310
- Braitsford TJ, Oliver BR, and Pua Sandra LH. 2000. Theory and Eviden on The Relationship Between Ownership Structure and capital Structure. *Australian National University*. Australia
- Brickley, J.,A., Coles J.L., and Terry R.L.1994. Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics* (35) : hal 371-390
- Brigham, E.F, Gapenski, L.C, and Daves, P.R. 1999. *Intermediate Financial Management*.Florida. The Dryden Press
- Brigham, E.F, and Daves, P.R.2004. *Intermediate Financial Management*. South-Western . Thomson. USA
- Brigham, E.F, and Ehrhardt, MC. 2002. *Financial Management. Theory and Practice* South-Western . Thomson. USA
- Byrd, J. and Hichmann K. 1993, Do outside director monitor manager ? Eviden from tender offer bid. *Journal of Financial Economics* (32) : hal 195-221

- Chen, S and Dudd J. 1997. EVA : An empirical examination of new corporate performance measurement. *Journal of Managerial Issues* 9 : hal 319-333
- Cho, M.H. 1998 . Ownership Structure, Investment and Corporate Value : An empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* (47) : hal 103-121
- Cluessetts, Sijjn, Simeon Djakov and Larry H.P. Lang 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation. *Journal Of Financial Economic* : hal 58
- Crutchley, Claire E and Robert S. Hansen. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend. *Financial Management* (Winter) hal 36-46
- Christie, Andrew A. 1987. On Cross-section analysis in Accounting Research. *Journal of Accounting Economics* (9) . hal 231-258
- Dahya J, Lonie A and Power DM. 1998. Ownership Structure, Firm Performance and Top Executive Change: An Analysis of UK Firms. *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (November/December) hal 1089-1127
- Demsetz, H and Lehn H. 1985. The Structure of Corporate Ownership ; causes and consequences. *Journal of Political Economics* (93) . hal 1155-1177
- Diamond Douglas W. 1989 Reputation acquisition in debt market.. *Journal of Finance Economy*: 97. 828-862
- Fama, E.F and KR French. 1993. Common risk factors in the return on stock and bond. *Journal of Financial Economics* (33) . hal 3-56
- Fama, E.F and Michael Jensen. 1983. Separation ownership and control. *Journal of Law and Economics* (June) : hal 1-32
- Fan, josep PH and TJ Wong. 2000. Corporate ownership Structure and the informativeness of Accounting Earning in east Asia. *Social Science Research Network* (September) . hal 1-51
- Ferdinand, Augusty. 2002. *Structural Equation Modeling Dalam Penelitian Manajemen, Aplikasi Model-Model Rumit Dalam Penelitian Untuk Tesis Magister dan Disertasi Doktor*. BP UNDIP. Semarang
- Fuersa, Oren.2000. Corporate Governance, expected operating performance and pricing. *Social Science Research Network* (January) . hal 1-38
- Gedajlovic, Eric, R. and Daniel M Shapiro.1998 Management and ownership effect: Evidence of five Countries. *Strategic Management Journal* (19) : hal 533-553
- Gilljan, Stuart and Laura T Starks 2000 Corporate Governance Proposals & Shareholder activism: The role of insititutional investor. *Journal of Financial Economics* (57) : hal 275-305

- Ghoshal, Michael S .1999. Is Corporate Governance Ineffective In Emerging Markets?. *Social Science Research Network* (November): hal 1-26
- Grabowski, H.G., and Moeller,D.C.1972. Managerial and Stockholder Welfare Models of firm Expenditure *The Review of Economics & Statistics* (54),February. 9-24
- Ginner, E.H., and Gordon, I.A. 1995. Internal Cash Flow, Insider Ownership, and Capital Expenditures: A Test of The Pecking Order & Managerial Hypotheses. *Journal of Business Finance and Accounting* 22 (March) : hal 179-197
- Harris, M. and Raviv, A. 1991. The Theory of Capital Structure *The Journal of Finance*,(46). March 297-353
- Harvey CR, Lins KV and Roper AH. 2002. The Effect of capital structure when Expected Agency Cost are Extreme.
- Hermalin, B.L., and Weisbach, M. S. 2001. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution . A Survey of the Economic Literature. *NBER Working Papers Series*, pp 1-39
- Ho Nicholas, Norman Hui and Linus Li. 2000. Does EVA beat earning ? Round 2.Eviden from internet Companies. *Social Science Research Network* . hal 1-20
- Himmelberg, Charles P., R Glenn Hubbard and Darius Palia. 1999 Understanding of Management ownership and the link of ownership and performance *Journal of Financial Economic* (53) hal 353-384
- Hirshleifer, David and Anjan V Takor. 1989. Managerial Reputation, project choice and debt. *Working paper*. 14-89, Anderson Graduate School of Management at UCLA
- institute for Economic and Financial Research. 2000. *Indonesian Capital Market Directory 2000*. Indonesia. ECFIN
- Institute for Economic and Financial Research. 2001. *Indonesian Capital Market Directory 2001*. Indonesia. ECFIN
- Institute for Economic and Financial Research. 2002. *Indonesian Capital Market Directory 2002*. Indonesia. ECFIN
- Institute for Economic and Financial Research. 2003. *Indonesian Capital Market Directory 2003*. Indonesia ECFIN
- Institute for Economic and Financial Research. 2004. *Indonesian Capital Market Directory 2004*. Indonesia. ECFIN
- Iurriaga, F.J.L., and Sanz J.A.R. 1998. Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: a Spanish Firm Simultaneous Equations Analysis. *Working paper Universidad de Valladolid*, pp. 1-32

- Jensen, Michael C and William H Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial behavior, Agency Cost and ownership Structure *Journal of Financial Economics* (3) : hal 305-360
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Cost of free cash flow, corporate finance and take overs. *American Economic Review* (76) : hal 325-329
- Joglyanto. 2005 *Metodologi Penelitian Bisnis*. Yogyakarta. BPEF:
- Jensen, Michael C, DP Solberg and TS Zorn. 1992. Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27 : hal 247-263
- Kaplan, R and Norton, D. 1996 *The Balance Scorecard : Translating strategy into Action*. Harvard Business School, Boston . MA
- Keown AJ, Martin, JD, Petty, JW and Scott DF. 2005. *Financial Management*. Pearson Prentice Hall, New Jersey
- Khanna, Mahenthiran and Curci. 2005. *Managerial ownership and firm value . Agency problems of empire building and overvalued equity*. Butler University, Indianapolis
- Kim, WS and EH Sorensen. 1986 Eviden On The Impact of Agency Cost Of Debt On Corporate Debt Policy. *Journal Of Financial and Quantitanve Analysts* 21 (June) : hal 131-144
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez de silanes and Andrei Shleifer. 1999. Corporate Ownership around the word. *Journal of Finance*(54): hal 471-517
- Lambert, Richard A. 2001. Contracting Theory and Accounting. *Journal of Accounting and Economics* (32) : 3-87
- Lang, I.H.P. and R.H Litzenberger. 1989. Dividend Announcements Cash flow signaling vs free cash flow hyphotesis? *Journal of Finance Economics* 24 (September) : hal 181-191
- Leland, H. and D. Pyle. 1977. Information Asymetries. *The Journal Of Finance*. Vol. XXXII No. 2 . May . hal : 371-387
- Lemmon, Michael and Karl Lins. 2001. Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value; Evidence from the east Asian Financial Crisis. *Science Research Network* (April) : hal 1-36
- Lins, Karl V. 2002. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Market. *Social Science Research Network* (April): hal 1-47
- Lindenberg, Eric B and Stephen A Ross. 1981 Tobin q Ratio and Industrial organization. *Journal of Business* (January): hal 1-32

- Maier, Maria and Thomas Andersson .2000. Corporate Governance : Effects on Firm Performance and Economic Growth. . *Science Research Network*(February) : hal 1-40**
- Mc Connell, Jhon J. and Hendry Servaes. 1995. Equity ownership and the two faces on debt . *Journal of Financial Economics* (39) : hal 131-157**
- Mehran, H., and Cole R.A. 1998. The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industri. *Journal of Financial Economics* 50, pp. 291-317**
- Meggison, W L. 1997. *Capital Structure Theory Corporate Finance Theory*. Addison-wesley**
- Miller, Merton. 1991. Leverage. *The Journal Of Finance*. Vol XLVI. No 2 (June).**
- Morck, R., Shleifer A and Vishny R.1988. Management ownership and Market valuation. *Journal of Finance Economics* (20): hal 293-315**
- Muller, Holger and Karl Waneryd.2000. Inside vs outside ownership : A Political Theory of The Firm. *Science Research Network* (February) : hal 1-22**
- Murali Ramaswami and Welch JB. 1989. Agents, Owners, Control and Performance. *Jurnal of Business Finance & Accounting* 16. Summer : Hal 385-397**
- Murphy, K and K Van Nuy. 1994. State Pension Fund and Shareholder inactivism. *Harvard University Working Paper*.**
- Myers , S.C. and N S Majluf (1984). Corporate Financing and investment decision When Firm have Information and That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 39 (june): 187-221**
- Myers, S.C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Finance Economics* (November): hal 147-176**
- Myers. 1984. The Capital Structure Puzel. *Journal of Finance* 39 (July): hal 575-592**
- Nagar V, Petroni K, and Wolfenson .D. 2000. Ownership Structure and Firm Performance in Closely-Held Corporation. *University of Michigan School, Michigan***
- Ogden, J.P, Jen, F.C. and D' Connor, P.F. 2002. *Advance Corporate Finance : Policies and Strategies*. Prentice Hall. New Jersey**
- Roe, M. 1993. Some differences in corporate structure in Germany, Japan and United States. *The Yale Review* (102) : 1927-2003**
- Ross, Stephen A. 1977. The Determinant of Financial Structure. The incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics* 8. 23-40**
- Ross, Westerfield, and Jaffe. 2005. *Corporate Finance*, Mc Graw Hill. USA**

- Santika BM. 2005. Pengaruh Pola perhelanjaan Pada Profitabilitas Industri Manufaktur Di pasar Modal Indonesia. *Pustaka Pengakuan Guru Besar I-E Linear*. Surabaya
- Steward, G. 1991. *The Quest for value*. Harper Business, New York
- Stulz, René. 1990. Managerial Discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26: 3-27
- Suad Husnan dan Emy Popastuti. 2002. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Tandi, S. 1999. Corporate Governance, Ownership Concentration and its impact firm performance and firm debt in listed companies in Indonesia. *Indonesian Quarterly* vol XXVII : hal 339-355
- Valkas, N., and Arventou, Z. 1988. The Association between the SEC's 1992 compensation disclosure rule and executive compensation policy changes. *Journal of accounting and Public Policy* 17 (1), 27-54
- Wahidawati 2002. Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan hutang perusahaan. Sebuah perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* (Januari), hal 1-16
- Wahidawati. 2001. Kepemilikan manajerial dan agency Conflict. Analisis Persamaan Sederhanan non Linear dari Kepemilikan Manajerial, Perencanaan Risiko (*risk taking*), Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen. *Unpublished* Gadjah Mada University
- Weisbach, M.S. 1988. Outsider investu and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* (20): hal. 421-467
- Walopo dan Sekar Mayangsari. 2002. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Prilaku Manajemen Laba, free Cash Flow Analysis dan Economic Value Added. *Simpotium Nasional Keuangan*, hal 88-117
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with small board of directors. *Journal of Financial Economics* (40). Hal. 185-212
- Young SD and O'Byrne SF. 2001. *EVA and Value Based Management, A Practical Guide to Implementation*. New York . McGraw-Hill

data 36
Monday, January 30, 2006 09:23 57

Amos
by James L. Arbuckle
Version 4.01
Copyright 1994-1999 Small Waters Corporation
1507 E. 53rd Street - #452
Chicago, IL 60615 USA
773-667-8635
Fax 773-955-6252
<http://www.smallwaters.com>

Title

data 36: Monday, January 30, 2006 09:23 PM

Your model contains the following variables

RISK	observed	endogenous
OWN	observed	endogenous
PER	observed	endogenous
PP	observed	endogenous
EVA	observed	endogenous
e3	unobserved	exogenous
e5	unobserved	exogenous
e2	unobserved	exogenous
e1	unobserved	exogenous
e4	unobserved	exogenous

Number of variables in your model:	10
Number of observed variables:	5
Number of unobserved variables:	5
Number of exogenous variables:	5
Number of endogenous variables:	5

Summary of Parameters

	Weights	Covariances	Variances	Means	Intercepts	Total
Fixed:	5	0	0	0	0	5
Labeled:	0	0	0	0	0	0
Unlabeled:	9	0	5	0	0	14
Total:	14	0	5	0	0	19

NOTE:

The model is recursive.

Assessment of normality

	min	max	skew	c.r.	kurtosis	c.r.
OWN	0.000	71.260	2.953	16.173	8.990	24.619
PP	-8.99e+003	1.35e+005	5.200	28.479	28.292	77.480
RISK	0.534	1.158	-2.834	-15.524	13.058	35.761
EVA	-1.73e+012	2.03e+012	2.710	14.844	19.494	53.386
PER	-110.000	166.080	2.457	13.457	20.479	56.083
Multivariate			85.124	71.458		

Observations farthest from the centroid (Mahalanobis distance)

Observation number	Mahalanobis d-squared	p1	p2
114	63.083	0.000	0.000
105	43.290	0.000	0.000
177	42.705	0.000	0.000
141	41.782	0.000	0.000
126	41.156	0.000	0.000
33	37.613	0.000	0.000
7	35.493	0.000	0.000
150	32.129	0.000	0.000
17	30.575	0.000	0.000
165	29.708	0.000	0.000
175	28.041	0.000	0.000
72	21.610	0.001	0.000
38	21.551	0.001	0.000
108	20.822	0.001	0.000
180	20.412	0.001	0.000
5	19.318	0.002	0.000
44	19.298	0.002	0.000
25	17.952	0.003	0.000
41	18.091	0.007	0.000
8	13.414	0.020	0.000
6	12.893	0.024	0.000
69	12.702	0.026	0.000
103	11.380	0.044	0.000
160	11.301	0.046	0.000
139	8.840	0.116	0.193
16	8.479	0.132	0.338
158	8.387	0.136	0.325
78	7.780	0.169	0.711
31	7.133	0.211	0.862
178	6.691	0.245	0.996
179	6.467	0.263	0.999
125	6.129	0.294	1.000
135	5.996	0.306	1.000
73	5.897	0.316	1.000
67	5.477	0.360	1.000
115	5.391	0.370	1.000
157	4.776	0.444	1.000
161	4.756	0.446	1.000
88	4.640	0.461	1.000
147	4.360	0.499	1.000
124	4.288	0.509	1.000
42	4.250	0.514	1.000
163	4.055	0.542	1.000
52	3.968	0.554	1.000
134	3.919	0.561	1.000
143	3.887	0.569	1.000
151	3.546	0.616	1.000
1	3.399	0.639	1.000
145	3.375	0.642	1.000
117	3.168	0.674	1.000
162	2.945	0.709	1.000
171	2.828	0.726	1.000
53	2.631	0.757	1.000
148	2.593	0.762	1.000
121	2.511	0.775	1.000
86	2.447	0.784	1.000
172	2.393	0.792	1.000
128	2.232	0.816	1.000

122	2.160	0.827	1.000
156	2.136	0.830	1.000
50	1.956	0.855	1.000
35	1.692	0.864	1.000
160	1.871	0.867	1.000
154	1.750	0.883	1.000
96	1.710	0.888	1.000
97	1.636	0.897	1.000
83	1.581	0.903	1.000
140	1.500	0.913	1.000
152	1.404	0.914	1.000
30	1.478	0.916	1.000
101	1.465	0.917	1.000
116	1.444	0.919	1.000
127	1.433	0.921	1.000
170	1.422	0.922	1.000
154	1.406	0.924	1.000
98	1.381	0.926	1.000
84	1.371	0.927	1.000
94	1.340	0.931	1.000
14	1.325	0.932	1.000
137	1.191	0.946	1.000
43	1.190	0.946	1.000
89	1.185	0.946	1.000
87	1.151	0.949	1.000
37	1.143	0.950	1.000
111	1.139	0.951	1.000
56	1.129	0.951	1.000
54	1.080	0.956	1.000
159	1.076	0.956	1.000
109	1.063	0.957	1.000
91	1.048	0.959	1.000
174	1.047	0.959	1.000
10	0.994	0.963	1.000
12	0.990	0.963	1.000
104	0.965	0.965	1.000
11	0.950	0.966	1.000
168	0.935	0.968	1.000
130	0.933	0.968	1.000
173	0.925	0.968	1.000
107	0.924	0.968	1.000
93	0.915	0.969	1.000

Sample size: 180

Sample Covariances

	OWN	PP	RISK	FVA	PER
OWN	2.006e+002				
PP	-2.576e+004	4.085e+008			
RISK	1.859e-001	5.928e+001	5.504e-003		
EVA	1.127e+012	-7.239e+013	2.701e+009	1.251e+023	
PER	6.208e+001	-9.503e+004	2.951e-002	2.700e+012	5.025e+002

Eigenvalues of Sample Covariances

5.287e+003 1.847e+002 4.267e+002 4.085e+008 1.251e+023

Condition number of Sample Covariances = 2.366194e+025

Sample Correlations

	OWN	PP	RISK	EVA	PER
OWN	1.000				
PP	-0.000	1.000			
RISK	0.177	0.040	1.000		
EVA	0.225	-0.010	0.103	1.000	
PER	0.196	-0.210	0.018	0.342	1.000

Eigenvalues of Sample Correlations

5.931e-001 7.595e-001 9.259e-001 1.110e+000 1.608e+000
 Condition number of Sample Correlations = 2.680469e+000
 Determinant of sample covariance matrix = 2.1292e+034

Model: Default model

Computation of degrees of freedom

Number of distinct sample moments: 17
 Number of distinct parameters to be estimated: 14

Degrees of freedom: 3

0e	0.34e+000	0.0000e+000	1.00e+004	5.19847424339e+001	0.100e+004
1e	0.31e+000	0.0000e+000	5.36e-001	2.34815302718e+001	1.790e-001
2e	0.26e+000	0.0000e+000	1.27e-001	1.96655835306e+001	1.112e+000
3e	0.26e+000	0.0000e+000	3.81e-002	1.84679044945e+001	1.105e+000
4e	0.25e+000	0.0000e+000	3.45e-003	1.94666193728e+001	1.100e+000
5e	0.26e+000	0.0000e+000	2.50e-005	1.94666153022e+001	1.100e+000

Minimum was achieved

Chi-square = 1.467

Degrees of freedom = 3

Probability level = 0.067

Maximum Likelihood Estimates

Regression Weights:	Estimate	S.E.	C.R.	Label
PP <--- OWN	-128.394	106.220	-1.209	par-5
RISK <--- OWN	0.001	0.000	2.467	par-1
RISK <--- PP	0.000	0.000	0.758	par-7
PER <--- PP	-0.000	0.000	-2.676	par-2
EVA <--- PP	1.15e+005	1.28e+006	0.090	par-3
EVA <--- RISK	3.09e+011	3.53e+011	0.876	par-4
PER <--- OWN	0.284	0.116	2.443	par-6
PER <--- RISK	-1.910	22.098	-0.086	par-8
EVA <--- OWN	5.35e+008	1.85e+009	2.866	par-9

Standardized Regression Weights

	Estimate
PP <--- OWN	0.090
RISK <--- OWN	0.182
RISK <--- PP	0.056
PER <--- PP	-0.193
EVA <--- PP	0.007
EVA <--- RISK	0.065
PER <--- OWN	0.179
PER <--- RISK	-0.005
EVA <--- OWN	0.214

Variances	Estimate	S.E.	C.R.	Label
e1	200.650	21.208	9.460	par-10
e2	4.05e+008	4.28e+007	9.460	par-11
e3	0.005	0.001	9.460	par-12
e4	1.18e+023	1.25e+022	9.460	par-13
e4	454.532	48.103	9.460	par-14

Squared Multiple Correlations	Estimate
OWN	0.000
PP	0.008
RISK	0.034
EVA	0.055
PER	0.075

Implied (for all variables) Covariances

	OWN	PP	RISK	EVA	PER
OWN	2.006e+002				
PP	-2.576e+004	4.085e+008			
RISK	1.859e-001	5.928e+001	5.504e-003		
EVA	1.127e+012	-7.239e+013	2.701e+009	1.251e+025	
PER	6.208e+001	-9.503e+004	2.951e-002	3.301e+011	5.025e+002

Implied (for all variables) Correlations

	OWN	PP	RISK	EVA	PER
OWN	1.000				
PP	0.090	1.000			
RISK	0.177	0.040	1.000		
EVA	0.225	-0.010	0.103	1.000	
PER	0.196	-0.210	0.018	0.042	1.000

Implied Covariances

	OWN	PP	RISK	EVA	PER
OWN	2.006e+002				
PP	-2.576e+004	4.085e+008			
RISK	1.859e-001	5.928e+001	5.504e-003		
EVA	1.127e+012	-7.239e+013	2.701e+009	1.251e+025	
PER	6.208e+001	-9.503e+004	2.951e-002	3.301e+011	5.025e+002

Implied Correlations

	OWN	PP	RISK	EVA	PER
OWN	1.000				
PP	-0.090	1.000			
RISK	0.177	0.040	1.000		
EVA	0.225	-0.010	0.103	1.000	
PER	0.196	-0.210	0.018	0.042	1.000

Residual Covariances

	OWN	PP	RISK
OWN	0.000		
PP	0.000	0.000	
RISK	0.000	0.000	0.000
EVA	0.000	0.000	-0.000
PER	-0.000	0.000	0.000
	EVA		PER
EVA	0.000		
PER	2379259027238.291		0.000

Standardized Residual Covariances

	OWN	PP	RISK	EVA	PER
OWN	0.000				
PP	0.000	0.000			
RISK	0.000	0.000	0.000		
EVA	0.000	0.000	-0.000	0.000	
PER	-0.000	0.000	0.000	4.011	0.000

Total Effects

	OWN	PP	RISK
PP	-128.394	0.000	0.000
RISK	0.001	0.000	0.000
EVA	5617655374.929	176499.067	308829258593.137
PER	0.309	-0.000	-1.910

Standardized Total Effects

	OWN	PP	RISK
PP	-0.090	0.000	0.000
RISK	0.177	0.056	0.000
EVA	0.225	0.010	0.065
PER	0.198	-0.194	-0.006

Direct Effects

	OWN	PP	RISK
PP	-128.394	0.000	0.000
RISK	0.001	0.000	0.000
EVA	5346247686.155	115129.809	308829258593.137
PER	0.284	-0.000	-1.910

Standardized Direct Effects

	OWN	PP	RISK
PP	-0.090	0.000	0.000
RISK	0.182	0.056	0.000
EVA	0.214	0.007	0.065
PER	0.179	-0.193	-0.006

Indirect Effects

	OWN	PP	RISK
PP	0.000	0.000	0.000
RISK	-0.000	0.000	0.000
EVA	271407688.774	83369.278	0.000
PER	0.028	-0.000	0.000

Standardized Indirect Effects

	OWN	PP	RISK
PP	0.00000	0.00000	0.00000
RISK	-0.00503	0.00000	0.00000
EVA	0.01087	0.00362	0.00000
PER	0.01628	-0.00035	0.00000

Variance-covariance Matrix of Estimates

	par-1	par-2	par-3	par-4	par-5	par-6
par-1	1.492e-007					
par-2	6.965e-027	6.425e-009				
par-3	4.149e-016	-1.309e-016	1.636e+012			
par-4	-1.863e-009	1.257e-010	-2.551e+018	1.243e+023		
par-5	-2.923e-019	-9.323e-022	-1.833e-009	2.340e-020	1.126e+004	
par-6	1.043e-022	9.177e-007	-7.300e-013	-4.414e-007	-3.231e-017	1.348e-002
par-7	9.407e-012	5.324e-029	3.026e-019	-2.333e-013	-1.050e-021	2.162e-026
par-8	-2.681e-021	-1.002e-004	1.257e-010	-4.730e-004	-3.062e-024	-4.654e-001
par-9	2.254e-012	-7.300e-013	2.336e+014	-1.185e+020	-7.066e-007	1.069e-003
par-10	-4.213e-019	2.360e-031	-1.051e-026	1.080e-020	-4.309e-014	-2.538e-019
par-11	-8.111e-015	-1.203e-014	-1.801e-004	1.244e-015	-1.497e-007	-1.661e-012
par-12	1.131e-023	-8.368e-027	-4.235e-017	2.064e-010	1.190e-035	3.859e-023
par-13	-1.385e-016	-1.129e+000	1.068e+011	7.535e+015	8.388e-011	-9.51e+003
par-14	-2.935e-037	-2.010e-013	-7.966e-011	1.813e-005	8.798e-032	7.745e-011
	par-7	par-8	par-9	par-10	par-11	par-12
par-7	7.327e-014					
par-8	-1.596e-023	4.883e+002				
par-9	2.551e-016	-4.414e-007	3.432e+018			
par-10	1.107e-038	2.848e-025	-7.354e-007	4.498e+002		
par-11	-6.317e-017	-7.739e-020	-2.428e-002	2.527e-025	1.635e+015	
par-12	-2.385e-027	4.049e-020	-1.967e-013	1.664e-035	4.329e-031	3.156e-007
par-13	-2.030e-020	9.240e+004	-4.885e+014	4.858e-011	5.444e-006	1.147e-017
par-14	-1.615e-040	-1.984e-008	-3.004e-008	6.390e-034	2.315e-026	1.784e-037
	par-13	par-14				
par-13	1.563e+014					
par-14	2.909e+005	2.411e+003				

Correlations of Estimates

	par-1	par-2	par-3	par-4	par-5	par-6	par-7
par-1	1.000						
par-2	0.000	1.000					
par-3	0.000	-0.000	1.000				
par-4	-0.000	0.000	-0.057	1.000			
par-5	-0.000	-0.000	-0.000	0.000	1.000		
par-6	0.000	0.099	-0.000	0.000	-0.000	1.000	
par-7	0.090	0.000	0.000	-0.000	-0.000	0.000	1.000
par-8	-0.000	-0.057	0.000	-0.000	-0.000	-0.181	-0.000
par-9	0.000	-0.000	0.000	-0.181	-0.000	0.000	0.000
par-10	-0.000	0.000	-0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
par-11	-0.000	-0.000	-0.000	0.000	-0.000	-0.000	-0.000
par-12	-0.000	-0.000	-0.000	0.000	0.000	-0.000	-0.000
par-13	-0.000	-0.000	0.000	0.000	0.000	-0.000	-0.000
par-14	-0.000	-0.000	-0.000	0.000	0.000	0.000	-0.000

	par-8	par-9	par-10	par-11	par-12	par-13	par-14
par-8	1.000						
par-9	-0.000	1.000					
par-10	0.000	-0.000	1.000				
par-11	-0.000	-0.000	0.000	1.000			
par-12	0.000	-0.000	0.000	0.000	1.000		
par-13	0.000	-0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	
par-14	-0.000	-0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

Critical Ratios for Differences between Parameters.

	par-1	par-2	par-3	par-4	par-5	par-6	par-7
par-1	0.000						
par-2	-2.000	0.000					
par-3	0.090	0.090	0.000				
par-4	0.876	0.876	0.876	0.000			
par-5	-1.209	-1.209	-0.090	-0.876	0.000		
par-6	2.434	2.445	-0.000	-0.876	1.211	0.000	
par-7	-2.467	2.678	-0.000	-0.876	1.209	-2.443	0.000
par-8	-0.086	-0.086	-0.090	-0.876	1.166	-0.094	-0.086
par-9	2.886	2.886	2.886	-0.860	2.886	2.886	2.886
par-10	9.460	9.460	-0.090	-0.876	3.038	9.447	9.460
par-11	9.460	9.460	9.454	-0.876	9.460	9.460	9.460
par-12	6.398	9.744	-0.090	-0.876	1.209	-2.387	9.460
par-13	9.460	9.460	9.460	9.460	9.460	9.460	9.460
par-14	9.460	9.460	-0.090	-0.876	5.067	9.455	9.460

	par-8	par-9	par-10	par-11	par-12	par-13	par-14
par-8	0.000						
par-9	2.886	0.000					
par-10	6.013	-2.886	0.000				
par-11	9.460	-2.666	9.460	0.000			
par-12	0.087	-2.686	-9.460	-9.460	0.000		
par-13	9.460	9.460	9.460	9.460	9.460	0.000	
par-14	6.663	-2.886	4.934	-9.460	9.460	-9.460	0.000

1. PENDAHULUAN

Manajemen keuangan merupakan salah satu aspek yang sangat penting dalam pengelolaan organisasi. Dalam konteks ini, manajemen keuangan berkaitan dengan perencanaan, pengendalian, dan pelaksanaan kegiatan keuangan yang bertujuan untuk mencapai tujuan organisasi secara efektif dan efisien.

Salah satu aspek yang sangat penting dalam manajemen keuangan adalah pengelolaan modal. Modal merupakan sumber daya yang sangat berharga bagi organisasi, dan pengelolaan yang baik akan berdampak langsung pada kinerja dan keberlanjutan organisasi.

Salah satu aspek yang sangat penting dalam pengelolaan modal adalah struktur modal.

Struktur modal mengacu pada komposisi antara modal sendiri dan modal pinjaman yang digunakan oleh perusahaan. Struktur modal yang optimal akan membantu perusahaan dalam meminimalkan biaya modal dan meningkatkan nilai perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah kepemilikan manajemen.

Keperluan modal sendiri yang dimiliki oleh manajemen akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Semakin besar kepemilikan modal sendiri oleh manajemen, semakin tinggi proporsi modal sendiri dalam struktur modal perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah pola pendanaan.

Pola pendanaan mengacu pada cara perusahaan memperoleh modal, baik melalui pasar modal, perbankan, atau sumber lain. Pola pendanaan yang berbeda-beda akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah ukuran perusahaan.

Ukuran perusahaan, baik yang diukur dari aset, pendapatan, atau jumlah karyawan, akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah industri.

Industri yang berbeda-beda akan memiliki karakteristik struktur modal yang berbeda-beda. Misalnya, industri yang padat modal cenderung memiliki struktur modal yang lebih banyak modal pinjaman.

Salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah siklus hidup perusahaan.

Siklus hidup perusahaan, yang meliputi fase pertumbuhan, matang, dan penurunan, akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah risiko.

Risiko yang dihadapi oleh perusahaan akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki risiko tinggi cenderung memiliki struktur modal yang lebih banyak modal sendiri.



	HOELTER Model	HOELTER 05	HOELTER 01
Default model		36	62
Independence model		64	81

Execution time summary:

Minimization: 0.020
Miscellaneous: 0.280
Bootstrap: 0.000
Total: 0.300



Intercepts

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
OWN	8.876	1.059	8.383	0.000	par-10
PP	5808.720	1775.575	3.271	0.001	par-11
RISK	0.998	0.007	50.760	0.000	par-12
PER	8.218	22.140	0.371	0.711	par-13
EVA	-314897860000	353246950000	-0.891	0.373	par-14



Lampiran 2

**Jumlah Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang go publik di Bursa Efek
Jakarta sampai dengan tahun 2004**

No	Nama Perusahaan	No	Nama Perusahaan	No	Nama Perusahaan
1	Adas Pindo	50	Daya Sakti Unggul Corp	99	Kedaung Setia Ind
2	Aqua G Mississippi	51	Sumalindo Lestari Jaya	100	Intikeramik Atamasri Ind
3	Asia Intisatera	52	Surya Dumai Industri	101	Keramika Indo Ass
4	Cahaya Kalbar	53	Tantha Mtkm Plywood Ind	102	Mulia Industrindo
5	Davomas Abadi	54	Fajar Surya Wisesa	103	Surya Toto Indonesia
6	Delta Jakarta	55	Indah Kael Pulp & Paper	104	Komatsu Indonesia
7	Fast Food Indonesia	56	Inti Indorayon Utama	105	Texnaco Perkasa Eng
8	Indofood S Makmur	57	Pabrik Kertas Tjwi Karya	106	GT Kabel Indonesia
9	Mayora Indah	58	Suparna	107	Jembo Cable Company
10	Mewan Indonesia	59	Surabaya Agung Industri	108	Kabelindo Murni
11	Multi Bintang Indonesia	60	Aneka Kimia Raya	109	Sumil Indokabel
12	Prasidha Aneka Niaga	61	Budi Acid Jaya	110	Supreme Cbi Man Corp
13	Putra S Pioneerindo	62	Eterindo Wahana Utama	111	Voksel Electric
14	San Husada	63	Lauran Luas	112	Astra-Graphia
15	Sekar Laut	64	Polysindo Eka Perkasa	113	Metrodata Elect
16	Siantar Top	65	Sorini Corporation	114	Multipolar Corporation
17	Sierad Produce	66	Tn Polyta Indonesia	115	Trafindo Perkasa
18	Sinar Mas Argo R&T	67	Unggul Indah Cahaya	116	Waniindah Busana
19	Suba Indah Tbk.	68	Duta Partwi Nusantara	117	Astra Internasional
20	Tunas Baru Lampung	69	Ekadharma Tape Ind	118	Astra Otopart
21	Ultrajaya Milk Ind Trad	70	Intan Wijaya Critical Ind	119	Branta Mulia
22	BAT Indonesia	71	Kumsa Kapuas U	120	Gajah Tunggal
23	Gudang Garam	72	Anga Karya Prima Ind	121	Goodyear Indonesia
24	H&M Sampoerna	73	Asahimas Flat Glass Co.	122	GT Petrochem Ind
25	Argo Pames	74	Asiaplast Industries	123	Hexindo Adlperkasa
26	Century Textile Industry	75	Berina Co. Ltd.	124	Indomobil Sukses Inter.
27	Eratex Dya Ltd.	76	Dymplast	125	Indospring
28	Panasia Filament Inti	77	Igar Jaya	126	Intraco Penta
29	Panasia Indosynlec	78	Langgeng Makmur P Ind	127	Lippo Enterprises
30	Roda Vivatex	79	Summiplast Interbenua	128	Nipress Tbk
31	Sunson Textile Manuf	80	Tnas Sempoa	129	Prima Alloy Steel
32	Tesjin Ima Fiber Corp	81	Van Der Horst Indonesia	130	Selamat Sempurna
33	Textile Manuf Comp Jy	82	Wahana Jaya Perkasa	131	Tunas Padean
34	Apac Centertex Corp	83	Indocement T Perkasa	132	United Tractor
35	Concord Benefit Enter	84	Semen Cibinong	133	Inter Delta
36	Ever Shine Tex Ind	85	Semen Gresik (Parsera)	134	Modem Photo Film Com
37	Fortune Mate Indonesia	86	Alakasa Industrindo	135	Persada Bangun Pak
38	Great R International	87	Alumindo Light Metal Ind	136	Bayer Indonesia
39	Hanson Industri Utama	88	Calra Tubindo	137	Dankos Laboratornes
40	Indo-Rama Synthetics	89	Indel Aluminium Industry	138	Darya-Vana Lab
41	Karwell Indonesia	90	J&K Kyoto Steel Works Lmt	139	Kalbe Farma
42	Kasagi Internasional	91	Jaya Pan Steel	140	Merck Indonesia
43	Pan Brother Tex	92	Lion Metal Works	141	Schering-Plough Indo
44	Pramarindo Infrastructur	93	Lolimesh Prima	142	Squibb Indonesia
45	Ricky Putra Globalindo	94	Pelangi Indah Cerindo	143	Tempo Scan Pacific
46	Sarasa Nugraha	95	Tembaga Mulia Sem	144	Mustika Ratu
47	Sepatu Bata	96	Tira Austenite	145	Procter & Gamble Indo
48	Surya Indo Makmur	97	Itamaraya Gold Industri	146	Tancho Indonesia
49	Bento Pacific Timber	98	Kedaung Indah Can.	147	Unilever Indonesia

Sumber: KEMD 2004

Lampiran 3

**Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta
yang menjadi populasi penelitian**

Nomor	Nama Perusahaan
1	PT. Ades Alfindo Putrasctia Tbk
2	PT. Cahaya Kalbar Tbk.
3	PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk.
4	PT. Sekar Laut Tbk.
5	PT. Siantar Top Tbk.
6	PT. PT. Ultrajaya Milk Industry Trading Com Tbk.
7	PT. Gudang Garam Tbk.
8	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk.
9	PT. Century Textile Industry (CENTEX) Tbk.
10	PT. Panasia Indosyntec Tbk.
11	PT. Sunson Textile Manufacturer Tbk.
12	PT. Apac Centertex Corporation Tbk
13	PT. Hanson Industri Ujama Tbk.
14	PT. Karwell Indonesia Tbk.
15	PT. Primarindo Asia Infrastructure Tbk.
16	PT. Ricky Putra Globalindo Tbk.
17	PT. Sarasa Nugraha Tbk.
18	PT. Surya Damai Industri Tbk.
19	PT. Budi Acid Jaya Tbk.
20	PT. Unggul Indah Cahaya Tbk.
21	PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk.
22	PT. Asiaplast Industries Tbk.
23	PT. Dynaplast Tbk.
24	PT. Langgeng Makmur Plastic Industry Ltd. Tbk.
25	PT. Alumindo Light Metal industry Tbk.
26	PT. Jakarta Kyoei Steel Works Limited Tbk.
27	PT. Jaya Pari Steel Tbk.
28	PT. Lion Metal Works Tbk.
29	PT. Kedaung Indah Can Tbk.
30	PT. Intikeramik Alamasri Industri Tbk.
31	PT. Astra Internasional Tbk.
32	PT. Branta Mulia Tbk.
33	PT. Lippo Enterprises Tbk. (Multi Prima Sejahtera)
34	PT. Prima Alloy Steel Tbk.
35	PT. Selamat Sempurna Tbk.
36	PT. Mustika Ratu Tbk.

Sumber : ICMD 2004

KOD	NAMA PERUSAHAAN	INDUSTRI	2000 (%)		2001 (%)		2002 (%)		2003 (%)		2004 (%)						
			man	publik	man	publik	man	publik	man	publik	man	publik					
19PT	Adas Alindo Petrasata Tbk	FBG	0.00	40.64	19.34	0.00	69.18	30.64	41.26	17.43	30.84	28.13	37.47	34.00	10.44	72.63	63.94
29PT	Calong Kober Tbk	FBG	10.94	70.00	19.20	10.80	70.00	19.20	6.34	32.63	11.63	6.34	56.26	39.37	5.34	56.28	39.37
39PT	Prasidha Anesa Nindo Tbk	FBG	0.00	49.54	30.41	1.06	76.81	23.34	1.17	76.83	30.30	0.00	49.64	30.41	1.08	78.63	23.38
49PT	Sinar Laut Tbk	FBG	1.54	49.80	28.60	1.54	69.80	28.80	1.20	70.20	28.80	1.20	70.20	28.80	1.20	70.20	28.80
69PT	Sinar Top Tbk	FBG	64.05	5.42	30.53	64.05	8.46	27.46	8.29	65.90	28.22	6.26	65.90	28.22	8.18	63.60	28.32
89PT	Ukrayra Milk Food Trad Corn Tbk	FBG	51.60	0.00	40.80	29.14	10.34	63.65	26.11	40.18	39.74	26.11	18.80	64.98	26.11	10.00	63.68
79PT	Gudang Garam Tbk	Toposeco Manufactures	3.63	60.63	16.74	3.64	74.12	22.24	2.71	71.16	26.13	1.74	72.12	28.14	1.74	72.17	28.14
69PT	Heineken Indonesia Smpangan Tbk	Toposeco Manufactures	20.05	18.21	65.73	20.05	13.76	61.16	9.72	22.05	61.22	2.69	62.53	34.28	1.97	44.78	53.25
89PT	Century Textile Indy (CENTEX) Tbk	Textile Mill Products	10.00	65.00	36.00	10.00	54.15	35.65	0.86	68.00	11.00	10.20	78.12	10.00	10.20	79.12	10.66
109PT	Panasia Induryang Tbk	Textile Mill Products	4.42	69.10	34.48	9.47	38.05	34.48	5.78	68.73	34.48	5.78	59.73	34.48	5.79	59.73	34.48
119PT	Bunson Textile Manufaktur Tbk	Textile Mill Products	5.07	67.37	37.61	6.77	57.37	35.82	6.95	58.50	34.35	10.43	57.41	32.16	10.43	47.34	32.23
129PT	Agac Cement Corporation Tbk	Apparel & Other Text P	0.00	55.89	44.08	0.00	53.58	48.42	0.17	57.68	42.25	0.17	57.57	42.26	0.00	66.53	16.45
139PT	Hendson Industri Utama Tbk	Apparel & Other Text P	1.22	62.67	35.80	0.64	14.68	84.78	0.56	18.66	85.00	0.56	12.54	89.94	0.59	12.88	89.94
149PT	Karnadi Indonesia Tbk	Apparel & Other Text P	0.20	60.84	30.86	0.20	55.38	44.42	0.20	57.08	42.72	0.20	57.08	42.72	0.20	57.08	42.72
159PT	Primarindo Asat Industriestore Tbk	Apparel & Other Text P	3.62	67.63	28.14	0.02	71.58	28.44	0.00	80.88	9.15	0.00	58.60	47.50	0.00	68.40	31.62
169PT	Ricky Putra Gorontalo Tbk	Apparel & Other Text P	46.87	21.07	31.08	34.44	11.75	53.61	34.44	10.74	54.85	0.00	45.03	54.95	0.00	45.05	54.95
179PT	Sarasa Nugentia Tbk	Apparel & Other Text P	6.06	68.35	26.58	0.17	62.46	7.36	0.19	62.87	16.84	0.00	63.02	16.98	0.00	71.08	26.92
189PT	Surya Dimpul Industri Tbk	Lumber & Wood P	5.92	64.08	30.00	5.82	64.06	30.00	3.62	63.84	30.15	5.63	63.82	30.15	4.67	61.52	23.81
199PT	Budi Aca Jaya Tbk	Chemicals Allied P	1.12	73.23	26.63	1.10	82.15	38.25	1.12	79.25	25.83	1.12	73.25	26.63	1.12	79.25	26.63
209PT	Unggul Indah Cahaya Tbk	Chemicals Allied P	7.07	60.15	30.64	7.01	66.27	39.72	7.01	66.37	39.72	0.00	63.74	36.26	0.00	79.38	29.82
219PT	Duta Pertiwi Nusantara Tbk	Adhesive	0.00	58.08	40.94	0.47	67.37	42.16	1.60	56.85	41.14	1.90	60.98	41.14	1.90	60.36	41.75
229PT	Adapplied Industrial Tbk	Plastic & Glass P	15.38	61.64	23.06	15.38	61.53	23.02	15.37	57.88	28.94	15.37	45.18	38.47	15.37	45.15	39.48
239PT	Dynasbat Tbk	Plastic & Glass P	0.00	48.24	30.76	0.10	66.64	44.08	0.39	44.82	54.72	0.59	62.82	39.84	0.40	71.07	29.63
249PT	Lampung Kencana Plym Ind Ltd Tbk	Plastic & Glass P	0.00	60.13	40.58	0.00	69.70	11.30	0.00	91.62	8.46	4.67	68.04	9.36	1.79	68.13	10.11
249PT	Amnindo Light Metal Industry Tbk	Metall Product	0.00	68.27	34.73	1.03	85.34	30.33	1.30	85.34	33.33	1.33	85.34	33.33	1.33	85.34	33.33
269PT	Jawata Kroyal Still Works Ltd Tbk	Metall Product	0.00	69.97	14.64	15.53	89.74	20.73	15.53	84.20	19.27	2.20	78.55	18.26	2.20	80.95	16.89
279PT	Jaya Puri Bland Tbk	Metall Product	15.83	69.97	14.64	15.83	89.74	20.73	15.53	84.20	19.27	2.20	78.55	18.26	2.20	80.95	16.89
289PT	Upr Steel Works Tbk	Metall Product	13.17	67.83	19.00	0.18	85.63	31.16	0.10	97.78	42.12	0.18	57.70	42.12	0.18	67.70	42.12
299PT	Kedung Indah Calt Tbk	Educationl Metall Prod	4.60	78.30	19.04	4.60	76.36	19.04	4.60	78.99	19.04	4.60	76.33	19.07	4.60	76.33	19.07
309PT	Indoharim Aluminium Industri Tbk	Stone Clay Glass & Comp	7.05	33.33	59.43	7.06	60.53	29.41	7.06	63.83	29.41	5.38	72.44	22.22	5.33	72.44	22.22
319PT	Astra International Tbk	Automotive & Allied P	0.00	63.84	39.16	0.00	69.00	32.00	0.00	50.36	49.63	0.01	51.86	48.13	0.00	41.94	58.06
329PT	Branas Mulia Tbk	Automotive & Allied P	12.31	72.66	10.00	1.36	69.61	10.00	1.36	68.81	10.00	17.31	73.47	9.22	17.31	72.66	10.01
339PT	Uppot Enterprise Tbk	Automotive & Allied P	6.47	62.87	8.68	6.47	49.08	43.47	0.00	63.84	56.16	0.00	61.56	18.44	0.00	39.71	70.29
349PT	Prima Agro Steel Tbk	Automotive & Allied P	9.70	78.37	13.93	9.70	60.74	9.66	9.70	60.74	9.56	8.14	60.56	10.32	5.91	67.43	6.66
359PT	Satimai Sampoerna Tbk	Automotive & Allied P	1.91	68.02	30.07	0.00	69.02	30.06	1.91	69.02	30.07	1.53	68.40	30.07	1.90	69.10	30.00
369PT	Masika Renu Tbk	Consumer Goods	70.66	10.14	18.10	70.63	9.46	19.62	70.63	9.46	19.62	70.63	9.46	19.62	71.26	9.46	19.29

NO	NAMA PERUSAHAAN	POLA PENDANAAN							
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
1PT	Adeh Alindo Putraesha Tbk	12.45124353	0.440199179	33665997903	1.129E+11	17207572798	-1793.928955		
2PT	Cahaya Fiber Tbk	-8055000000	0.95895724	1.129E+11	20320242254	-0.494027942			
3PT	Flasindo Aneka Niaga Tbk	4.166594009	-2.36077E+11	-3.75034E+11	5.930995704	1.010955649			
4PT	Selva Loka Tbk	10.47228981	-95.71329653	0.190993237	14330429470	-2.044004335			
5PT	Starler Top Tbk	9.428260995	9.920200949	11.43298321	7.57697849	7.135615949			
6PT	PT UMI Jaya Milk Industry & Trading Company Tbk	9.598124027	0.29801429	45045131879	21.04842593	0.718901011			
7PT	Quary Suram Tbk	43.44720478	78.85287927	89.82390176	15.57391139	27.1989945			
8PT	Hanya Mandiri Sampeng Tbk	1.129.031997	277.900059	2.11918E+12	12.13630201	1.18548958			
9PT	Century Textile Industry (CENTEX) Tbk	24097900000	31901000000	5489000000	37497090000	18.95119279			
10PT	Panasa Indomyne Tbk	-0.218.565744	-98915617551	2.20513E+11	32419935100	353.8569642			
11PT	Surten Textile Manufacturer Tbk	-0.382828578	4.184099446	51327181944	23332747990	-328239207			
12PT	Pape Cement Corporation Tbk	8995.26145	-0.273103991	3.875566377	-81499185659	-903.7485163			
13PT	Hanson Industri Utama Tbk	-4.829699847	1.5952E+11	1.320239898	1457125479	20408918548			
14PT	Karnell Indonesia Tbk	-0.488054499	20770.18557	27399009000	-20048900000	6319000000			
15PT	Pennanda Asia Infrastructure Tbk	-0.725295376	-21569991860	-2.03998411	-11.29248279	-0.191280447			
16PT	Ricky Putra Globalindo Tbk	-5.581559053	-35487743978	-13729020000	9937999109	99.09022973			
17PT	Sarasa Nugraha Tbk	0.309587197	19765347900	-13729020000	-109.4399126	-183.9298464			
18PT	Surya Dumi Industri Tbk	5.82787E+11	-12.8052427	0.387918767	318.3483101	-1.127790585			
19PT	Gun Acid Jaya Tbk	-0.118534677	-2518009000	0.654807619	33528000000	52254000000			
20PT	Unggul Indah Cahaya Tbk	4053.321311	0.100249111	-1422328947	47921051813	1.75722E+11			
21PT	Dah Perhai Nusantara Tbk	587.3459412	1.407847954	1.970829952	-407717435	0.79280858			
22PT	Asiaplast Industries Tbk	1.223199013	21075299731	0.234879819	2740000000	1.005199975			
23PT	Dynaplast Tbk	2.111803897	15333.46437	7.579174494	2.709130712	0.318872885			
24PT	Lampung Makmur Plastic Industry Ltd Tbk	-0.060078981	322.3769186	-46.78784793	-81.52177327	-98.42858199			
25PT	Alumindo Lipih Metal Industry Tbk	0.744980955	75094505820	27921789819	0.189812451	0.307794253			
26PT	Jakarta Kroyal Steel Works Limited Tbk	-2.97944E+11	-13.89599099	4.809320423	1.15985E+11	8009.402742			
27PT	Jaya Puri Steel Tbk	-79.6299462	7.879309797	4.471582145	1.319937981	6885431892			
28PT	Ulen Mada Works Tbk	4281929549	10243481815	170.3679299	3.257322518	4.674872510			
29PT	Kedung Indah Can Tbk	0.489399249	19453994744	-923815297	-837480829	-3.042960799			
30PT	Indoharmin Alumina Industri Tbk	0.051164982	0.250726568	898.8900254	4597425985	46480008132			
31PT	Astra International Tbk	0.451329914	45979.22999	57988.25989	30737.73186	224.5349479			
32PT	Bisma Mula Tbk	0.225222469	1.5424E+11	1.15839E+12	0.380583752	9.048707004			
33PT	Lippo Entreprenus Tbk (Mauli Prima Sialitana)	75998.79	1.36076E+12	135300.5952	5.48154E+11	1.07812E+11			
34PT	Prima Alloy Steel Tbk	0.570894477	0.230989998	2.414092419	814.0297927	39009553535			
35PT	Selamat Sempurna Tbk	0.940402792	22.1720722	16.32488922	24.03319587	31.95343995			
36PT	Musabe Ratu Tbk	3.723679893	13604899913	43.42590043	7.08224492	8.513794177			

NO	NAMA PERUSAHAAN	2010									
		NET INCOME	DEPRESIASI	DIVIDEN PER	NI/DEPIN	NEW EQUITY	NEW DEBT	3R+RD	P PENDANAAN		
1PT	Adesa Airindo Purnama Tbk	8971000000	2448533859	76000000	12951635859	0	622000000	892000000	12.45124		
2PT	Cahaya Kalbar Tbk	4089000000		0	-8255000000	0	0	0	-8255000000		
3PT	Pradaha Anaka Niaga Tbk	542173000000	11687431220	0	-430704698189	0	127656000000	127556000000	-4.16046		
4PT	Sinar Laut Tbk	134336000000	669440720	0	-124726698280	0	119111000000	119116000000	-10.47239		
5PT	Sentral Top Tbk	363580000000	13786206140	0	40144205148	152000000	7483000000	7845000000	6.42828		
6PT	PT. Ultrayang Milk Ind6 Tbk	288746000000	7873008788	0	87747198788	0	5747000000	5747000000	8.68812		
7PT	Gaulang Gunung Tbk	224321600000	118178000000	86204400000	1389348000000	0	32182000000	32182000000	43.44782		
8PT	Henlyta M Sampurna Tbk	1913887000000	213346800000	328600000000	802446000000	0	801297000000	801297000000	1.12823		
9PT	Century Textile Industry Tbk	191470000000	6940000000	1400000000	24087000000	0	0	0	24087000000		
10PT	Panella Indeswinte Tbk	234444000000	38822467820	0	-194823642180	0	89842000000	89842000000	-0.21658		
11PT	Sunton Textile Mand Tbk	-414410000000	22979443533	0	-18404658487	0	60881000000	60881000000	-0.26263		
12PT	Agri Centerx Corp Tbk	-228320000000	67167862664	0	-13818444348	15448094	0	15448094	-8985		
13PT	Herson Industri Utama Tbk	-208310000000	55500000000	0	-202788000000	0	418235000000	426219000000	-4.62861		
14PT	Kennel Industri Tbk	-253800000000	10356000000	0	-14974000000	0	30881000000	30881000000	-0.48895		
15PT	Primarindo Aala Inra Tbk	-337180000000	10244028840	0	-23473939190	0	0	0	-0.72227		
16PT	Riky Pura Globalindo Tbk	-338120000000	5844969084	0	-352575034018	0	63385000000	63385000000	-5.98158		
17PT	Serata Nugraha Tbk	171820000000	2886891000	0	18980281000	0	8467000000	8467000000	0.20982		
18PT	Surya Durnal Indigo Tbk	532086600000	3070813874	0	58278863874	0	0	0	58278863874		
19PT	Budi Acid Jaya Tbk	-78778000000	50186000000	0	-28394000000	0	24082000000	24082000000	-0.11883		
20PT	Utaya Indah Caya Tbk	132882000000	2898800000	0	146968000000	0	3484886	3484886	4003		
21PT	Dia Permai Nusantara Tbk	173800000000	1282284438	829281000	13228848438	20980070	0	20980070	20980070		
22PT	Aspekt Industri Tbk	5517000000	12181321832	0	17606221832	1240000000	13228000000	14458000000	1.22319		
23PT	Darmasat Tbk	28448000000	38813087193	0	88282827183	0	31375000000	31375000000	2.11184		
24PT	Langgeng Mahamer Pait Ind Tbk	-342030000000	10808034488	0	-21589488514	43046400	382703000000	382746046400	-0.09008		
25PT	Alurinda Lynn Metal Ind Tbk	2801000000	384183317826	0	38335137826	0	51481000000	51481000000	0.74488		
26PT	Jati Karya Sial Works Lmt Tbk	-208284000000	1304148287	0	-207843853832	0	0	0	-207843853832		
27PT	Jaya Pait Sial Tbk	4833000000	2880744038	0	-5872248888	75000000	0	75000000	-78.82885		
28PT	Lion Metal Works Tbk	122786000000	1789807449	977808000	428182848	0	0	0	428182848		
29PT	Kedukung Media Con Tbk	17274000000	12710882888	0	23084882888	0	4717000000	4717000000	0.18840		
30PT	Indemantik Almarai Ind Tbk	3388000000	418891347115	0	45047347115	0	880433000000	880433000000	0.06118		
31PT	Adna Internasional Tbk	-238707000000	745000000000	0	604283000000	180878822	1121808000000	1121788878822	0.45133		
32PT	Evania Malle Tbk	21628000000	198788706385	0	220408708385	0	978831000000	978831000000	0.22522		
33PT	Lippo Enterprises Tbk	-270730000000	483085740000	0	458982740000	8000000	0	0	78466		
34PT	Phira Alloy Steel Tbk	4138000000	18041548878	0	20180548878	0	38349000000	38346000000	0.57088		
35PT	Selamat Sampurna Tbk	58834000000	40875058988	14884824020	85304234048	0	101385000000	101385000000	0.84042		
36PT	Naurba Renu Tbk	31447000000	58868282839	16050000000	27385882839	0	5748000000	5748000000	3.72388		

NO	NAMA PERUSAHAAN	NET INCOME /EAT	DEPREKASIA	DEVIDEN	2001				POLA PENDANAAN
					NI+DEDIV	NEW EQUITY	NEW DEBT	NEW PD	
1PT	Ades Alindo Putebata Tbk	-10240000000	2725970781	0	1701670781	0	37889000000	37895000000	044920
2PT	Cahaya Kebab Tbk	4803000000	1493877030	0	1013977030	0	15382000000	15392000000	065894
3PT	Prasidha Aneka Nings Tbk	2453380000000	10058721824	0	235077218176	0	0	0	-235077278176
4PT	Sekar Lant Tbk	-774680000000	6381082884	0	40884811706	0	809810000	809900000	-8571309
5PT	Santier Top Tbk	222860000000	1974009458	0	39009094578	1063000000	3010900000	4873000000	882021
6PT	Unirelaja Milk Indtrad Tbk	307990000000	2048848687	0	5088448687	1540470400	21224700000	213787470400	028801
7PT	Gudang Garam Tbk	2087291000000	148746000000	577228400000	1658802600000	0	21850000000	21863000000	7682288
8PT	Harjaya M Sampoina Tbk	855413000000	149748000000	1125800000000	882958000000	3572000000	0	3572000000	27780000
9PT	Century Textile Industry Tbk	17138000000	14862000000	0	31801000000	0	0	0	31801000000
10PT	Primas Industriac Tbk	-41126000000	1313362449	0	-38816417551	0	0	0	-38816417551
11PT	Santen Textile Manu Tbk	11084000000	2127908373	2510121000	35844814373	0	8587000000	8587000000	416407
12PT	Apac Cardtex Corp Tbk	-240987000000	64893850072	0	-140303848928	1292488	53570600000	53570600000	-427310
13PT	Hansen Industri Utama Tbk	100020000000	95500000000	0	158570800000	0	0	0	158570800000
14PT	Karnell Underwear Tbk	48239000000	0	0	86239000000	2152700	0	2152700	80778
15PT	Primalindo Arie Istara Tbk	-31838000000	11244060940	0	-21583839180	0	0	0	-21583839180
16PT	Ricky Putra Galbando Tbk	42231000000	7283258922	0	-3548743878	0	0	0	-3548743878
17PT	Sarana Neptuna Tbk	14739000000	2306347000	0	18783347000	0	0	0	18783347000
18PT	Surya Dharma Industri Tbk	-272813000000	41138289065	0	-230873841925	0	18014000000	18014000000	-1280524
19PT	Buc Acid Jaya Tbk	-18818000000	14884200000	0	-251800000	0	0	0	-251800000
20PT	Unigold Indah Cahaya Tbk	82148000000	7300783000	11110609227	88889163473	0	884487000000	884487000000	010025
21PT	Duta Pabrik Nusantara Tbk	107480000000	1164207180	3148645209	8827561660	0	6018000000	6018000000	448735
22PT	Ayungand Industriac Tbk	48610000000	16114268731	0	21075269731	0	0	0	21075268731
23PT	Dyanipati Tbk	23160000000	28063403327	15139722000	44082861387	2875000	0	2875000	1533846437
24PT	Lampiring Makmur Plisk Ind Tbk	70000000000	21090598022	0	28380580322	8800489	0	8800489	32237882
25PT	Aurumindo Logik Material Ind Tbk	235880000000	418246505820	0	75084505820	0	0	0	75084505820
26PT	JMI Kyoan Steel Works Ltd Tbk	-510740000000	1728885140	0	-512010334880	0	37385000000	37385000000	-1366681
27PT	Jaya Pari Steel Tbk	98480000000	2880754035	0	12800754035	0	1883000000	1883000000	787331
28PT	Lion Metal Works Tbk	117290000000	1633441815	3120860000	10233481815	0	0	0	10233481815
29PT	Kedung Lenden Gun Tbk	86530000000	8788894744	0	18452884744	0	0	0	18452884744
30PT	Indikernik Alumina Ind Tbk	-942780000000	43824125817	0	9645125817	0	38070000000	38070000000	025073
31PT	Asura Internasional Tbk	844511000000	504812000000	0	1049483000000	27058806	0	27058806	4887822889
32PT	Eximia Mula Tbk	71189000000	83050951880	0	15423881880	0	0	0	15423881880
33PT	Lippo Enterprise Tbk	-135820000000	364350733000	0	1350738733000	0	0	0	1350738733000
34PT	Prima Alloy Steel Tbk	98700000000	20446887885	0	303168887885	0	131423000000	131423000000	023087
35PT	Selamat Sampurna Tbk	84945000000	52142374828	20318038400	83411335428	0	37828000000	37828000000	2217207
36PT	Mulika Ratu Tbk	26394000000	4318898913	27118000000	13504898913	0	0	0	13504898913

NO	NAMA PERUSAHAAN	2002									
		NET INCOME	DEPRESIASI	DIVIDEN	NEW DEBT	NEW EQUITY	NEW DEBT	NEW MID	P BENDAHARAN		
1PT	Ades Amado Puternita Tbk	7392000000	2620697903	163000000	3956967903	0	0	0	3956967903		
2PT	Galena Kalbar Tbk	97610000000	1608584833	0	11269588433	0	0	0	11269588433		
3PT	Plesihan Aneka Naga Tbk	-387616000000	1200047580	0	-375033857440	0	0	0	-375033857440		
4PT	Sentral Lant Tbk	42154000000	5870857718	0	49104687718	0	25188000000	25188000000	0		
5PT	Sumber Top Tbk	30285000000	1988066207	0	49853056207	0	4343000000	4343000000	1143298		
6PT	Ujiulayla Milk Inds Trsd Com Tbk	18900000000	28138131878	0	48045131878	0	48045131878	0	48045131878		
7PT	Gudang Garam Tbk	2094693000000	188823000000	57728400000	170824800000	0	2463000000	2463000000	88.82392		
8PT	Harjaya M Sempurna Tbk	1871084000000	873100000000	275000000000	2118184000000	0	0	2118184000000	0		
9PT	Century Textile Industry Tbk	-8193000000	14880000000	0	6489000000	0	0	0	5489000000		
10PT	Panasia Indonesia Tbk	101887800000	116878841271	0	220512841271	0	0	0	220512841271		
11PT	Sunson Textile Manur Tbk	22872800000	28818191844	0	81323181844	0	0	0	51023181844		
12PT	Apac Center Camp Tbk	104714000000	101287856716	0	208091856716	0	53164000000	53164000000	3.87537		
13PT	Harison Indostar Utama Tbk	77840000000	30700000000	0	108640000000	0	77800000000	82212705164	1.28023		
14PT	Karned Indonesia Tbk	20560000000	8739000000	0	27330000000	0	0	0	27330000000		
15PT	Pramindo Asia Infra Tbk	-78849000000	14215089048	0	84789928852	0	31767000000	31767000000	-2.03891		
16PT	Ricky Putra Globalindo Tbk	-4181000000	7657300601	0	2776300901	0	0	0	2776900601		
17PT	Berna Nugraha Tbk	-18455000000	2765800000	0	-13728020000	0	0	0	-13728020000		
18PT	Surya Dama Indostar Tbk	32838000000	207082784058	0	5398081784058	0	81184000000	81184000000	0.86782		
19PT	Bina Aca Jaya Tbk	5077000000	63712000	0	6000712000	0	11888700000	11888700000	0.08081		
20PT	Unggul Indah Cahaya Tbk	80079000000	8217810000	103110196847	-14227328847	0	0	0	-14227328847		
21PT	Qua Pambak Nusantara Tbk	2881000000	1455206595	126848200	2848748158	0	1704000000	1704000000	1.87183		
22PT	Asapriat Industries Tbk	-11728000000	18870448088	0	8241648288	0	38073000000	35073000000	0.23498		
23PT	Dynaplat Tbk	48860000000	77223124000	1816886400	108680457800	0	12881000000	13981000000	7.87817		
24PT	Lingseng Makmur Peps Ind Tbk	-88728000000	21828132182	0	-48108847896	0	889000000	889000000	-88.78788		
25PT	Aburinda Logik Metal Ind Tbk	-14884000000	42145783818	0	27821783818	0	0	0	27821783818		
26PT	Jat Kyoa Snel Warka LmtTbk	188880000000	1281782831	0	21238782831	0	4808000000	4808000000	4.80832		
27PT	Jaya Pari Steel Tbk	18883000000	4281287484	0	20144387484	0	4655000000	4505000000	4.47158		
28PT	Lion Metal Works Tbk	11878000000	1584842880	3841120000	8881322880	0	58000000	58000000	170.38783		
29PT	Kedung Ledin Can Tbk	-3142000000	2218124703	0	-823875287	0	0	0	-823875287		
30PT	Unikermik Abamari Ind Tbk	28221000000	44138882787	0	73857882787	0	110000000	110000000	887		
31PT	Astra International Tbk	3638908000000	107317000000	0	3743828000000	0	44852371	84852371	57998		
32PT	Birama Nulis Tbk	1088400000000	82789507840	0	1158528807840	0	0	0	1158528807840		
33PT	Lippo Entaprisa Tbk	20083000000	88841882800	0	87880282800	0	8000000	5000000	1.88301		
34PT	Prima Aloy Steel Tbk	22883000000	20727578867	0	43810878867	0	18085000000	18085000000	2.41408		
35PT	Selamat Sengguna Tbk	40222000000	82812278732	3889084000	53774214732	0	3284000000	3284000000	18.32483		
36PT	Musfika Rafli Tbk	20852000000	3328227867	4088000000	1971822867	0	454000000	454000000	43.42580		

NO	NAMA PERUSAHAAN	NET INCOME	DEPREIASI	DEWIDEN	2003				
					NI+DEP+DIV	NEW EQUITY	NEW DEBT	NE+ND	PENDANAAN
1PT	Ades Alinda Puteharia Tbk	3518200000	13688572768	0	17207572768	0	0	0	17207572768
2PT	Cahaya Kasdir Tbk	3175000000	1893742254	892500000	2030742254	0	0	0	2030742254
3PT	Prasindo Aneta Nargo Tbk	88103000000	5781487987	0	8879487987	0	153900728710	153900728710	5.83
4PT	Sekar Land Tbk	108840000000	3782428470	0	14430429470	0	0	0	14430429470
5PT	Santier Top Tbk	31182000000	25918114409	0	5809114409	0	7485827300	7485827300	7.58
6PT	Lhajang Milk Ind&Trad Com Tbk	7485000000	29410827363	0	30875507353	982794000	504208170	1487080170	21.05
7PT	Gudang Garam Tbk	1838973000000	208851000000	57728400000	146987900000	0	84389000000	94389000000	45.57
8PT	Harjaya S Sampurna Tbk	2722485000000	107249000000	540000000000	228775000000	0	188510000000	188510000000	12.14
9PT	Century Textile Industry Tbk	3443000000	41340000000	0	37497000000	0	0	0	37497000000
10PT	Parasid Indosylco Tbk	79788000000	816892835100	0	32418895100	0	0	0	32418895100
11PT	Sunson Textile Manuf Tbk	8818000000	14714717680	0	23382247680	0	0	0	23382247680
12PT	Apac Carinter Corp Tbk	110755000000	48258914147	0	41488188953	0	0	0	41488188953
13PT	Henson Indohati Utama Tbk	17873000000	18330736479	0	1487125479	0	0	0	1487125479
14PT	Kanwil Indonesia Tbk	24135000000	4087000000	0	20448000000	0	0	0	20448000000
15PT	Primaria Asia Infra Tbk	38434000000	2493188248	0	35841880751	0	3181280000	3191280500	11.26
16PT	Ricky Putra Gasehindo Tbk	3817000000	537888106	0	898788106	0	0	0	898788106
17PT	Sarasa Nurgaha Tbk	40880000000	4348707000	0	36614293000	0	388750000	368750000	108.43
18PT	Surya Dumai Industri Tbk	186330000000	28900208309	0	212232208503	0	0	0	688488888
19PT	Budi Acid Jaya Tbk	4088000000	28462000000	0	33520000000	0	0	0	33520000000
20PT	Unggul Indah Cahaya Tbk	82715000000	3888288600	1878232787	47921051813	0	0	0	47921051813
21PT	Dufe Partner Nusantara Tbk	14580000000	851282585	0	897717435	0	0	0	897717435
22PT	Atalaya Industries Tbk	2740000000	0	0	2740000000	0	0	0	2740000000
23PT	Darmas Tbk	84540000000	87437188244	0	141997188244	4547000	52408752400	52414289400	2.71
24PT	Lemping Mahmur Pura Ind Tbk	40183000000	10915320830	0	29227780164	87381281	377881190	475242481	81.52
25PT	Alumindo Light Metal Ind Tbk	28388000000	48331418487	0	12002418487	0	74728072480	74729072480	0.18
26PT	Jik Kyok Steel Works Ltd Tbk	38218000000	77645832978	0	150884632978	0	0	0	115884632978
27PT	Jaya Paul Steel Tbk	14427000000	2048811452	0	13470811452	0	10208473720	10208473720	1.32
28PT	Lion Nirma Works Tbk	12550000000	1414287822	4881440000	828822922	0	2849800000	2849800000	3.29
29PT	Kademy Indah Can Tbk	13198000000	888181071	2780000000	4874806828	0	0	0	4874806828
30PT	Willemink Alumina Ind Tbk	38454000000	44031425908	0	4897475908	0	0	0	4897475908
31PT	Asura International Tbk	4421583000000	278358200000	888463448320	43885302500180	14207588584	0	14207588584	30737.72
32PT	Branta Mulia Tbk	73977800000	88202041000	0	189178041000	0	428759872000	428759872000	0.38
33PT	Ujipo Enterprise Tbk	546000000	546748000000	0	548154000000	0	0	0	548154000000
34PT	Prima Alloy Steel Tbk	11938000000	28103514577	1780000000	33883514577	41800000	0	41800000	814.03
35PT	Selamat Sembiring Tbk	47888000000	48909848211	9038818000	88413801811	0	3878828000	3678828000	24.03
36PT	Musika Satu Tbk	10788000000	2833186471	0	13889186471	0	1888280944	1888280944	7.03

NO	NAMA PERUSAHAAN	2004									
		NET INCOME	DEPRESIASI	DEVIDEN	NI+DEP+DIV	NEW EQUITY	NEW DEBT	MEAND	PENDANAAN		
19PT	AAS Alinda Piramida Tbk	-148331000000	2708618595	100147339000	-220748617035	125148667	0	126140987	-178385		
29PT	Calaya Kabur Tbk	-232003200000	20488986708	882580000	-3923083791	0	73524280180	7395428080	-0.45		
31PT	Prasasti Anusa Marga Tbk	828780000	5815212084	0	0744882086	0	6071887120	6871887120	1.01		
41PT	Satel Lada Tbk	-42000610000	-2006857501	0	-4483287501	0	21844170480	21844170480	-2.02		
51PT	Sambor Top Tbk	28598470000	280094515	1113500000	20206374585	0	2864045780	2864045780	7.14		
61PT	Unilever Mill Industries Com Tbk	4442800000	51211420857	0	63626680867	0	77472884000	77472884000	0.72		
71PT	Gudang Garam Tbk	1780260000000	288138090000	477228400	208878773800	0	28883000000	28883000000	27.14		
81PT	Manjaya M Sempurna Tbk	1819183000	158607000000	525980000	188072882600	0	134914080000	134914080000	1.18		
91PT	Century Textile Industry Tbk	-3942000000	13687000000	0	11814000000	6500000	700000000	708600000	18.85		
10PT	Panasa Industri Tbk	18588378000	48878197263	0	62445587283	178373000	0	178371000	353.86		
11PT	Suryan Textile Mandiri Tbk	-48554478000	15752887783	0	-32802382807	0	0	0	-32802382807		
12PT	Ajwa Center Corp Tbk	-91843880000	7801018286	0	-44047881715	83280000	0	93280000	-901.76		
13PT	Hanson Indopul Utama Tbk	2765250000	1784386848	0	28408818848	0	0	0	28408818848		
14PT	Karnell Indonesia Tbk	448000000	5887000000	0	8195000000	0	0	0	8195000000		
15PT	Piramidindo Asia Infra Tbk	-29887170000	2247848788	0	-27288221274	0	142387182470	142387182470	-0.18		
16PT	Ricky Pata (Gobelindo) Tbk	27028800000	25456508243	0	52786208243	812817510	0	612817510	89.88		
17PT	Sarasa Nugala Tbk	-88251030000	4080388000	0	-54228430000	0	380788000	380788000	163.83		
18PT	Surya Dumai Industri Tbk	-8534450000	20374874181	0	-4488478818	0	36847388580	36847388580	-1.73		
19PT	Budi Aard Jaya Tbk	3623000000	49732800000	0	53294000000	0	0	0	62384000000		
20PT	Unggul Indah Cahaya Tbk	187828180000	13887130000	0	178722483000	0	0	0	178722483000		
21PT	Duta Paltan Nusantara Tbk	2088108000	12638800724	0	3388088124	0	4787888090	4787888090	8.78		
22PT	Asiapad Industri Tbk	-7485300000	10883862863	0	3468152863	0	34582152863	34582152863	1.01		
23PT	Dyanitar Tbk	47888240000	13827858787	23802808000	37852848287	7561080	117704342260	117711808000	0.32		
24PT	Lampung Makmur Piles Ind Tbk	-50778530000	22214840338	0	-28563888887	84788494	3328473000	417415814	-88.43		
25PT	Alumindo Lytle Makmur Ind Tbk	39188880000	51888835382	0	87888885382	0	28844087480	28844087480	0.31		
26PT	Jin Kiyoh Steel Yonios Lmt Tbk	-41458210000	45878888000	0	417388883000	0	52114670	52114670	6008.48		
27PT	Jaya Puri Steel Tbk	82488380000	4388181852	0	88854521887	0	0	0	88854521887		
28PT	Lion Metal Works Tbk	23582820000	2141023083	4881440000	21012513083	0	4484777770	4484777770	4.87		
29PT	Kadung Indah Cera Tbk	-18188840000	7518785575	2780000000	-13402144875	0	4404310770	4404310770	-3.04		
30PT	Indochem Alumina Ind Tbk	1712178000	4477888132	0	46490008132	0	0	0	46490008132		
31PT	Asia Enterprise Tbk	548588800000	788433000000	688880400000	550771888880	31449188	24488000000	24628448188	224.53		
32PT	Branca Maba Tbk	-43424880000	8278881831	0	13519781831	0	14881817000	14841017000	8.05		
33PT	Libra Enterprise Tbk	-3221250000	118888850000	0	107811800000	0	0	0	107811800000		
34PT	Prima Alloy Steel Tbk	118888880000	28188283535	1788000000	380838303535	0	0	0	380838303535		
35PT	Semen Sampurna Tbk	57371280000	21278789100	45453408000	33187249100	108888048	0	1038825048	31.85		
36PT	Musika Ratu Tbk	13180780000	8118119588	0	188888888888	321000000	2635841880	2828841880	8.51		

NO	NAMA PERUSAHAAN	BETA				
		2000	2001	2002	2003	
19PT	Adas Alinda Pemasok Tbk	0,87478528	1,027712198	1,061896774	0,982484	0,877304131
2PT	Centra Kubar Tbk	1,027390545	1,026731371	1,010106475	1,038817876	1,008055248
3PT	Prinsipia Arca Nings Tbk	1,018752083	1,022011433	1,020562878	1,046786505	1,066746523
4PT	Sabat Lala Tbk	0,998188341	1,013601433	1,04215028	1,047305151	1,018224538
5PT	Silimar Top Tbk	1,017847207	1,048784989	1,043440103	1,064508403	1,064102773
6PT	Ultrajaya Mak Indd Trad Com Tbk	0,964702225	1,021102286	1,04874586	1,066704071	1,068185981
7PT	Guading Garum Tbk	0,98325186	1,017963811	1,04215028	0,991189202	1,081798083
8PT	Hantera Mandiri Samporna Tbk	0,8805424	1,048187893	1,035008166	1,004384883	0,990495227
9PT	Century Textile Industry (CENTEX) Tbk	0,928650898	0,987308613	1,043517492	1,130287733	1,053848935
10PT	Perwella Indesynite Tbk	0,960753812	1,043007181	1,04381781	0,990440403	0,942842721
11PT	Bunison Textile Manufacturer Tbk	0,985842272	1,013653956	1,062145017	0,988763988	1,048977588
12PT	Asic Cementbox Corporation Tbk	0,983881226	1,033789397	1,072912251	0,97447606	1,083862344
13PT	Hanson Industri Utama Tbk	1,018403975	1,035313921	1,012853088	1,10578861	0,88883518
14PT	Kerwali Indonesia Tbk	0,987804186	1,013881433	1,030805307	1,017148622	1,038454088
15PT	Primarindo Asia Infrastructure Tbk	0,87072028	0,997388513	1,050881852	1,034588884	1,060225271
16PT	Rudy Pura Globalindo Tbk	0,983288366	1,027712189	1,088888272	0,958582348	0,78081471
17PT	Semesta Nupreba Tbk	0,923890484	1,054173884	1,063184178	0,931128874	1,158367265
18PT	Burna Energi Industri Tbk	1,010243594	0,948028332	1,051816023	0,633788935	1,063951701
19PT	Sudi Acid Jaya Tbk	1,003380808	1,041892138	1,045257589	1,02923478	1,053393482
20PT	Unggul Indah Cahaya Tbk	1,021202488	0,987171284	1,044581723	0,810252814	1,068888917
21PT	Duta Perkol Nusantara Tbk	1,013808482	1,016814122	1,072812351	1,038708328	0,80581403
22PT	Aliprand Industri Tbk	1,042728787	1,01892488	1,072532873	0,948281842	1,080223871
23PT	Dynasari Tbk	1,008784444	1,018387788	0,981828515	0,952548044	1,022470848
24PT	Lenggong Makmur Plastic Industry Ltd Tbk	1,014881443	1,028180389	1,078748365	1,023285688	0,958787878
25PT	Alumindo Light Metal Industry Tbk	0,992804083	1,020480548	1,083588878	0,885208804	0,813487884
26PT	Juwata Kroyo Small Works Limited Tbk	1,0288617278	1,038398538	1,068484344	0,888038805	0,970558845
27PT	Jaya Puri Steel Tbk	1,02311004	1,023011488	1,011788088	0,827217301	0,88824884
28PT	Loni Metal Works Tbk	0,987878882	0,88488284	1,028888288	1,021028031	0,88824884
29PT	Kedjung Indah Con Tbk	1,012888881	1,021881082	1,038453811	1,073718803	1,08381188
30PT	Induwaha Aluwaha Industri Tbk	0,982188888	1,023518832	1,051888823	1,034588884	1,02458838
31PT	Asra International Tbk	1,005884331	0,995788214	0,986885388	0,882421888	0,803838247
32PT	Berita Mufa Tbk	1,012073428	1,004887835	1,051818823	0,821588192	1,082878843
33PT	Lippo Enterprises Tbk (Multi Prima Sejandra)	0,983881228	1,025540383	1,038822317	1,028118506	1,016818408
34PT	Prima Alloy Steel Tbk	0,882880482	1,007887888	1,051811788	1,008451018	0,82111287
35PT	Selamat Semberta Tbk	0,91019738	0,988738888	1,055442538	1,117728518	1,048888885
36PT	Muslima Ratu Tbk	1,00281834	1,001811088	1,088822707	1,013388318	1,080228271

NO	NAMA PERUSAHAAN	HARGA PER 2000	HARGA TUTUP 2000	HARGA AWAL 2000	HARGA AKHIR 2000	SBI 2000	HARGA 2000	HARGA 2000	BETA
1PT.	Adas Amino Plastics Tbk	1.060.00	2.300.00	700.22	416.32	12.34	1.19	(0.41)	0.87
2PT.	Caraya Kober Tbk	1.100.00	270.00	700.22	416.32	12.34	(0.75)	(0.41)	1.03
3PT.	Prastika Anas Karya Tbk	450.00	160.00	700.22	416.32	12.34	(0.64)	(0.41)	1.02
4PT.	Sawa Land Tbk	650.00	560.00	700.22	416.32	12.34	-	(0.41)	0.87
5PT.	Siantar Top Tbk	3.860.00	1.450.00	700.22	416.32	12.34	(0.63)	(0.41)	1.02
6PT.	Libraya Milik Industri Com Tbk	1.126.00	1.116.00	700.22	416.32	12.34	0.04	(0.41)	0.86
7PT.	Gudang Garam Tbk	19.200.00	13.000.00	700.22	416.32	12.34	(0.32)	(0.41)	0.89
8PT.	Harjaya Mandiri Sampurna Tbk	18.625.00	14.600.00	700.22	416.32	12.34	(0.20)	(0.41)	0.88
9PT.	Carany Textile Industry (CENTEX) Tbk	7.800.00	8.600.00	700.22	416.32	12.34	(0.13)	(0.41)	0.99
10PT.	Panasia Indosyntex Tbk	676.00	626.00	700.22	416.32	12.34	0.22	(0.41)	0.95
11PT.	Santoni Textile Manufacturer Tbk	600.00	466.00	700.22	416.32	12.34	(0.23)	(0.41)	0.89
12PT.	Agas Carifera Corporation Tbk	626.00	590.00	700.22	416.32	12.34	(0.20)	(0.41)	0.89
13PT.	Harsan Industri Utama Tbk	290.00	80.00	700.22	416.32	12.34	(0.64)	(0.41)	1.02
14PT.	Karnal Indonesia Tbk	800.00	690.00	700.22	416.32	12.34	(0.25)	(0.41)	0.89
15PT.	Primalindo Asia Infrastructure Tbk	1.660.00	1.600.00	700.22	416.32	12.34	(0.03)	(0.41)	0.87
16PT.	Ricky Pyra Globalindo Tbk	500.00	340.00	700.22	416.32	12.34	(0.32)	(0.41)	0.89
17PT.	Sarna Magenta Tbk	690.00	926.00	700.22	416.32	12.34	0.54	(0.41)	0.83
18PT.	Surya Dermal Industri Tbk	626.00	290.00	700.22	416.32	12.34	(0.54)	(0.41)	1.01
19PT.	Budi Aci Jaya Tbk	716.00	400.00	700.22	416.32	12.34	(0.45)	(0.41)	1.00
20PT.	Unggul Indah Cahaya Tbk	3.700.00	1.200.00	700.22	416.32	12.34	(0.69)	(0.41)	1.02
21PT.	Duta Permai Sumatera Tbk	1.375.00	576.00	700.22	416.32	12.34	(0.59)	(0.41)	1.01
22PT.	Asuransi Indotama Tbk	1.400.00	76.00	700.22	416.32	12.34	(0.95)	(0.41)	1.04
23PT.	Dynaplast Tbk	1.476.00	760.00	700.22	416.32	12.34	(0.49)	(0.41)	1.01
24PT.	Langgeng Alasmar Plastik Industry Ltd. Tbk	475.00	210.00	700.22	416.32	12.34	(0.66)	(0.41)	1.01
25PT.	Alumindo Light Alkali Industry Tbk	1.276.00	876.00	700.22	416.32	12.34	(0.31)	(0.41)	0.99
26PT.	Jakarta Kroyal Steel Works Limited Tbk	276.00	79.00	700.22	416.32	12.34	(0.75)	(0.41)	1.03
27PT.	Jaya Padi Steel Tbk	600.00	160.00	700.22	416.32	12.34	(0.70)	(0.41)	1.02
28PT.	Lion Metal Works Tbk	626.00	576.00	700.22	416.32	12.34	(0.26)	(0.41)	1.00
29PT.	Kedung Indah Cmi Tbk	875.00	120.00	700.22	416.32	12.34	(0.57)	(0.41)	1.01
30PT.	Intiharnik Alumina Industri Tbk	425.00	265.00	700.22	416.32	12.34	(0.31)	(0.41)	0.89
31PT.	Asia International Tbk	3.826.00	2.000.00	700.22	416.32	12.34	(0.46)	(0.41)	1.01
32PT.	Bertha Hauls Tbk	1.476.00	650.00	700.22	416.32	12.34	(0.58)	(0.41)	1.01
33PT.	Ujipo Enterprises Tbk (Midi Prima Selektam)	1.760.00	1.400.00	700.22	416.32	12.34	(0.20)	(0.41)	0.86
34PT.	Prima Alloy Steel Tbk	400.00	326.00	700.22	416.32	12.34	(0.19)	(0.41)	0.86
35PT.	Sasmita Sampurna Tbk	1.160.00	2.000.00	700.22	416.32	12.34	0.74	(0.41)	0.91
36PT.	Mudika Ratu Tbk	2.400.00	1.350.00	700.22	416.32	12.34	(0.44)	(0.41)	1.00

No	Nama Perusahaan	PIS (Rp)	ROE (%)	PER (x)	PS (Rp)	DBI (%)	IKRO (%)	IKSO (%)	SI (x)
1	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
2	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
3	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
4	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
5	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
6	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
7	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
8	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
9	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
10	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
11	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
12	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
13	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
14	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
15	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
16	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
17	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
18	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
19	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
20	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
21	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
22	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
23	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
24	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
25	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
26	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
27	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
28	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
29	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
30	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
31	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
32	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
33	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
34	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
35	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
36	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
37	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
38	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
39	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
40	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
41	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
42	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
43	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
44	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
45	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
46	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
47	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
48	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
49	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201
50	PT. BUKIT BARU	201	201	201	201	201	201	201	201

NO	NAMA PERUSAHAAN	HRG AWAL		HRG TUTUP		IHSG AWAL		IHSG TUTUP		SBR	HRG	IHSG	BETA
		2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002				
1PT	Ades Alindo Pulpasida Tbk	1.125,00	600,00	383,46	818,90	15,25	(0,29)	0,62	1,06				
2PT	Calaya Karbar Tbk	160,00	235,00	383,46	818,90	15,26	0,47	0,62	1,01				
3PT	Prasidha Anesa Naga Tbk	95,00	123,00	383,46	818,90	15,26	0,32	0,62	1,02				
4PT	Sinar Laju Tbk	400,00	400,00	383,46	818,90	15,25	-	0,62	1,04				
5PT	Silvertop Tbk	285,00	260,00	383,46	818,90	15,26	(0,07)	0,62	1,04				
6PT	Utaraaya Milk Inds Trad Comp Tbk	675,00	600,00	383,46	818,90	15,26	(0,11)	0,62	1,05				
7PT	Guanyu Sauram Tbk	8.300,00	8.300,00	383,46	818,90	15,25	-	0,62	1,04				
8PT	Haribaya Mandiri Sempurna Tbk	3.350,00	3.700,00	383,46	818,90	15,26	0,10	0,62	1,04				
9PT	Century Textile Industry (CENTEX) Tbk	5.000,00	4.900,00	383,46	818,90	15,26	(0,02)	0,62	1,04				
10PT	Panasia Indosyntac Tbk	205,00	200,00	383,46	818,90	15,26	(0,02)	0,62	1,04				
11PT	Sunsong Textile Manufacture Tbk	335,00	90,00	383,46	818,90	15,26	(0,73)	0,62	1,09				
12PT	Apac Centexa Corporation Tbk	200,00	110,00	383,46	818,90	15,26	(0,46)	0,62	1,07				
13PT	Marsson Industri Utama Tbk	35,00	50,00	383,46	818,90	15,26	0,43	0,62	1,01				
14PT	Kanwell Indonesia Tbk	400,00	350,00	383,46	818,90	15,25	(0,13)	0,62	1,05				
15PT	Parmindo Asia Intekurna Tbk	1.600,00	1.175,00	383,46	818,90	15,26	(0,22)	0,62	1,06				
16PT	Riky Pure Globalindo Tbk	165,00	40,00	383,46	818,90	15,25	(0,76)	0,62	1,09				
17PT	Sarata Nugraha Tbk	65,00	45,00	383,46	818,90	15,25	(0,31)	0,62	1,06				
18PT	Surya Dumai Industri Tbk	525,00	450,00	383,46	818,90	15,25	(0,14)	0,62	1,06				
19PT	Bico Acid Jaya Tbk	110,00	105,00	383,46	818,90	15,25	(0,06)	0,62	1,06				
20PT	Unggulmah Cahaya Tbk	1.400,00	1.350,00	383,46	818,90	15,25	(0,04)	0,62	1,04				
21PT	Duta Partner Nusantara Tbk	400,00	220,00	383,46	818,90	15,25	(0,45)	0,62	1,07				
22PT	Asamplast Industries Tbk	45,00	25,00	383,46	818,90	15,26	(0,44)	0,62	1,07				
23PT	Dynplast Tbk	400,00	850,00	383,46	818,90	15,25	0,73	0,62	0,99				
24PT	Larsong Plastik Plastik Ind Ltd Tbk	100,00	45,00	383,46	818,90	15,25	(0,55)	0,62	1,08				
25PT	Alumindo Light Metal Industry Tbk	485,00	185,00	383,46	818,90	15,26	(0,61)	0,62	1,06				
26PT	Jakarta Kyocel Steel Works Limited Tbk	25,00	15,00	383,46	818,90	15,25	(0,40)	0,62	1,07				
27PT	Jaya Padi Bawal Tbk	60,00	130,00	383,46	818,90	15,26	0,44	0,62	1,01				
28PT	Leon Metal Works Tbk	600,00	750,00	383,46	818,90	15,26	0,26	0,62	1,03				
29PT	Kadung Indah Cini Tbk	300,00	325,00	383,46	818,90	15,25	0,08	0,62	1,04				
30PT	Inditermik Alimasi Industri Tbk	115,00	100,00	383,46	818,90	15,25	(0,13)	0,62	1,05				
31PT	Asva International Tbk	1.875,00	3.150,00	383,46	818,90	15,26	0,69	0,62	1,00				
32PT	Erata Media Tbk	525,00	450,00	383,46	818,90	15,25	(0,14)	0,62	1,05				
33PT	Lipha Enterprise Tbk	750,00	600,00	383,46	818,90	15,25	(0,20)	0,62	1,06				
34PT	Prima Alloy Steel Tbk	270,00	235,00	383,46	818,90	15,25	(0,13)	0,62	1,05				
35PT	Sekam Sempurna Tbk	1.800,00	1.450,00	383,46	818,90	15,25	(0,19)	0,62	1,05				
36PT	Matika Ratu Tbk	1.260,00	380,00	383,46	818,90	15,25	(0,71)	0,62	1,09				

	2003	2004	2005	2003	2004	2005	HRIS	INBS	BETA
1PT. Adas Alinda Paramita Tbk	726.00	1,025.00	409.13	0.16.90	10.17	0.41	0.34	0.99	
2PT. Cahaya Kadei Tbk	225.00	225.00	409.13	0.18.90	10.17	(0.04)	0.34	1.04	
3PT. Papyrus Anaha Nitaga Tbk	125.00	110.00	409.13	0.18.90	10.17	(0.12)	0.34	1.05	
4PT. Sinar Lestari Tbk	400.00	350.00	409.13	0.18.90	10.17	(0.19)	0.34	1.05	
5PT. Sinar Top Tbk	255.00	180.00	409.13	0.18.90	10.17	(0.29)	0.34	1.08	
6PT. PT. UNIKALYA MILK IndusTried Campo Tbk	576.00	450.00	409.13	0.18.90	10.17	(0.22)	0.34	1.06	
7PT. Gudang Garam Tbk	7,600.00	13,600.00	409.13	0.18.90	10.17	0.72	0.34	0.96	
8PT. Hartono Mandiri Sampurna Tbk	3,450.00	4,475.00	409.13	0.18.90	10.17	0.30	0.34	1.00	
9PT. Century Textile Industry (CENTEX) Tbk	4,900.00	280.00	409.13	0.18.90	10.17	(0.64)	0.34	1.12	
10PT. Pemas Industri Tbk	200.00	275.00	409.13	0.19.00	10.17	0.36	0.34	1.00	
11PT. Gunung Tadii Manufaktur Tbk	85.00	140.00	409.13	0.19.00	10.17	0.65	0.34	0.97	
12PT. Abac Cement Corporation Tbk	110.00	175.00	409.13	0.18.90	10.17	0.59	0.34	0.97	
13PT. Hartono Industri Utama Tbk	60.00	15.00	409.13	0.18.90	10.17	(0.70)	0.34	1.11	
14PT. Kerinci Indonesia Tbk	350.00	410.00	409.13	0.19.00	10.17	0.17	0.34	1.02	
15PT. Pinarindo Asia Infrastructure Tbk	1,175.00	1,171.00	409.13	0.18.90	10.17	-	0.34	1.03	
16PT. Raky Putra Globesto Tbk	40.00	110.00	409.13	0.19.00	10.17	1.75	0.34	0.86	
17PT. Sinar Negeri Tbk	30.00	80.00	409.13	0.19.00	10.17	2.00	0.34	0.83	
18PT. Surya Dharma Industri Tbk	65.00	385.00	409.13	0.19.00	10.17	4.92	0.34	0.53	
19PT. Bual Arah Jaya Tbk	85.00	100.00	409.13	0.19.00	10.17	0.05	0.34	1.03	
20PT. Unggul Indah Cahaya Tbk	1,360.00	3,000.00	409.13	0.18.90	10.17	1.22	0.34	0.91	
21PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk	240.00	235.00	409.13	0.19.00	10.17	(0.02)	0.34	1.04	
22PT. Asahana Industri Tbk	20.00	35.00	409.13	0.19.00	10.17	0.75	0.34	0.96	
23PT. Dyanasari Tbk	775.00	1,400.00	409.13	0.19.00	10.17	0.81	0.34	0.95	
24PT. Langgani Makmur Plastik IndusTribu Tbk	48.00	50.00	409.13	0.19.00	10.17	0.13	0.34	1.02	
25PT. Alchemido Light Metal Industry Tbk	155.00	215.00	409.13	0.19.00	10.17	0.39	0.34	1.00	
26PT. Jabara Kroya Steel Works Limited Tbk	15.00	40.00	409.13	0.19.00	10.17	1.67	0.34	0.87	
27PT. Jaya Padi Steel Tbk	130.00	385.00	409.13	0.19.00	10.17	2.04	0.34	0.83	
28PT. Lion Metal Works Tbk	750.00	850.00	409.13	0.19.00	10.17	0.13	0.34	1.02	
29PT. Kelulang Indah Calt. Tbk	325.00	200.00	409.13	0.18.90	10.17	(0.39)	0.34	1.07	
30PT. Milliermill Alumina Industri Tbk	100.00	100.00	409.13	0.18.90	10.17	-	0.34	1.03	
31PT. Astra International Tbk	2,825.00	6,000.00	409.13	0.18.90	10.17	0.71	0.34	0.98	
32PT. Bantia Mula Tbk	460.00	850.00	409.13	0.19.00	10.17	1.11	0.34	0.92	
33PT. Lippo Enterprises Tbk	600.00	650.00	409.13	0.18.90	10.17	0.08	0.34	1.09	
34PT. Prima Alloy Steel Tbk	238.00	300.00	409.13	0.19.00	10.17	0.28	0.34	1.01	
35PT. Sastanek Sampurna Tbk	1,480.00	285.00	409.13	0.19.00	10.17	(0.82)	0.34	1.12	
36PT. Muallifa Ratu Tbk	300.00	435.00	409.13	0.19.90	10.17	0.21	0.34	1.01	

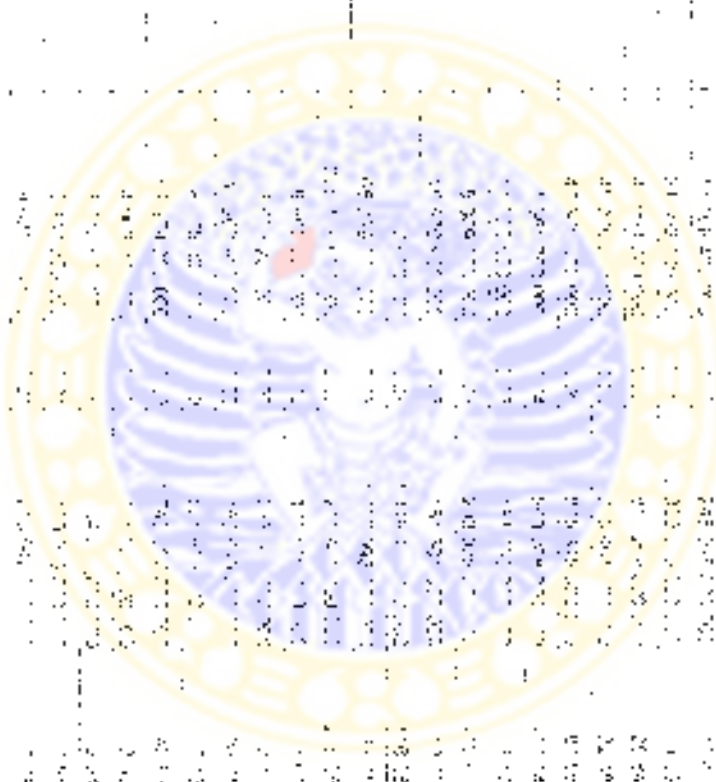
	2004	2004	2004	2004	2004	HRQ	HSQ	BETA
1PT. Aasi Alindo Putarwita Tbk	1,000.00	2,276.00	704.50	1,000.23	7.39	1.29	0.42	0.86
2PT. Cahaya Kalbar Tbk	220.00	300.00	704.50	1,000.23	7.39	0.39	0.42	1.01
3PT. Pradina Andoa Niaga Tbk	110.00	105.00	704.50	1,000.23	7.39	(0.05)	0.42	1.07
4PT. Sibar Laut Tbk	350.00	450.00	704.50	1,000.23	7.39	0.28	0.42	1.02
5PT. Sibar Laut Tbk	185.00	180.00	704.50	1,000.23	7.39	(0.08)	0.42	1.06
6PT. PT. Ultralaya Park Indetied Comp Tbk	450.00	425.00	704.50	1,000.23	7.39	(0.09)	0.42	1.07
7PT. Gudang Garam Tbk	13,700.00	13,550.70	704.50	1,000.23	7.39	(0.04)	0.42	1.06
8PT. Haultra Manda Sampone Tbk	4,475.00	6,650.00	704.50	1,000.23	7.39	0.42	0.42	0.99
9PT. Century Textile Industry (CENTEX) Tbk	4,500.00	4,700.00	704.50	1,000.23	7.39	0.04	0.42	1.05
10PT. Perastis Industri Tbk	275.00	500.00	704.50	1,000.23	7.39	0.82	0.42	0.84
11PT. Sarnon Textile Manufacturing Tbk	140.00	150.00	704.50	1,000.23	7.39	0.07	0.42	1.05
12PT. Ageo Cement Corporation Tbk	170.00	190.00	704.50	1,000.23	7.39	(0.24)	0.42	1.09
13PT. Hansen Industri Utama Tbk	15.00	35.00	704.50	1,000.23	7.39	1.33	0.42	0.97
14PT. Kowal Indonesia Tbk	405.00	410.00	704.50	1,000.23	7.39	0.01	0.42	1.09
15PT. Pilmindo Asia Infrastructure Tbk	1,174.00	1,475.00	704.50	1,000.23	7.39	-	0.42	1.06
16PT. Riky Pura Cahallindo Tbk	115.00	355.00	704.50	1,000.23	7.39	2.08	0.42	0.79
17PT. Sarasa Niaga Tbk	05.00	30.00	704.50	1,000.23	7.39	(0.89)	0.42	1.16
18PT. Surya Dimal Industri Tbk	365.00	375.00	704.50	1,000.23	7.39	(0.03)	0.42	1.09
19PT. Budi Acid Jaya Tbk	105.00	140.00	704.50	1,000.23	7.39	0.08	0.42	1.05
20PT. Unggul Indah Citra Tbk	3,025.00	2,525.00	704.50	1,000.23	7.39	(0.17)	0.42	1.08
21PT. Duta Paboi Nusantara Tbk	240.00	1,000.00	704.50	1,000.23	7.39	3.17	0.42	0.81
22PT. Asuransi Industri Tbk	35.00	35.00	704.50	1,000.23	7.39	-	0.42	1.09
23PT. Dimpilat Tbk	1,425.00	1,000.00	704.50	1,000.23	7.39	0.28	0.42	1.02
24PT. Langgung Material Plastic Iner BTTB	50.00	85.00	704.50	1,000.23	7.39	0.70	0.42	0.89
25PT. Alumina Light Metal Industry Tbk	220.00	445.00	704.50	1,000.23	7.39	1.02	0.42	0.91
26PT. Jakarta Kroyel Steel Works Limited Tbk	40.00	65.00	704.50	1,000.23	7.39	0.63	0.42	0.87
27PT. Jaya Puri Steel Tbk	410.00	900.00	704.50	1,000.23	7.39	1.20	0.42	0.89
28PT. Lion Metal Works Tbk	800.00	1,700.00	704.50	1,000.23	7.39	1.13	0.42	0.90
29PT. Kadang Indah Can Tbk	200.00	185.00	704.50	1,000.23	7.39	(0.03)	0.42	1.08
30PT. Intanemas Alumina Industri Tbk	100.00	125.00	704.50	1,000.23	7.39	0.26	0.42	1.02
31PT. Astra International Tbk	5,100.00	9,600.00	704.50	1,000.23	7.39	0.88	0.42	0.92
32PT. Banta Mill Tbk	640.00	900.00	704.50	1,000.23	7.39	(0.18)	0.42	1.08
33PT. Lipso Enterprise Tbk	850.00	850.00	704.50	1,000.23	7.39	0.31	0.42	1.02
34PT. Prima Alloy Steel Tbk	300.00	800.00	704.50	1,000.23	7.39	1.67	0.42	0.82
35PT. Selimak Saetourne Tbk	295.00	290.00	704.50	1,000.23	7.39	0.09	0.42	1.05
36PT. Muhiro Renu Tbk	410.00	410.00	704.50	1,000.23	7.39	-	0.42	1.06

	2000	2001	2002	2003	2004
1PT Adas Aneka Pustaka Tbk	1.75000	-0.35000	0.21000	22.14000	-0.07411
2PT Cahaya Kalbar Tbk	-0.97000	-9.81000	7.17000	21.99000	-3.00077
3PT Pradana Anesa Niaga Tbk	-0.11000	0.14000	-0.12000	0.05000	49.08202
4PT Saker Land Tbk	-0.31000	-0.39000	0.72000	2.49000	-0.70787
5PT Sampo Tjo Tbk	50.72000	15.09000	11.25000	7.59000	11.66441
6PT PT. Unjayaya Max Industry & Trading Com Tbk	76.74000	44.95000	61.11000	110.08	391.60827
7PT Gudang Garam Tbk	11.15000	7.97000	7.05000	14.21000	8.91803
8PT Hanjaya Mandala Samporna Tbk	69.19000	15.07000	8.98000	14.31000	8.13254
9PT Century Textile Industry (CENTEX) Tbk	3.29000	2.92000	-5.33000	-0.75000	-12.74785
10PT. Pemas Industri Tbk	-1.07000	-2.65000	1.04000	-6.00000	-8.51155
11 PT Sunson Textile Manufaktur Tbk	-0.39000	25.89000	3.32000	13.99000	-1.83289
12PT Apec Cement Corporation Tbk	-1.10000	-0.44000	-0.60000	0.84000	-1.73871
13PT Himpun Industri Lamin Tbk	-0.42000	-0.29000	-0.34000	-4.40000	02.45283
14PT Kenwal Indonesia Tbk	-13.91000	-3.55000	-99.95000	-0.07000	409.21063
15PT Primaindo Arah Infrastructure Tbk	-0.83000	-4.09000	-1.28000	-2.59000	-3.99989
16PT Ricry Putra Glokendo Tbk	-2.75000	-1.16000	-2.41000	0.77000	0.91636
17PT Sarata Nugraha Tbk	118.85000	9.66000	-9.00000	-4.86000	-1.08163
18PT Surya Dumai Industri Tbk	1.39000	-4.81000	-3.43000	6.99000	-21.79442
19PT Gudai Aard Jaya Tbk	-5.33000	-0.63000	10.45000	25.82000	43.38333
20PT. Unggul Indes Cahaya Tbk	15.63000	28.53000	0.45000	10.34000	3.17940
21 PT. Duta Pordol Nusantara Tbk	4.10000	-4.87000	10.45000	-17.04000	4.28698
22PT Aneprat Industri Tbk	16.50000	11.78000	-2.77000	09.28	-4.21063
23PT Dynaplast Tbk	7.65000	4.49000	5.48000	7.99000	6.00914
24PT. Langgeng Makmur Plastik Industry Ltd Tbk	-1.99000	-4.09000	-0.21000	-0.55000	-0.45780
25PT Alumino Light Metal Industry Tbk	62.69000	4.04000	-4.14000	-1.82000	1.85109
26PT. Jarkem Kysel Steel Works Limited Tbk	-0.06000	-0.07000	0.11000	0.16000	-0.05068
27 PT. Jaya Pan Siam Tbk	-2.55000	1.39000	1.23000	5.10000	0.30887
28 PT. Lion Metal Works Tbk	2.44000	2.68000	3.29000	3.25	1.05415
29PT Kedsung Inesh Can Tbk	3.29000	4.78000	-14.27000	-2.09000	-2.46218
30PT Indikarim Alumnus Industri Tbk	29.69000	-1.04000	1.54000	-1.14000	26.06263
31 PT. Asura Internasional Tbk	-21.00000	5.99000	2.29000	4.26000	2.33938
32PT. Bireta Mulia Tbk	13.63000	3.32000	1.89000	5.78000	4.70282
33PT. Lippo Enterprise Tbk (Paul Prima Selection)	-119.00000	-1.17000	0.63000	-23.22000	-3.95145
34PT Prima Atoy Steel Tbk	5.97000	20.79000	9.79000	7.66000	2.78562
35PT Selamat Sempurna Tbk	8.80000	8.56000	9.39000	1.18000	32.70765
36PT. Husika Ratu Tbk	4.59000	3.86000	7.53000	17.28000	11.08240

No	Nama Perusahaan	2000	2001	2002	2003	2004
1PT. Ades Alindo Pustaka Tbk		-25.414.740.187	-9.067.340.747	-7.159.166.301	16.469.546.193	16.705.712.079
2PT. Cahaya Karbon Tbk		897.119.495	1.956.459.700	1.326.860.270	34.414.683.108	37.170.551.655
3PT. Prastida Aneka Kelapa Tbk		-142.228.545.721	-23.702.372.115	-33.705.414.435	231.577.996.541	170.198.278.048
4PT. Bawar Lada Tbk		-15.484.288.977	-19.243.212.920	-14.999.899.434	-40.086.439.901	-485.091.712.883
5PT. Sinar Top Tbk		35.058.323.098	30.772.252.214	27.561.980.253	82.845.098.229	189.503.847.912
6PT. PT. Ultrajaya Milk Industry/Trading Co Tbk		22.479.662.978	19.182.281.009	21.803.268.528	2.027.974.379.222	2.016.972.299.807
7PT. Gudang Garam Tbk		2.003.543.690.289	2.043.203.838.208	2.072.680.694.629	-674.596.296.671	-478.898.892.185
8PT. Harjaya Mangala Sampurna Tbk		1.153.572.598.837	1.525.408.351.063	1.575.339.593.971	-269.219.914.084	-335.135.984.810
9PT. Century Textile Industry (CENTEX) Tbk		18.339.418.459	16.469.088.427	-9.370.198.247	-52.814.036.896	-41.208.837.437
10PT. Pemaste Indonesia Tbk		-56.349.059.713	-63.395.917.748	-155.079.922.250	-13.338.484.782	-28.245.945.729
11PT. Dunsan Textile Manufactur Tbk		43.057.082.474	25.841.218.917	-781.805.715	-181.881.548.482	-192.374.234.513
12PT. Agri Center Corporation Tbk		88.583.232.042	32.487.016.198	-118.610.076.670	-104.831.149.409	-84.484.508.751
13PT. Hiron Industri Utama Tbk		-74.733.591.488	-87.584.564.480	-82.272.808.889	-30.820.813.978	-17.808.070.808
14PT. Karwei Indonesia Tbk		28.752.918.453	-17.140.792.378	-28.238.482.340	-10.850.514.809	-19.500.080.184
15PT. Pihandio Aida Industri Tbk		3.148.399.094	3.123.647.800	-51.733.710.883	-29.455.317.908	-24.872.028.208
16PT. Riky Putra Geolindo Tbk		5.252.633.774	-12.974.822.358	-20.489.406.882	26.009.924.804	24.131.452.399
17PT. Sarsa Nugraha Tbk		20.332.082.434	10.988.515.372	-14.339.870.849	-232.241.291	-6.048.850.052
18PT. Surya Dama Indah Tbk		-85.838.243.931	-118.380.368.776	-68.385.935.528	-74.589.795.902	45.724.811.311
19PT. Budi Aca Jaya Tbk		5.825.048.906	33.750.203.544	-12.328.123.319	12.801.009.690	58.136.825.312
20PT. Unggul Indah Cahaya Tbk		141.309.441.429	218.889.254.070	107.461.620.743	2.933.035.251	4.124.518.018
21PT. Ode Permai Nusantara Tbk		8.180.314.732	6.610.068.269	4.187.431.473	9.178.138.879	1.069.501.708
22PT. Asipikal Indonesia Tbk		7.712.302.875	-3.409.840.144	-33.027.339.185	47.723.446.792	55.518.430.849
23PT. Dyanpadai Tbk		30.820.128.141	36.716.788.545	52.185.948.784	-13.113.896.209	-21.392.327.318
24PT. Langgeng Mahmur Plastik Ind Ltd Tbk		4.924.947.934	-7.134.594.750	-12.286.046.340	72.661.905.076	41.413.141.238
25PT. Alurindo Ulat Mata Industry Tbk		58.296.089.598	42.882.614.235	-19.418.973.380	-23.074.538.208	-24.820.754.677
26PT. Jakarta Kroyal Steel Works Limited Tbk		-15.845.854.848	-3.904.527.332	789.743.328	10.000.134.783	18.523.189.332
27PT. Jaya Pari Steel Tbk		-4.349.627.251	-2.348.168.376	5.731.958.500	-3.739.851.903	-11.287.209.334
28PT. Loran Metal Works Tbk		7.607.444.243	7.510.135.189	10.633.653.794	-10.579.393.592	-2.785.921.428
29PT. Kembang Indah Can Tbk		14.438.522.997	7.785.130.527	52.048.885	-21.901.254.348	-859.180.644
30PT. Inkeramik Alurwah Industri Tbk		-59.869.562.238	-48.999.472.841	-54.105.589.880	-118.137.951.408	11.306.136.975
31PT. Astra International Tbk		829.446.566.286	113.785.799.916	699.922.372.139	-822.272.470.489	-1.731.828.430.827
32PT. Garuda Mula Tbk		181.895.547.240	139.687.827.715	56.290.879.832	-27.835.289.849	-8.376.484.018
33PT. Upro Enterprise Tbk		3.071.094.404	2.377.189.736	1.634.002.160	16.348.483.675	14.050.917.327
34PT. Prima Alloy Steel Tbk		8.020.459.018	-804.738.016	-8.628.967.771	73.132.054.599	103.555.662.704
35PT. Sarama Sempurna Tbk		50.838.890.700	54.765.433.585	38.747.395.840	432.439.588.292	825.286.070.308
36PT. Mujiwa Retu Tbk		21.832.715.044	23.903.381.207	27.247.696.328	59.281.042.104	84.099.563.579

101

1	1	1	1
2	2	2	2
3	3	3	3
4	4	4	4
5	5	5	5
6	6	6	6
7	7	7	7
8	8	8	8
9	9	9	9
10	10	10	10
11	11	11	11
12	12	12	12
13	13	13	13
14	14	14	14
15	15	15	15
16	16	16	16
17	17	17	17
18	18	18	18
19	19	19	19
20	20	20	20
21	21	21	21
22	22	22	22
23	23	23	23
24	24	24	24
25	25	25	25
26	26	26	26
27	27	27	27
28	28	28	28
29	29	29	29
30	30	30	30
31	31	31	31
32	32	32	32
33	33	33	33
34	34	34	34
35	35	35	35
36	36	36	36
37	37	37	37
38	38	38	38
39	39	39	39
40	40	40	40
41	41	41	41
42	42	42	42
43	43	43	43
44	44	44	44
45	45	45	45
46	46	46	46
47	47	47	47
48	48	48	48
49	49	49	49
50	50	50	50
51	51	51	51
52	52	52	52
53	53	53	53
54	54	54	54
55	55	55	55
56	56	56	56
57	57	57	57
58	58	58	58
59	59	59	59
60	60	60	60
61	61	61	61
62	62	62	62
63	63	63	63
64	64	64	64
65	65	65	65
66	66	66	66
67	67	67	67
68	68	68	68
69	69	69	69
70	70	70	70
71	71	71	71
72	72	72	72
73	73	73	73
74	74	74	74
75	75	75	75
76	76	76	76
77	77	77	77
78	78	78	78
79	79	79	79
80	80	80	80
81	81	81	81
82	82	82	82
83	83	83	83
84	84	84	84
85	85	85	85
86	86	86	86
87	87	87	87
88	88	88	88
89	89	89	89
90	90	90	90
91	91	91	91
92	92	92	92
93	93	93	93
94	94	94	94
95	95	95	95
96	96	96	96
97	97	97	97
98	98	98	98
99	99	99	99
100	100	100	100



	NOFAT	WACC	TOT. ASSET	EVA
1PT. Ades Alinda Ptasella Tbk	18.000.000.000	0,01	182.043.028.100	18.480.540.189
2PT. Cahaya Kalbar Tbk	35.983.000.000	0,01	286.240.814.480	34.414.883.188
3PT. Pradina Aneka Nisra Tbk	235.494.700.000	0,02	174.989.882.310	231.577.908.541
4PT. SAKK Lant Tbk	-28.059.800.000	0,10	141.136.625.790	-40.065.430.901
5PT. Sendar Top Tbk	61.781.300.000	0,00	505.507.132.290	82.845.099.228
6PT. PT. Ulpuyaya Hdk Industry & Trading Company Tbk	2.051.452.900.000	0,02	1.040.116.420.440	2.087.674.379.222
7PT. Gunung Garum Tbk	-56.087.900.000	0,04	17.339.889.000.000	-674.598.288.671
8PT. Hanjaya Mandiri Sampung Tbk	-3.182.200.000	0,03	10.187.788.000.000	-289.216.014.094
9PT. Century Textile Industry (CENTEX) Tbk	-43.280.800.000	0,00	925.008.000.000	-52.914.008.808
10PT. Purnala Industry Tbk	7.264.100.000	0,01	4.772.174.844.570	-13.339.494.782
11PT. Sunan Tenis Manufacturing Tbk	-139.822.700.000	0,03	813.720.873.340	-161.881.548.482
12PT. Ane Cinkref Corporation Tbk	-27.830.400.000	0,03	2.582.599.143.310	-104.831.140.406
13PT. Harco Khariti Utama Tbk	-8.078.700.000	0,03	878.357.672.020	-30.820.813.878
14PT. Karsell Indonesia Tbk	6.128.200.000	0,04	412.820.000.000	-10.850.514.808
15PT. Primerindo Asia Infrastructure Tbk	-26.535.800.000	0,05	83.088.430.870	-29.455.317.803
16PT. Rocky Peta Globalindo Tbk	40.387.700.000	0,05	282.885.812.140	26.008.824.804
17PT. Berris Niagara Tbk	5.408.800.000	0,04	129.883.848.000	-232.241.291
18PT. Surya Dumai Industri Tbk	51.041.200.000	0,12	1.013.141.210.760	-74.508.785.882
19PT. Gudai Jaya Tbk	38.922.800.000	0,03	627.249.000.000	12.801.009.690
20PT. Ungas Indah Cahaya Tbk	2.941.400.000	0,03	243.773.480	2.833.035.261
21PT. Duta Parhai Nusantara Tbk	11.515.000.000	0,02	136.839.943.070	9.178.108.878
22PT. Aluphad Industri Tbk	53.549.100.000	0,06	280.096.787.880	47.728.444.792
23PT. Dymplast Tbk	1.533.000.000	0,02	789.829.821.260	-13.113.888.209
24PT. Lenggong Melorur Plastik Industry Ltd. Tbk	82.282.200.000	0,02	501.283.975.140	72.081.805.078
25PT. Alurinda Light Metal Industry Tbk	-8.563.800.000	0,02	882.577.575.000	-23.024.836.206
26PT. Juharta Kysel Steel Works Limited Tbk	12.183.300.000	0,01	378.875.999.300	10.000.134.789
27PT. Jaya Puri Steel Tbk	1.889.000.000	0,05	144.748.518.000	-8.739.851.903
28PT. Lion Metal Works Tbk	4.401.000.000	0,01	118.884.887.470	-10.579.203.582
29PT. Keating Indah Can Tbk	-18.018.300.000	0,02	177.450.870.000	-21.901.254.348
30PT. Wilmarink Alimenter Industri Tbk	-41.748.700.000	0,05	741.482.065.180	-118.137.851.408
31PT. Aaba International Tbk	81.314.400.000	0,03	27.404.308.900.000	-822.272.470.489
32PT. Berris Manis Tbk	18.892.500.000	0,03	1.543.441.083.000	-27.805.288.949
33PT. Lippo Enterprises Tbk (Muti Prima Sugihman)	20.849.300.000	0,03	123.286.240.410	18.348.483.879
34PT. Prima Alloy Steel Tbk	67.096.900.000	0,02	369.826.315.280	73.122.034.599
35PT. Sialmat Sengulama Tbk	44.781.800.000	0,02	832.809.649.320	43.439.898.292
36PT. Mudiha Ratu Tbk	64.048.300.000	0,02	274.834.214.910	58.281.042.101

	W. SAHAM	R. SAHAM	%R	Q. E	W. UTANG	BUNGA	%bunga	Bg. 420%	Q. KJ	WACC
1PT. Ades Alfredo Putraesta Tbk	0.63	1.1804782	0.018048	0.00160	0.37	4.58	0.0456	0.03102	0.04182	0.018018
2PT. Cahaya Kelber Tbk	0.82	-0.7518456	-0.0076485	-0.00818	0.18	7.03	0.0703	0.04821	0.00987	0.0028118
3PT. Prasdha Aneka Niaga Tbk	0.28	-0.0444444	-0.0044444	-0.00182	0.72	12.38	0.1238	0.08831	0.06181	0.0802855
4PT. Sagar Laut Tbk	0.24	0	0.00000	0.00000	0.76	16.95	0.1695	0.11865	0.08044	0.0804435
5PT. Sinariga Tbk	0.73	-0.0220114	-0.0022014	-0.00444	0.27	1.5	0.015	0.0102	0.00285	-0.0018482
6PT. PT. Lingswa Milk Industry & Trading Co.Tbk	0.75	0.0444444	0.0044444	0.00034	0.25	10.34	0.1034	0.07238	0.01783	0.0181357
7PT. Gudang Garam Tbk	0.70	-0.3229107	-0.0032292	-0.00226	0.30	12.97	0.1297	0.09078	0.02758	0.0253357
8PT. Hartaya Mandiri Sampurna Tbk.	0.84	-0.1856818	-0.0018568	-0.00126	0.36	13.85	0.1385	0.08685	0.03447	0.0032082
9PT. Century Textile Industry (CENTEX) Tbk.	0.80	-0.1333333	-0.0013333	-0.00106	0.20	1.726	0.01726	0.012078	0.00244	0.0018787
10PT. Parnasia Industri Tbk.	0.82	0.2222222	0.0022222	0.00115	0.48	16	0.16	0.112	0.054428	0.0553783
11PT. Suroso Textile Manufacturer Tbk.	0.60	-0.228	-0.00228	-0.00134	0.41	8.28	0.0828	0.04882	0.028831	0.0248084
12PT. Apac Centertex Corporation Tbk.	0.52	-0.2	-0.002	-0.00104	0.48	10.12	0.1012	0.07084	0.03403	0.0328972
13PT. Hanson Industri Liarita Tbk	0.51	-0.64	-0.0064	-0.00327	0.49	17	0.17	0.119	0.05817	0.0548983
14PT. Kaniwell Indonesia Tbk.	0.57	-0.25	-0.0025	-0.00142	0.43	12.18	0.1218	0.08512	0.03884	0.038418
15PT. Pinarindo Asia Intersulcurna Tbk.	0.48	-0.0322581	-0.0032226	-0.00018	0.52	13.48	0.1348	0.09408	0.04985	0.0466985
16PT. Riky Putra Globalindo Tbk.	0.55	-0.32	-0.0032	-0.00175	0.46	10.23	0.1023	0.07185	0.03251	0.0307837
17PT. Sarasa Nanyata Tbk.	0.65	0.5410987	0.0054109	0.00334	0.35	8.7486	0.087486	0.061247	0.02158	0.0258888
18PT. Surya Duniata Industri Tbk.	0.48	-0.588	-0.00588	-0.00247	0.54	19	0.19	0.133	0.07175	0.0682884
19PT. Badi Acid Jaya Tbk.	0.54	-0.4482754	-0.0044828	-0.00242	0.46	12.06	0.1206	0.08435	0.03878	0.0368274
20PT. Linggul Indah Cahaya Tbk.	0.60	-0.0758757	-0.0007588	-0.00046	0.40	8.18	0.0818	0.05728	0.02288	0.018878
21PT. Duta Permai Nusantara Tbk.	0.82	-0.5818182	-0.0058182	-0.00417	0.18	8.7	0.087	0.05878	0.01218	0.0074163
22PT. Asiaplast Industries Tbk.	0.77	-0.05	-0.0005	-0.00078	0.23	18	0.18	0.138	0.03111	0.0238898
23PT. Dynaplast Tbk.	0.70	-0.4015264	-0.0040153	-0.00343	0.30	13.2188	0.132188	0.092332	0.02787	0.0242288
24PT. Langgeng Makmur Plastic Industry Ltd. Tbk.	0.52	-0.5578947	-0.0055788	-0.00284	0.48	8.88	0.0888	0.06083	0.02028	0.0284728
25PT. Alimando Light Metal Industry Tbk.	0.60	-0.3437252	-0.0034373	-0.00188	0.40	10.244	0.10244	0.071708	0.02878	0.028804
26PT. Jakarta Kroyed Steel Works Limited Tbk.	0.31	-0.7454545	-0.0074546	-0.00226	0.68	1.8	0.018	0.0081	0.00830	0.0040144
27PT. Jaya Pan Steel Tbk.	0.72	-0.1	-0.0007	-0.00056	0.27	18	0.18	0.138	0.03834	0.0312886
28PT. Ustn Metal Works Tbk.	0.83	-0.3783789	-0.0037838	-0.00315	0.17	5.811	0.05811	0.037177	0.00818	0.0093083
28PT. Kedung Indah Con Tbk.	0.71	-0.6682308	-0.0066823	-0.00402	0.28	7.08	0.0708	0.04842	0.01450	0.0104152
30PT. Inkofermik Alhansa Indugit Tbk.	0.47	-0.3028884	-0.0030288	-0.00144	0.53	15.306	0.15306	0.107183	0.02665	0.055108
31PT. Asura Internasional Tbk.	0.64	-0.4711242	-0.0047112	-0.00244	0.48	13.48	0.1348	0.08428	0.04815	0.0437151
32PT. Branta Mulia Tbk.	0.56	-0.558272	-0.0055822	-0.00312	0.44	8.711	0.08711	0.048071	0.02078	0.0178885
33PT. Ujico Enterprises Tbk.	0.81	-0.2	-0.002	-0.00128	0.39	12.5	0.125	0.0878	0.03441	0.0331846
34PT. Prima Alloy Steel Tbk	0.52	-0.1878	-0.001878	-0.00097	0.48	10.73	0.1073	0.07511	0.03823	0.0352877
35PT. Salsamal Sampurna Tbk.	0.60	0.7381304	0.0073813	0.00510	0.31	8.87	0.0887	0.06808	0.01884	0.0238283
36PT. Maerica Fatu Tbk.	0.85	-0.4378	-0.004378	-0.00376	0.19	11.6	0.116	0.0812	0.01250	0.0088933

NO	NAMA PERUSAHAAN	2001									
		W. SHAM	R. SHAM	NAR	MRZ	W. UTANG	BUNGA	%bunga	Dg. XTR%	QXT	WACC
1PT.	Ades Airindo Purasetella Tbk	0.42	-0.5000	-0.0060	-0.0030	0.34	4.56	0.0490	0.03182	0.0122	0.009108
2PT.	Cahaya Kencana Tbk	0.74	-0.4836	-0.0048	-0.00376	0.22	7.11	0.0714	0.04977	0.0111	0.00134
3PT.	Prakasa Aneka Nilaga Tbk	0.24	-0.4083	-0.0044	-0.00296	0.76	12.804	0.12804	0.089428	0.0085	0.001949
4PT.	Sekar Laut Tbk	0.20	-0.2727	-0.0027	-0.00054	0.60	16.18	0.1618	0.11333	0.0608	0.000134
5PT.	Sinar Top Tbk	0.71	-0.6138	-0.0091	-0.00678	0.28	1.5	0.015	0.0105	0.0030	-0.00272
6PT.	PT. Utaraya Milk Industry & Trading Co Tbk	0.68	-0.3913	-0.0038	-0.00265	0.32	10.34	0.1034	0.07238	0.0234	0.02017
7PT.	Gudang Garam Tbk	0.72	-0.3887	-0.0034	-0.00244	0.28	13.72	0.1372	0.09864	0.0270	0.02452
8PT.	Manjaya Mandiri Sampurna Tbk	0.04	-0.7874	-0.0078	-0.00605	0.36	15.93	0.1593	0.11561	0.0401	0.03864
9PT.	Century Textile Industry (CENTEX) Tbk	0.75	0.0000	0.0000	0.00000	0.25	1.513	0.01513	0.010591	0.0020	0.00201
10PT.	Parasa Indosync Tbk	0.52	-0.7415	-0.0075	-0.00390	0.48	16	0.16	0.112	0.0538	0.04888
11PT.	Surson Textile Manufacturer Tbk	0.58	-0.2858	-0.0027	-0.00160	0.41	8.28	0.0828	0.06432	0.0263	0.02406
12PT.	Apek Centitex Corporation Tbk	0.50	-0.6000	-0.0080	-0.00209	0.50	13.84	0.1384	0.08688	0.0487	0.04587
13PT.	Manisa Industri Utama Tbk	0.48	-0.6750	-0.0093	-0.00297	0.52	17	0.17	0.118	0.0624	0.05948
14PT.	Karnell Indonesia Tbk	0.54	-0.2727	-0.0027	-0.00147	0.48	12.881	0.12881	0.084567	0.0386	0.03738
15PT.	Panarindo Asia Infrastructure Tbk	0.50	0.0000	0.0000	0.00000	0.50	13.48	0.1348	0.09436	0.0472	0.04718
16PT.	Ricky Putra Globalindo Tbk	0.51	-0.5000	-0.0050	-0.00258	0.46	8.42	0.0842	0.05894	0.0287	0.02518
17PT.	Sarasa Nugraha Tbk	0.50	-0.9351	-0.0084	-0.00488	0.50	8	0.08169	0.061242	0.0306	0.02585
18PT.	Surya Dunia Industri Tbk	0.42	-0.8103	0.0081	0.00342	0.58	16	0.16	0.132	0.0780	0.08028
19PT.	Budi Acid Jaya Tbk	0.54	-0.7817	-0.0073	-0.00392	0.46	10.89	0.1089	0.07816	0.0354	0.03145
20PT.	Linggul Indah Cahaya Tbk	0.50	0.1897	0.0017	0.00085	0.50	8.18	0.0818	0.05729	0.0286	0.02946
21PT.	Duta Permai Nusantara Tbk	0.86	-0.3043	-0.0030	-0.00262	0.14	4.9	0.048	0.0343	0.0048	0.00214
22PT.	Asiaplast Industries Tbk	0.78	-0.8574	-0.0026	-0.00270	0.24	16	0.16	0.132	0.0325	0.02885
23PT.	Dynafast Tbk	0.66	-0.3407	-0.0035	-0.00235	0.32	12.525	0.12525	0.087875	0.0283	0.02588
24PT.	Lampung Makmur Plastic Industry Ltd Tbk	0.54	-0.8238	-0.0062	-0.00281	0.46	8.83	0.0883	0.06881	0.0319	0.02811
25PT.	Alumindo Light Metal Industry Tbk	0.90	-0.3813	-0.0038	-0.00230	0.40	10.11	0.1011	0.07077	0.0286	0.02672
26PT.	Jakarta Kyori Steel Works Limited Tbk	0.35	-0.6426	-0.0064	-0.00227	0.85	1.3	0.013	0.0091	0.0069	0.00287
27PT.	Jaya Pari Steel Tbk	0.50	-0.4075	-0.0044	-0.00218	0.50	19	0.19	0.133	0.0895	0.09431
28PT.	Uten Metal Works Tbk	0.87	0.0436	0.0004	0.00039	0.13	8.80	0.0882	0.06374	0.0000	0.00037
29PT.	Kedung Indah Can Tbk	0.72	-0.4000	-0.0040	-0.00289	0.28	5.88	0.0588	0.04102	0.0114	0.00854
30PT.	Indukemik Alamisa Industri Tbk	0.46	-0.4310	-0.0043	-0.00195	0.54	12.706	0.12708	0.089855	0.0478	0.04586
31PT.	Astra International Tbk	0.53	0.0283	0.0003	0.00014	0.47	14.542	0.14542	0.090794	0.0393	0.03046
32PT.	Brama Mulia Tbk	0.50	-0.1250	-0.0013	-0.00063	0.50	6.711	0.06711	0.049877	0.0225	0.02286
33PT.	Lippo Entertains Tbk (Mulu Prima Segelnter)	0.56	-0.4643	-0.0046	-0.00258	0.44	12.6	0.126	0.0975	0.0388	0.03830
34PT.	Prima Alloy Steel Tbk	0.51	-0.1692	-0.0017	-0.00087	0.46	9.36	0.0936	0.06552	0.0318	0.03102
35PT.	Salimati Sampurna Tbk	0.71	-0.0400	-0.0004	-0.00026	0.29	17.9375	0.179375	0.125825	0.0348	0.03864
36PT.	Musika Riau Tbk	0.87	-0.0741	-0.0007	-0.00094	0.13	13.1	0.131	0.0917	0.0124	0.01172

NO	NAMA PERUSAHAAN	2002									
		VI. BAHAN	R. BAHAN	M/R	VI. Y	VI. UTANG	BUNYU	%BUNYU	BK ZTD%	ACCROD	WACC
19PT. Ades Alindo Putracelle Tbk	0.63	-0.2908	-0.0028	-0.0020	0.311	3.4000	0.0340	0.0238	0.0074	0.0054	
29PT. Cahaya Kalbar Tbk	0.80	0.4638	0.0047	0.0038	0.201	5.4700	0.0647	0.0383	0.0078	0.0113	
39PT. Pessidha Aneka Niaga Tbk	0.8	0.3158	0.0032	0.0008	0.84	12.2000	0.1228	0.0860	0.0710	0.0728	
4PT. Sekar Lani Tbk.	0.25	0.0000	0.0000	0.0000	0.78	15.1800	0.1518	0.1063	0.0845	0.0845	
9PT. Siantar Top Tbk.	0.7	-0.0189	-0.0002	-0.0001	0.30	1.5000	0.0150	0.0105	0.0031	0.0030	
9PT. PT. Utasjaya Milk Industry & Trading Company Tbk.	0.87	-0.1181	-0.0014	-0.0007	0.33	10.3400	0.1034	0.0724	0.0228	0.0228	
7PT. Gading Garann Tbk.	0.73	0.0000	0.0000	0.0000	0.27	11.8000	0.1180	0.0828	0.0224	0.0224	
9PT. Hangaya Mangala Sampurna Tbk	0.08	0.1845	0.0010	0.0007	0.38	14.8750	0.1488	0.1041	0.0803	0.0803	
9PT. Century Textile Industry (CENTEX) Tbk.	0.68	-0.0200	-0.0002	-0.0001	0.31	1.7250	0.0172	0.0121	0.0037	0.0038	
10PT. Pannasia Indosyntec Tbk.	0.64	-0.0294	-0.0002	-0.0001	0.48	18.0900	0.1800	0.1120	0.0815	0.0815	
11PT. Sunson Textile Manufacturer Tbk.	0.80	-0.1313	-0.0073	-0.0044	0.40	8.4300	0.0843	0.0580	0.0233	0.0188	
12PT. Apac Cententex Corporation Tbk.	0.49	-0.4500	-0.0045	-0.0022	0.51	13.8400	0.1384	0.0888	0.0486	0.0474	
19PT. Pearson Industri Utama Tbk.	0.68	0.4290	0.0043	0.0028	0.32	17.0000	0.1700	0.1180	0.0380	0.0408	
14PT. Karwell Indonesia Tbk.	0.54	-0.1250	-0.0013	-0.0007	0.48	13.3800	0.1138	0.0797	0.0280	0.0380	
19PT. Pamarnindo Asse Infrastructure Tbk.	0.92	-0.2187	-0.0022	-0.0011	0.50	13.4800	0.1348	0.0844	0.0472	0.0481	
19PT. Ricky Pyra Globalindo Tbk.	0.51	-0.7578	-0.0078	-0.0038	0.48	14.9228	0.1182	0.0828	0.0408	0.0297	
17PT. Saras Mangraha Tbk	0.80	-0.3027	-0.0031	-0.0018	0.50	8.7480	0.0875	0.0612	0.0308	0.0291	
19PT. Surya Durnal Industri Tbk.	0.38	-0.1428	-0.0014	-0.0008	0.81	15.5900	0.1558	0.1081	0.0683	0.0657	
19PT. Bumi Aca Jaya Tbk	0.64	-0.0488	-0.0008	-0.0002	0.48	9.7800	0.0878	0.0685	0.0315	0.0312	
20PT. Unggul Indah Cahaya Tbk.	0.80	-0.0307	-0.0004	-0.0002	0.50	8.1800	0.0818	0.0573	0.0286	0.0288	
21PT. Duta Permai Nusantara Tbk.	0.88	-0.4500	-0.0048	-0.0040	0.11	4.8080	0.0481	0.0244	0.0038	-0.0002	
22PT. Asiaplasti Industries Tbk.	0.00	-0.4444	-0.0044	0.0000	1.00	14.3750	0.1438	0.1088	0.1004	0.1004	
22PT. Dynaplasti Tbk.	0.72	0.7347	0.0078	0.0063	0.28	8.2800	0.0828	0.0438	0.0124	0.0177	
24PT. Langgeng Akakmur Plastic Industry Ltd. Tbk.	0.63	-0.5500	-0.0055	-0.0028	0.47	11.4028	0.1140	0.0798	0.0270	0.0345	
25PT. Alumindo Lijon Metal Industry Tbk.	0.51	-0.6031	-0.0061	-0.0037	0.38	5.5200	0.0550	0.0388	0.0151	0.0114	
28PT. Jabarta Kroyal Shell Works Limited Tbk.	0.37	-0.4000	-0.0040	-0.0015	0.68	1.3000	0.0130	0.0091	0.0057	0.0042	
27PT. Jaya Pat Steel Tbk.	0.80	0.4444	0.0044	0.0022	0.50	18.0000	0.1800	0.1380	0.0885	0.0887	
28PT. Lion Metal Works Tbk.	0.68	0.2500	0.0028	0.0022	0.11	8.3000	0.0830	0.0581	0.0288	0.0288	
29PT. Keching Indah Can Tbk.	0.73	0.0833	0.0008	0.0008	0.27	9.0900	0.0908	0.0638	0.0174	0.0180	
30PT. Imikaserik Almahars Industri Tbk.	0.64	-0.1304	-0.0013	-0.0007	0.48	14.2870	0.1428	0.1000	0.0468	0.0448	
31PT. Astra Intemasional Tbk.	0.67	0.6800	0.0068	0.0038	0.43	14.8200	0.1482	0.1037	0.0445	0.0486	
32PT. Barita Milla Tbk.	0.58	-0.1428	-0.0014	-0.0007	0.50	8.7110	0.0871	0.0478	0.0225	0.0228	
33PT. Lippo Enterprises Tbk. (Kuln Prima Sejahtera)	0.73	-0.2000	-0.0020	-0.0015	0.27	12.5000	0.1250	0.0875	0.0227	0.0222	
34PT. Prima Alloy Steel Tbk.	0.55	-0.1298	-0.0013	-0.0007	0.48	7.8000	0.0780	0.0588	0.0282	0.0244	
35PT. Sejahtera Sampurna Tbk.	0.71	-0.1844	-0.0018	-0.0014	0.28	17.9125	0.1781	0.1247	0.0288	0.0345	
36PT. Musika Ratu Tbk.	0.85	-0.7120	-0.0071	-0.0061	0.18	12.5750	0.1258	0.0880	0.0132	0.0071	

NO	NAMA PERUSAHAAN	2003													
		W. SHAM	R. SHAM	%R	AGGR	W. UTANG	BUNGA	%bunga	bg X70%	AKSIAN	WACC				
19PT	Adels Alinda Purnasella Tbk	0.95	0.4138	0.0041	0.0027	0.3464	2.38	0.0238	0.0165	0.0063	0.0094				
20PT	Cahaya Kalbar Tbk.	0.82	-0.0478	-0.0004	-0.0003	0.1841	5.47	0.0547	0.0393	0.0078	0.0087				
31PT	Prasidha Aneka Niaga Tbk.	0.40	-0.1200	-0.0112	-0.0105	0.8015	5.42	0.0543	0.0380	0.0228	0.0224				
41PT	Sehar Laut Tbk	0.20	-0.1260	-0.0113	-0.0102	0.8207	17.78	0.1778	0.1243	0.0685	0.0983				
51PT	Siantar Top Tbk.	0.71	-0.2041	-0.0029	-0.0021	0.2886	1.50	0.0160	0.0105	0.0030	0.0089				
61PT	P.T. Utziljaya Milk Industry & Trading Company Tbk.	0.07	-0.2174	-0.0028	-0.0014	0.3302	10.34	0.1034	0.0724	0.0241	0.0227				
71PT	Guandong Garum Tbk.	0.03	0.7215	0.0073	0.0048	0.3873	12.10	0.1210	0.0647	0.0341	0.0387				
81PT	Harlaya Mandala Sampoerna Tbk.	0.71	0.5071	0.0030	0.0023	0.2918	12.74	0.1271	0.0840	0.0268	0.0280				
91PT	Century Textile Industry (CENTEX) Tbk.	0.60	-0.8408	-0.0084	-0.0085	0.3088	1.73	0.0173	0.0121	0.0037	-0.0028				
10PT	Parasa Industry Tbk	0.54	0.3750	0.0038	0.0020	0.4809	2.87	0.0287	0.0204	0.0062	0.0116				
11PT	Sunton Textile Manufacturer Tbk	0.81	0.6471	0.0085	0.0040	0.3880	8.88	0.0888	0.0808	0.0235	0.0274				
12PT	Apa Centex Corporation Tbk	0.59	0.6809	0.0086	0.0004	0.4249	8.87	0.0887	0.0821	0.0294	0.0288				
13PT	Harrison Industri Utama Tbk.	0.88	-0.7000	-0.0070	-0.0048	0.3183	17.00	0.1700	0.1180	0.0380	0.0332				
14PT	Karwell Indonesia Tbk.	0.53	0.1714	0.0017	0.0008	0.4728	11.28	0.1128	0.0790	0.0273	0.0382				
15PT	Primerindo Asia Infrastructure Tbk.	0.90	0.0900	0.0000	0.0000	0.5000	13.48	0.1348	0.0944	0.0472	0.0472				
16PT	Ricky Pura Globalindo Tbk.	0.52	1.7500	0.0175	0.0030	0.4828	12.38	0.1238	0.0867	0.0419	0.0509				
17PT	Sarasa Nugraha Tbk.	0.50	2.0000	0.0200	0.0100	0.5000	8.75	0.0875	0.0812	0.0300	0.0408				
18PT	Surya Durnai Industri Tbk.	-0.31	4.8231	0.0482	-0.0163	1.3107	15.18	0.1518	0.1063	0.1383	0.1340				
19PT	Budi Acid Jaya Tbk.	0.55	0.0628	0.0005	0.0003	0.4804	8.87	0.0881	0.0924	0.0281	0.0284				
20PT	Vinggul Indah Cahaya Tbk.	0.50	1.2222	0.0122	0.0091	0.5000	8.18	0.0818	0.0573	0.0286	0.0347				
21PT	Dia Perlay Mestaram Tbk.	0.50	-0.0208	-0.0002	-0.0001	0.5000	4.01	0.0401	0.0344	0.0172	0.0174				
22PT	Asipplasi Industri Tbk.	0.50	0.7600	0.0075	0.0038	0.5000	14.38	0.1438	0.1008	0.0503	0.0541				
23PT	Dynalasa Tbk.	0.80	0.8085	0.0081	0.0068	0.3088	8.28	0.0828	0.0438	0.0135	0.0181				
24PT	Lampeng Makmur Plastic Industry Ltd. Tbk.	0.51	0.1111	0.0011	0.0006	0.4938	5.38	0.0538	0.0377	0.0188	0.0182				
25PT	Alumindo Light Metal Industry Tbk.	0.50	0.3871	0.0038	0.0019	0.5000	5.50	0.0550	0.0385	0.0183	0.0212				
26PT	Jakarta Kyoceri Shell Works Limited Tbk.	0.38	1.8887	0.0187	0.0068	0.8507	1.30	0.0130	0.0081	0.0035	0.0117				
27PT	Jaya Puri Steel Tbk.	0.78	2.0385	0.0204	0.0165	0.2373	19.00	0.1900	0.1300	0.0318	0.0471				
28PT	Lion Metal Works Tbk.	0.88	0.1833	0.0013	0.0012	0.1207	10.25	0.1025	0.0718	0.0087	0.0088				
29PT	Medburg Indah Can Tbk.	0.73	-0.3848	-0.0038	-0.0028	0.2888	10.13	0.1013	0.0704	0.0191	0.0162				
30PT	Inikarantik Alabassi Industri Tbk.	0.53	0.0000	0.0000	0.0000	0.4883	14.24	0.1421	0.0685	0.0464	0.0464				
31PT	Asia International Tbk.	0.58	0.7084	0.0071	0.0047	0.3385	11.88	0.1188	0.0818	0.0278	0.0322				
32PT	Branta Mulia Tbk.	0.50	1.1111	0.0111	0.0058	0.5000	8.71	0.0871	0.0470	0.0235	0.0280				
33PT	Lippo Enterprises Tbk. (Muti Prima Selamery)	0.73	0.0838	0.0008	0.0005	0.2701	18.13	0.1813	0.1288	0.0342	0.0348				
34PT	Prima Alloy Steel Tbk.	0.54	0.2788	0.0028	0.0018	0.4085	7.90	0.0790	0.0553	0.0228	0.0242				
35PT	Selamat Sembuma Tbk.	0.63	-0.8172	-0.0082	-0.0051	0.3730	11.25	0.1125	0.0788	0.0284	0.0243				
36PT	Musika Ratu Tbk.	0.93	0.2089	0.0021	0.0018	0.1485	15.90	0.1500	0.1050	0.0158	0.0174				

NO	NAMA PERUSAHAAN	2004									
		W. SAHAM	R. SAHAM	MR	AQUAS	W. UTANG	BUNGA	%bunga	big x70%	ANXIAN	WACC
1PT.	Adeq Alirindo Purasella Tbk	0.548387	1.276	0.1275	0.001880	0.453838	2.38	0.0236	0.182	0.007484	0.020244
2PT.	Cahaya Kalbar Tbk	0.772241	0.362804	0.003838	0.002808	0.227756	8.47	0.0947	0.0383	0.008721	0.012887
3PT.	Predhia Aneka Naga Tbk.	0.400897	-0.046444	-0.000454	-0.001841	0.568718	0.43	0.0643	0.0450	0.028782	0.028367
4PT.	Sekar Lada Tbk.	0.180248	0.286744	0.002874	0.000534	0.313064	17.78	0.1778	0.1243	0.301184	0.104018
5PT.	Sunter Top Tbk.	0.785487	-0.027027	-0.000703	-0.000204	0.244563	1.80	0.0150	0.002668	0.002298	
6PT.	PT. Uluwatu Milk Industry & Trading Co Bk.	0.728172	-0.055858	-0.000656	-0.000403	0.273822	10.24	0.1034	0.0724	0.01882	0.018284
7PT.	Glunda Garin Tbk.	0.710404	-0.010848	-0.000100	-7.778E-05	0.288006	9.86	0.0805	0.0887	0.02017	0.020080
8PT.	Harjaya Mandala Sampoerna Tbk.	0.044204	0.488035	0.000444	0.000131	0.385785	9.58	0.0868	0.0670	0.023447	0.028107
9PT.	Century Textile Industry (CENTEX) Tbk.	0.093085	0.044444	0.000444	0.000288	0.338001	1.54	0.0181	0.0108	0.00386	0.004004
10PT.	Parasa Indosyntex Tbk.	0.570828	0.818181	0.008181	0.004088	0.428374	2.48	0.0246	0.0172	0.007364	0.015648
11PT.	Bunson Textile Manufacturing Tbk.	0.893393	0.071428	0.000744	0.000423	0.408807	8.88	0.0859	0.0607	0.02441	0.025106
12PT.	Aege Cement Corporation Tbk.	0.867061	-0.288284	-0.002882	-0.001319	0.442846	10.72	0.1072	0.0750	0.030223	0.030070
13PT.	Harson Industri Utama Tbk.	0.082286	1.383838	0.013383	0.008808	0.347784	17.00	0.1700	0.1490	0.041384	0.054712
14PT.	Kanwei Indonesia Tbk.	0.818867	0.012345	0.000123	0.418E-06	0.480145	11.24	0.1124	0.0787	0.03778	0.037803
15PT.	Primarindo Asia Infrastructure Tbk.	0.220433	0.007	0.0000	2.288E-08	0.773538	13.48	0.1348	0.0944	0.07281	0.073008
16PT.	Ricky Putra Globalindo Tbk.	0.791852	2.888888	0.028888	0.018827	0.288045	27.28	0.2728	0.1804	0.038885	0.060534
17PT.	Sarasa Nugraha Tbk.	0	-0.884210	-0.008421	-0.003421	0.5	8.78	0.0875	0.0612	0.030824	0.027781
18PT.	Sarna Dama Indosat Tbk.	0.414132	-0.029874	-0.000298	-0.000107	0.588888	15.18	0.1518	0.1082	0.082254	0.081804
19PT.	Bumi Dama Indosat Tbk.	0.688874	0.047818	0.000478	0.000273	0.430028	14.87	0.1487	0.0853	0.03874	0.038712
20PT.	Unggul Indah Cahaya Tbk.	0.028404	-0.188288	-0.001882	-0.001087	0.371882	8.18	0.0818	0.0572	0.021278	0.018427
21PT.	Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	0.8	3.188888	0.031888	0.015833	0.6	4.91	0.0491	0.0348	0.017182	0.018842
22PT.	Asuransi Industri Tbk.	0.848888	0.0001	0.000001	0.434E-07	0.384733	18.00	0.1800	0.1280	0.044888	0.0448874
23PT.	Dyapasar Tbk.	0.882848	0.283187	0.002831	0.001778	0.347285	6.03	0.0603	0.0422	0.014887	0.017284
24PT.	Lampung Makmur Plastic Industry Ltd Tbk.	0.80218	0.7	0.007	0.000514	0.487885	3.64	0.0364	0.0248	0.01234	0.018312
25PT.	Alumindo Light Metal Industry Tbk.	0.6	1.022272	0.010222	0.005138	0.5	6.60	0.0660	0.0368	0.01808	0.028472
26PT.	Jakarta Kybel Steel Works Limited Tbk.	0.313088	0.688	0.00888	0.001888	0.688008	1.30	0.0130	0.0094	0.008243	0.018487
27PT.	Jaya Perti Steel Tbk.	0.547822	1.195122	0.011951	0.005112	0.452878	18.00	0.1800	0.1380	0.080208	0.072184
28PT.	Lion Metal Works Tbk.	0.848082	1.128	0.01128	0.008487	0.614884	5.28	0.0528	0.0378	0.008873	0.018824
29PT.	Kedung Indah Can Tbk.	0.888003	-0.028	-0.00028	-0.000178	0.3142	10.58	0.1058	0.0732	0.02316	0.023887
30PT.	Injineramik Alurment Industri Tbk.	0.583723	0.28	0.0028	0.001304	0.498228	18.50	0.1850	0.1350	0.08304	0.083481
31PT.	Asia Injamerical Tbk.	0.688408	0.882428	0.008428	0.005887	0.331858	18.38	0.1838	0.1447	0.038061	0.0488748
32PT.	Branca Mula Tbk.	0.870847	-0.187847	-0.001878	-0.001082	0.328145	8.02	0.0802	0.0602	0.018884	0.0178817
33PT.	Lippo Enterprises Tbk. (Lippo Pina Sjahtera)	0.702801	0.307872	0.003078	0.002182	0.287888	18.13	0.1813	0.1288	0.03738	0.048844
34PT.	Pina Alloy Steel Tbk.	0.583125	1.888888	0.018888	0.008788	0.418888	8.38	0.0838	0.0588	0.024305	0.0410812
35PT.	Selamat Sentawana Tbk.	0.228578	0.084388	0.000434	0.000884	0.273428	7.00	0.0700	0.0480	0.013888	0.018412
36PT.	Mandala Ratu Tbk.	0.802854	0.0001	0.000001	0.888E-07	0.137184	14.00	0.1400	0.0980	0.013442	0.0134431

NO	NAMA PERUSAHAAN	TU	CRANE	LOP/PODA	WITANO	SAHAB	BONGA
131	PT. ANUGRAHA CINDA SANGRIA Tbk	101.00	11.124	287.03	0.12	1.14	6.56
132	PT. CEMAJA KERTAS Tbk	64.792	28.637	414.01	0.13	1.42	1.04
133	PT. PONDASARAYA NASIPA Tbk	130.018	60.303	346.03	0.12	1.43	1.43
134	PT. PONTASILA Tbk	407.945	6.122	50.44	0.13	1.04	19.26
135	PT. PONTASILA Tbk	423.424	240.207	6.122	1.27	1.11	1.11
136	PT. PT. CUMIANGKA KARYA A LINDY A LINDY GROUP Tbk	220.634	10.071	107.17	1.35	1.11	1.11
137	PT. PUNGGUNG KUNCI Tbk	4.133.182	12.841.05	19.12.21	0.10	1.11	1.11
138	PT. RAJAPALAKSA GEMASARAYA Tbk	4.132.153	2.514.426	12.02.20	0.08	1.14	1.43
139	PT. RENDY TEKNO LINDY (RNL) Tbk	61.020	101.933	107.17	0.10	1.01	1.01
140	PT. RENDY TEKNO LINDY (RNL) Tbk	27.129	2.224.426	4.08.415	0.44	0.02	1.11
141	PT. RUMOH TONGKONG Tbk	627.621	71.637	1.14.18	1.44	1.11	1.11
142	PT. SAMPUR TONGKONG (SAMPUR) Tbk	1.021.142	2.467.042	1.41.14	1.01	1.11	1.11
143	PT. APAC CONTAINER CRANES Tbk	101.129	141.626	1.41.14	1.01	1.11	1.11
144	PT. HANSEL TECH INFRATEK Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
145	PT. GIGAWATT TEKNOLOGI Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
146	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
147	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
148	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
149	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
150	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
151	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
152	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
153	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
154	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
155	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
156	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
157	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
158	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
159	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
160	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
161	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
162	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
163	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
164	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
165	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
166	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
167	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
168	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
169	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
170	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
171	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
172	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
173	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
174	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
175	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
176	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
177	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
178	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
179	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
180	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
181	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
182	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
183	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
184	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
185	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
186	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
187	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
188	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
189	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
190	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
191	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
192	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
193	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
194	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
195	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
196	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
197	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
198	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
199	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11
200	PT. HINDIA ASA PERKORAN Tbk	101.129	1.125	1.12.04	1.01	1.11	1.11

NO	NAMA PERUSAHAAN	2001						
		TU	MODAL	TU/MODAL	W. UTANG	W. SAHAM	BUNGA	
1PT.	Adas Alindo Putekelia Tbk	127.873	207.369	335.231	0.36	0.67	4.59	
2PT.	Caraya Kertas Tbk.	87.030	304.291	391.321	0.22	0.72	7.13	
3PT.	Prasidm Aneka Negeri Tbk.	1.530.695	474.491	2.014.076	0.76	0.24	12.804	
4PT.	Bekraf Lulu Tbk.	116.236	127.803	643.742	0.86	0.20	19.18	
5PT.	SEANTIK TOP Tbk.	108.006	404.000	599.090	0.26	0.73	1.6	
6PT.	PT. UMIROYA Milk Industry & Trading Com Tbk.	403.272	870.601	1.424.373	0.32	0.68	10.34	
7PT.	Gadang Garban Tbk.	5.249.302	13.448.124	18.698.056	0.28	0.72	13.72	
8PT.	Haraya Mandiri Sampurna Tbk.	5.309.073	8.470.640	14.779.813	0.36	0.64	15.83	
9PT.	Carling Tactile Industry (CENTEX) Tbk.	80.265	246.046	326.300	0.25	0.75	1.513	
10PT.	Panasia Indosyntec Tbk.	2.133.063	2.300.300	4.433.863	0.48	0.52	19	
11PT.	Sunson Textile Manufacturer Tbk.	506.604	817.288	1.323.776	0.41	0.59	9.28	
12PT.	Apac Cement Corporation Tbk.	2.704.832	2.680.431	5.385.063	0.50	0.50	13.84	
13PT.	Harmon Industri Utama Tbk.	340.258	875.816	1.422.073	0.52	0.48	17	
14PT.	Karnival Indonesia Tbk.	425.344	500.208	926.652	0.46	0.54	12.081	
15PT.	Petrindo Asia Infrastructure Tbk.	13.48	13.48	27	0.60	0.60	13.48	
16PT.	Ricky Pura Gobelindo Tbk.	278.631	293.025	671.808	0.46	0.51	8.42	
17PT.	Sarnes Nugraha Tbk.	87.495	87.495	174.992	0.60	0.60	87.495	
18PT.	Surya Dumai Industri Tbk.	1.884.715	1.449.408	3.434.123	0.58	0.42	19	
19PT.	Budi Acid Jaya Tbk.	608.704	1.002.893	1.872.757	0.46	0.54	10.89	
20PT.	UNPAD Indah Caraya Tbk.	8.18	8.18	16	0.50	0.50	8.18	
21PT.	Duta Perbat Nusantara Tbk.	21.221	131.818	182.850	0.14	0.86	4.8	
22PT.	Asiplate Industri Tbk.	74.861	233.600	308.461	0.24	0.76	19	
23PT.	Dynaplast Tbk.	228.406	480.990	710.186	0.32	0.68	12.525	
24PT.	Laryngend Makmur Plastic Industry Ltd. Tbk.	435.000	625.010	660.990	0.46	0.54	8.63	
25PT.	Allurindo LGM Metal Industry Tbk.	888.063	1.049.037	1.737.120	0.40	0.60	10.11	
26PT.	Jakarta Kycel Shell Worka Limited Tbk.	802.044	403.827	1.318.471	0.69	0.35	1.3	
27PT.	Jaya Pan Steel Tbk.	19	19	38	0.50	0.50	19	
28PT.	Lion Metal Works Tbk.	14.348	100.082	114.431	0.13	0.87	6.82	
29PT.	Kedlung Indah Cera Tbk.	83.460	245.942	309.402	0.28	0.72	5.65	
30PT.	Indikemant Alimant Industri Tbk.	1.079.808	823.875	2.000.287	0.54	0.46	12.708	
31PT.	Astra Infasional Tbk.	24.009.720	28.573.545	50.580.265	0.47	0.53	11.542	
32PT.	Berita Mula Tbk.	8.714	8.711	13	0.50	0.50	8.714	
33PT.	Uproo Entreprens Tbk. (Mual Prima Segitama)	83.065	68.380	119.415	0.44	0.56	12.6	
34PT.	Prima Alky Steel Tbk.	907.126	829.463	1.029.581	0.49	0.51	8.38	
35PT.	Selamat Sampurna Tbk.	335.816	687.043	602.602	0.26	0.74	17.9375	
36PT.	Mustika Ratu Tbk.	45.982	226.031	341.013	0.13	0.87	13.1	

NO	NAMA PERUSAHAAN	TU	MODAL	2002		W. UTANG	W. SANJAM	BURUQA
				TU+MODAL	W. UTANG			
1PT.	Adels Alinda Prasasti Tbk	120.048	288.917	388.953	0.31	0.88	3.4	
2PT.	Cahaya Kalbar Tbk	73.430	300.442	373.872	0.20	0.80	5.47	
3PT.	Prasidha Anaka Naga Tbk.	1.305.427	353.657	2.158.984	0.84	0.16	12.29	
4PT.	Selanjur Laut Tbk.	467.241	120.638	487.880	0.78	0.21	15.18	
5PT.	Silimar Top Tbk.	201.135	470.452	671.587	0.30	0.70	1.5	
6PT.	P.T. Udayaya Milk Industry & Trading Comp Tbk	482.338	1.018.073	1.510.411	0.33	0.67	10.34	
7PT.	Gudang Garam Tbk.	5.743.002	15.452.708	21.185.708	0.27	0.73	11.8	
8PT.	Haraya Manda Sampurna Tbk.	4.818.181	8.817.074	14.433.256	0.32	0.68	14.875	
9PT.	Century Textile Industry (CENTEX) Tbk.	117.485	283.004	380.489	0.31	0.69	1.725	
10PT.	Pertasi Indonesia Tbk.	1.708.935	2.010.353	3.718.988	0.48	0.54	16	
11PT.	Surston Textile Manufacturer Tbk.	\$30.508	811.518	1.342.027	0.40	0.60	9.434	
12PT.	Apac Centex Corporation Tbk.	2.818.388	2.987.344	5.903.733	0.57	0.43	13.84	
13PT.	Hanson Industri Utama Tbk.	305.098	658.323	924.422	0.32	0.68	17	
14PT.	Karned Indonesia Tbk.	418.025	481.824	910.849	0.45	0.54	11.38	
15PT.	Pramindo Asia Infrastructure Tbk.	18.48	13.48	37	0.50	0.50	13.48	
16PT.	Ricky Putra Globalindo Tbk.	281.082	280.789	\$11.818	0.48	0.51	11.8225	
17PT.	Sarasa Ngraha Tbk.	87.488	87.488	174.982	0.50	0.50	87.488	
18PT.	Surya Dumi Industri Tbk.	2.135.873	1.379.331	3.514.904	0.64	0.39	15.58	
19PT.	Budi Acid Jaya Tbk.	782.894	931.300	1.724.894	0.45	0.54	8.78	
20PT.	Unsoed Indah Cahaya Tbk.	8.18	8.18	16	0.50	0.50	8.18	
21PT.	Duta Permai Nusantara Tbk.	15.714	125.804	141.318	0.11	0.89	4.808	
22PT.	Asasri Industri Tbk.	135.908	282.217	138.190	1.00	0.00	14.375	
23PT.	Dynalind Tbk.	208.081	\$28.788	734.857	0.28	0.72	8.28	
24PT.	Langgeng Makmur Plastic Industry Ltd. Tbk.	451.478	\$04.312	855.788	0.47	0.53	11.4025	
25PT.	Alumindo Light Metal Industry Tbk.	828.881	976.142	1.605.823	0.58	0.41	6.8	
26PT.	Jakarta Kyudai Steel Works Limited Tbk.	801.884	638.018	1.438.702	0.55	0.45	1.3	
27PT.	Jaya Pari Steel Tbk.	18	18	36	0.50	0.50	18	
28PT.	Lion Metal Works Tbk.	13.757	108.283	122.030	0.11	0.89	8.3	
29PT.	Kedung Indah Can Tbk.	75.286	202.958	278.221	0.27	0.73	9.06	
30PT.	hilleramik Almasri Industri Tbk.	688.244	812.184	1.482.402	0.48	0.54	14.287	
31PT.	Astra Internasional Tbk.	18.087.044	28.138.806	45.872.848	0.43	0.57	14.82	
32PT.	Branisa Nuka Tbk.	6.711	8.711	13	0.50	0.50	8.711	
33PT.	Lippo Enterprises Tbk. (Nakil Prima Sejahtera)	49.100	124.340	170.440	0.27	0.73	12.5	
34PT.	Prima Alloy Steel Tbk.	252.884	303.102	555.986	0.45	0.55	7.8	
35PT.	Selamat Sempurna Tbk.	285.818	663.821	919.546	0.28	0.71	17.8125	
36PT.	Musika Rindu Tbk.	51.385	291.349	342.938	0.15	0.85	12.979	

NO	NAMA PERUSAHAAN	TU	MOBAL	TU+MOBAL	WUTANG	W.SAHAM	BUNGA
1PT.	Ades Alindo Putresetia Tbk	85.500.000	102.877.000	188.477.000	0,45	0,56	2,26
2PT.	Cahaya Kalbar Tbk	85.789.880	290.884.370	376.644.250	0,23	0,77	5,47
3PT.	Prasidra Anika Meng Tbk	263.838.810	178.844.380	443.684.170	0,80	0,40	8,43
4PT.	Selbar Laut Tbk	480.502.180	112.330.290	602.838.390	0,83	0,19	17,78
5PT.	Selbar Top Tbk	152.214.080	470.127.180	622.391.290	0,24	0,76	10,34
6PT.	PT. Ultralaya Milk Industry & Trading Coon Tbk	480.301.660	1.300.298.690	1.780.541.820	0,27	0,73	9,95
7PT.	Gudang Garam Tbk	8.384.091	20.581.388	28.965.450	0,28	0,72	9,95
8PT.	Haraya Marinda Samporna Tbk	6.389.438	11.583.285	17.949.733	0,38	0,64	9,878
9PT.	Century Textile Industry (CENTEX) Tbk	113.874.000	225.142.000	338.119.000	0,34	0,66	1,613
10PT.	Parasia Indesotec Tbk	827.848.010	1.113.478.480	1.951.327.500	0,43	0,57	2,45
11PT.	Sunson Textile Manufacturer Tbk	403.074.940	823.885.370	1.558.870.310	0,41	0,59	8,58
12PT.	Apac Centerton Corporation Tbk	2.048.499.110	2.870.147.880	4.824.816.780	0,44	0,56	10,715
13PT.	Harsan Industri Utama Tbk	980.338.810	713.330.440	1.088.889.050	0,35	0,65	1,7
14PT.	Kanwell Indonesia Tbk	475.880.000	514.998.000	990.888.000	0,48	0,52	11,24
15PT.	Pinarindo Asa Infrastructure Tbk	276.130.210	80.841.080	356.971.290	0,77	0,23	13,48
16PT.	Ridky Putra Globalindo Tbk	78.120.180	287.378.880	375.498.830	0,21	0,79	27,29
17PT.	Sarasa Nugraha Tbk	87.428	87.428	174.852	0,58	0,50	87,898
18PT.	Surya Durnal Industri Tbk	1.051.140.870	771.289.870	1.882.434.340	0,58	0,41	16,18
19PT.	Budi Aard Jaya Tbk	710.731.000	940.888.000	1.651.599.000	0,43	0,57	11,885
20PT.	Unggul Indah Cahaya Tbk	1.552.282.780	2.705.498.470	4.305.201.290	0,37	0,63	8,18
21PT.	Duta Perkat Nusantara Tbk	4.908	4.908	10	0,50	0,50	4,908
22PT.	Asiaplast Industries Tbk	180.819.830	306.087.840	478.007.170	0,38	0,62	1,8
23PT.	Dynoplast Tbk	530.844.040	908.117.710	1.528.081.750	0,36	0,64	6,07
24PT.	Langgeng Makmur Plastik Industry Ltd. Tbk	504.816.980	509.105.220	1.019.821.600	0,50	0,50	3,58
25PT.	Alumindo Lion Metal Industry Tbk	68	5,5	1,8	0,50	0,50	5,5
26PT.	Juwata Kyocel Steel Works Limited Tbk	875.505.050	308.187.470	884.992.520	0,69	0,31	1,9
27PT.	Jaya Part Steel Tbk	115.289.880	139.370.070	264.839.900	0,48	0,52	5,28
28PT.	Lion Metal Works Tbk	28.192.700	148.703.430	172.888.130	0,15	0,85	1,9
29PT.	Kedung Indah Can Tbk	77.847.800	180.917.580	247.795.380	0,31	0,69	10,62
30PT.	Indoharlik Alumnus Industri Tbk	636.240.630	761.312.470	1.407.558.100	0,47	0,53	18,5
31PT.	Asira Internasional Tbk	19.425.440.000	39.145.053.000	58.570.483.000	0,33	0,67	18,30
32PT.	Berita Mula Tbk	838.159.880	1.710.382.180	2.549.512.170	0,33	0,67	8,82
33PT.	Lippo Entalpises Tbk (Mull Prima Selaterra)	54.728.820	128.172.670	183.901.590	0,30	0,70	18,128
34PT.	Prima Alloy Steel Tbk	313.248.450	438.200.780	751.447.240	0,42	0,58	8,38
35PT.	Selamat Sembawa Tbk	244.088.180	680.820.140	888.888.300	0,27	0,73	7
36PT.	Maulika Ratu Tbk	49.803.020	284.418.330	341.218.350	0,14	0,86	1,8

Theoretical Mapping

No	Nama	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil
1	Michael C Jensen and William H Meckling (1976)	Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure	Manager maximum utility, investment outlay, Value of The firm, Inside equity, Outside Equity, Debt	Fungsi utilitas Fungsi Value of The Firm	Perusahaan yang telah go public merupakan hal yang menarik bagi jutaan orang dan manajer harus memperhatikan kesejahteraan mereka berdasarkan hubungan yang kompleks dengan hak dari peserta. Peningkatan pertumbuhan perusahaan sesuai dengan nilai pasarnya akan memunculkan agency cost
2	Eugene F Fama (1980)	Agency Problems and the Theory of the Firm	Expected value of manager marginal product, wage, separation on security ownership and control	Fungsi Manajerial dan Fungsi dan Risk bearing dan ownership of capital	Perubahan umum dari salah satu penyelamatan perusahaan modern yang besar adalah penyesuaian antara kepemilikan dan pengawasan. Perbaikan upah manajer yang sesuai dengan kinerjanya mengatasi masalah pemisahan antara kepemilikan dan pengawasan
3	Chaire E O'neiley and Robert S Hansen (1987)	A Test of The Agency Theory of Managerial Owners, Corp Leverage, & Corp Dividends	Ownership, Lev, Dividend, Earning Volatility, SD of ROR, Advertising & R & D, Firm Size	ordinary Least Squares Parameter Analysis	Penemuan ini mendukung penjelasan Agency Theory bagaimana manajer perusahaan menentukan kepemilikan sahamnya, tingkat hutang perusahaan dan dividen perusahaan
4	Randall Morck, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny (1988)	Management Ownership and Market Valuation	Tobin Q, Rand D, Advertising, Long Term debt, Replacement Cost, Board Size	Linear ordinary Least Squares regressions	Ditemukan hubungan non monotonic yang signifikan. Peningkatan kepemilikan manajerial mengakibatkan tobin Q mula-mula naik kemudian turun dan naik kembali
5	Mark Hirschley and Janis K Zarna (1989)	Insider Trading, Ownership structure, and the Market Assessment of Corp Sell-off	Abnormal return, self off, closely firm, ownership structure	Regression, statistical test	Hasil penelitian ini mendukung hipotesis bahwa pasar menyelaksa informasi baik dan buruk dari keputusan self-off yang dibuat sendiri-tidaknyanya yang berdasarkan pada aktivitas insider trading dan ownership structure

Ditanyakan...

lanjutan

No	Nama	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil
5	Rama Swami Anjali and Johnathan B Welch (1989)	Agent, Owners, Control and Performance	Stock market return, risk premium, Return on Assets, Return on equity, total assets, R&D, Net sales, Advertising, ownership	Regression	Nilai saham efisien dalam menilai kinerja perusahaan dengan kepemilikan tertentu atau menyebar. Jika pengawasan efektif bisa dinilai hanya pada kepemilikan mayoritas maka tidak ada bukti perbedaan kinerja karena cost of agency antara kepemilikan mayoritas dengan menyebar. Nilai perusahaan tidak perlu dimaksimalkan melalui kepemilikan mayoritas.
7	Jonathan Baskin (1989)	Empirical Test of Capital Structure (An Empirical Investigation of Peck Order H)	ROE, ROA, Dividend, Debt, Assets, Size	Regression	Utang berpengaruh positif dengan pertumbuhan di masa lalu dan berlawanan dengan keuntungan di masa lalu. Tambahan pula perusahaan dengan pembayaran dividen yang lebih besar di masa lalu cenderung meminum lebih.
8	Merton Miller (1991)	Leverage	Leverage payout, private and social cost of corporate leverage	Deskriptif analisis	Pemisahan-perusahaan di Amerika pada tahun 1980-an menggunakan leverage yang berlebihan. Leverage menimbulkan risiko sosial dan risiko perusahaan.
9	Milton Harris and Arthur Raviv (1991)	The Theory of Capital Structure	Investment, capital structure, Debt	Model based on Production-input Market Interaction, Model Based on Managerial Risk	Walapun banyak faktor potensial berkembang dan teori tetapi hanya sedikit "General Principles" yang terbukti. Pemulihan debt atau equity berdasarkan 4 sifat debt : Bankruptcy, cash flow to leverage equity, leverage increasing the manager ownership, nilai hutang relatif tidak sensitif terhadap perusahaan. Kepertilikan insider berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang dan dividen.
10	Gerald R Jensen, Donald P Solberg, and Thomas S Zorn (1992)	Simultaneous Determination of insider Ownership, Debt and Dividend Policy	Debt, Dividend, Insider, Business risk, Profitability, R&D, Fixed Assets, Growth, Investment, Size and Divisions	Three Stage Least Squares	Keperilikan insider berpengaruh dengan pengawasan perusahaan. Hasil mendukung pecking order theory yang menyatakan agency cost dan bankruptcy cost mempengaruhi keputusan pendanaan.

Dilanjutkan . . .

No	Nama	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil
11	Babala, Chenchuramiah; Meon, Kenneth P (1994)	Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective	Earning volatility, non debt tax shield, assets growth, institutional ownership, managerial ownership, debt ratio, size,	Two Stage Least Squares	Kepernikan institusi berhubungan negatif dengan tingkat hutang dan kepernikan manajer sehingga hasil penelitian ini mendukung bahwa kepernikan institusi memberikan pengawasan yang efektif terhadap agen dan membantu mengurangi agency cost. Tambahan pula ditemukan rasio hutang mempunyai hubungan terbalik dengan kepernikan manajer, biaya R&D dan Growth.
12	Emmett H Gruner and Lawrence A Gordon (1995)	Internal Cash Flow, Insider Ownership, and Capital Expenditures: A Test of Pecking Order and Managerial Hypotheses	Capital expenditure, internal cash flow, insider ownership, sales, capital intensive,	Bivariate and Multivariate Regression	Penggunaan internal cash flow untuk mendanai capital expenditure bukan disebabkan karena konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham lama tapi lebih merupakan konsekuensi dari asimetri informasi antara manajer dengan pemegang saham potensial
13	Lawrence G Goldberg and Todd L Larson (1995)	Executive Compensation and Agency Effect	Ownership of stockholder, size, ROR, Growth,	Regression	Terdapat agency effect yang signifikan pada pembayaran eksekutif dan efeknya kecil relatif pada assets perusahaan, dan terbesar pada hirarki eksekutif. Jadi agency effect berbeda secara signifikan antara perusahaan yang sahananya dimiliki manajer dan tidak
14	Philip G Berger, Eli Ofek and David L Yermack (1997)	Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision	CEO stock own, CEO option Own, Board size, Board composi, ROA, Composition size	Regression	Perusahaan dengan defisit leverage menghambat manajer memiliki saham dengan mengeluarkan hutang pada level tertentu
15	Eric Gedajlovic and Daniel M Shapiro (1998)	Management and Ownership Effect : Evidence From Five Country	Ownership concentrate, ROA, Diversification, Growth, Firm size, Industry effect, Year	Regression	Ditemukan hubungan negatif antara diversifikasi dan kinerja di Amerika, sama dengan di Inggris namun ditemukan juga hubungan yang signifikan antara diversifikasi dan kinerja di Prancis, Jerman dan Kanada.

Dijanjutkan ...

No	Nama	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil
16	Jay Dalrya, A Masdair Lonie and David M Power (1998)	Ownership Structure, Firm Perform and Top Exec Change	top manager Owner, ab return, ownership of other director, industri effect	Logit Regression	Struktur kepemilikan perusahaan memainkan peranan penting dalam menentukan keefektifan pengawasan internal manajer
17	Shivaram Rajgopal and Mohan Venkatchalam (1998)	The Role of Institutional in Corporate Governance	Total Assets, Net Sales, Net Receivables, Institution and Managerial Own, Size, Lev, Growth	Regression	Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan pernyataan bahwa institusi adalah investor tidak tetap dan konsisten dengan tata kelola perusahaan. Kepemilikan institusi berpengaruh negatif dengan peningkatan earning dan terbukti menyediakan fungsi monitoring.
18	Roger C Graham JR and Craig E Zefanowicz (1999)	Majority and Minority Ownership of Publicly Trade Firm	Parent Market Value, Subsidiary market value, Subsidiary equity, subsidiary net income, net assets	Regression	Hubungan antara penilaian anak perusahaan, nilai pemegang saham dan struktur kepemilikan adalah kompleks. Nilai anak perusahaan lebih tinggi dibandingkan dengan induknya relatif pada persentase kepemilikan.
19	Nikos Vafeas (1999)	The Nature of Board Nominating Commit & Their Role in Cor Gov	Insider ownership, Sales, Board Size	Logit Regression	Penggunaan sebuah comite nominasi berbantuan dengan karakteristik dari board. Komite nominasi tidak dapat mempengaruhi jumlah direktur luar yang sedikitkan oleh board
20	Sudha Krishnawani, Paul Spindl, Venkat Subraman (1999)	Information Asymetry, Monitoring & the Placement struct of Corp Debt	Firm size, Long Term Debt, Abnormal return, Depreciation	Regression	Peningkatan pengawasan dan peningkatan jaminan pada hutang privately membantu menurunkan biaya yang muncul karena konflik pemegang saham dengan kreditur
21	Rafael La Porta, Florencio L De Silanes & Andrei Shleifer (1999)	Corporal Ownership Around the World	Civil Law Origin, Strong Bank, Divident, Tax, GDP, Coruplender, Owners	Descrifit Statistic	Konsentrasi kepemilikan merupakan akibat dari perlindungan yang lemah dari kepemilikan saham minoritas.
22	Charles P Himmelberg, R Glenn Hubbard, Darius Palia (1999)	Understanding the Determinof Managerial Own & Link between own& perform	Tobin Q, Ownership, Firm size, Long Term Assets, risk, R&D,	Regression	Perusahaan memilih diantara mekanisme alternatif untuk meminimalkan agency cost.

dilanjutkan...

No	Nama	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil
23	Roman Inderst and Iliger M Muller (1999)	Ownership Concentration, Monitoring & the Agency cost of debt	Monitoring, Project size, Credit Decision, Ownership concentration	Profil function of creditor	Perusahaan dengan kepemilikan tersebar memiliki agency cost of debt yang lebih rendah dibanding kepemilikan terkonsentrasi
24	Stuart L Gillan, Laura T Stark (2000)	Corp Gov proposals and shareholder activism	Indiv inv, institution investor, Takeover related, cumulative Abnormal Return	Regression	Yoting yang dilakukan pemegang saham dan reaksi pasar saham tergantung pada isu yang dialamatkan oleh proposal sebagai identitas proposal sponsor
25	Yenky Nagar, Kathy Petroni and Daniel Wolfenzon (2000)	Ownership Structure and Firm Performance in Closely held Corporation	Ownership Structure, ROA, Size	Regression	Hasil penelitian mendukung kepemilikan menjadi mekanisme yang digunakan perusahaan tertutup untuk menurunkan konflik antar pemegang saham. Dilusi kepemilikan dapat merusak kinerja perusahaan publik besar dengan jumlah pemegang saham yang besar namun bermanfaat bagi perusahaan tertutup
26	Timothy J Branisford, Barry R Oliver, Sandra L H Pua (2000)	Theory and Evidence on The Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure	Share ownership, Debt to Equity Ratio, Size, SD EBIT, Growth, Free Cash Flow, Total Assets, Dividend	OLS Regression	Penelitian ini membuktikan pemegang saham eksternal berpengaruh positif signifikan dgn leverage & mendukung hipotesis active monitoring yaitu kepemilikan eksternal memiliki manfaat dan kemampuan memonitor manajemen, sehingga menurunkan managerial opportun dengan penentuan debt yang optimal
27	Charu G Raheja (2001)	The Interaction of Insider and Outsider	Cash flow, Bad project, CEO private benefit from bad pjic, Insider, outsider, cost of monitor	Function of insider and function of outsider	Perusahaan dengan proyek berbiaya rendah memiliki mekanisme monitoring efektif dari board. Senioritas manajemen berperan dalam pengawasan perusahaan. Insider senior dimotivasi menjadi CEO di masa depan
28	Sjin Classens, Simeon Djankov and Larry P Langs (2001)	The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations	Market value of Assets, Cash flow, control right	Descriptive Analysis	Pemisahan kepemilikan dan kontrol telah dikenal perusahaan keluarga dan kecil. Korea, Singapura dan Taiwan perusahaan besar yang dikontrol keluarga menunjukkan hambatan perusahaan kepemilikan dan kontrol. Lebih dari 2/3 perusahaan dikontrol satu pemegang saham. Perusahaan ini sangat jarang.

Ditanyakan ...

...
lanjutan

No	Nama	Judul	Variabel	Metode Analisis	Hasil
29	Campbell R Harvey, Karl V Lins, and Andrew H Roper (2002)	The Effect of Capital Structure When Expected Agency Cost are Extreme	Size, leverage, cash flow right, stock ownership	Structural equation Model	Pasar modal yang berkembang memiliki potensi masalah Agency yang kuat. Hutang melunakan penurunan nilai perusahaan yang melakukan pemisahan antara manajemen yang memiliki hak pengawasan dengan kepemilikan
30	Stuart L Gillian and Laura Starks (2002)	Institutional Investor, Corporate Ownership and Corporate Governance	Institutional Ownership, Size	Descriptive Analysis	Investor institusi menjadi pemain dominan di pasar modal dan pengaruhnya di dunia berkembang sering perkembangan sistem pensiun dan mereka berkembang di negara lain juga. Investor institusi memiliki potensi memainkan aturan penting dalam memonitor agency Problems yang muncul diantara pemegang saham lama dan manajer
31	Arun Khanna, Sakthi Mahenthiran, Roberto Curci (2005)	Managerial Ownership and Firm Value	Cost of goods sold, Firm size, Tobin Q, Managerial Ownership, Total Assets	Regression	Hasil penelitian ini kepemilikan manajer menjadi mempengaruhi dan memiliki hubungan signifikan dengan nilai perusahaan
32	Luh Gede Sri Arini	Pengaruh Kepemilikan Manajemen dan Pola Pendanaan serta Risiko terhadap Price Earning Ratio dan Economic Value Added Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta	Kepemilikan Manajemen, Pola Pendanaan, Risiko, Price Earning Ratio dan Economic Value Added	Path Analysis	Struktur Kepemilikan yang terjadi adalah kepemilikan yang terkonsentrasi pada institusi. Mekanisme kepemilikan yang terkonsentrasi ini mampu menciptakan nilai bagi perusahaan