

**STRUKTUR KEPEMILIKAN, NILAI PERUSAHAAN
DAN CORPORATE GOVERNANCE:
SUATU PERSPEKTIF KEAGENAN**



Pidato

**Disampaikan pada Penerimaan Jabatan Guru Besar
dalam bidang Ilmu Ekonomi Manajemen
pada Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga
di Surabaya pada hari Sabtu, tanggal 5 Maret 2005**

Oleh

AMIRUDDIN UMAR



Dicetak: Airlangga University Press
Isi di luar tanggung jawab AUP

Assalamu'alaikum warahmatullahi wabarakatuh,

Saudara Ketua dan Anggota Dewan Penyantun Universitas Airlangga,
Saudara Rektor dan para Pembantu Rektor Universitas Airlangga,
Para Guru Besar dan Anggota Senat Universitas Airlangga,
Para Dekan dan Pembantu Dekan di Lingkungan Universitas
Airlangga,
Para Ketua Lembaga di Lingkungan Universitas Airlangga,
Para Guru saya, para sejawat dan segenap Sivitas Akademika
Universitas Airlangga,
Serta Sidang Rektor dan hadirin yang saya muliakan.

Rasa syukur kehadiran Allah SWT terasa tidak mampu saya nyatakan secara sempurna, mengingat betapa besar nikmat, penghormatan dan penghargaan atas amanah yang saya terima saat ini. Tidak pernah terbayangkan semula bahwa pada hari ini saya dikukuhkan sebagai Guru Besar dalam bidang Ekonomi Manajemen pada Universitas Airlangga, almamater saya sewaktu menempuh pendidikan Fakultas Ekonomi kemudian menjadi tempat saya mengajar sehari-harinya selama kurang lebih 28 tahun. Kegembiraan ini terasa lebih sempurna dengan hadirnya para undangan dalam pengukuhan ini. Saya yakin tanpa berkat, rahmat, kehendak, dan izin Allah SWT rasanya mustahil pengukuhan Guru Besar Ekonomi Manajemen di Unair hari ini dapat terjadi.

Hadirin yang saya hormati,

Pada kesempatan yang sangat berbahagia ini saya akan menyampaikan pidato pengukuhan dengan judul:

**STRUKTUR KEPEMILIKAN, NILAI PERUSAHAAN
DAN CORPORATE GOVERNANCE:
SUATU PERSPEKTIF KEAGENAN**

Adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan merupakan fenomena dalam perekonomian modern. Kondisi ini senada dengan teori keagenan yang menitikberatkan pada pentingnya pemilik perusahaan (pemegang saham) dalam mengamankan pengelolaan perusahaan kepada para manajer profesional yang lebih memahami dalam pengelolaan bisnis. Dengan adanya penyerahan amanah ini, pelimpahan wewenang atas pengambilan keputusan dari pemegang saham kepada para manajer telah terjadi, yang selanjutnya diikuti dengan terjadinya pemisahan kepemilikan dan kontrol perusahaan. Struktur kepemilikan adalah distribusi saham-saham perusahaan di antara kelas-kelas para investor. Struktur kepemilikan dan kontrol telah menjadi inti teori modern perusahaan yang menjadi perdebatan ilmiah sejak presentasi Berle dan Means (1932) tentang *managerial firm* sebagai paradigma teoritikal dominan bagi pembelajaran perusahaan, yang menitikberatkan pada pemisahan kepemilikan dan kontrol. Pembahasan lebih formal dilanjutkan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang terkenal dengan *The Modern Corporation and Private Property*, yang intinya adalah masalah keagenan terjadi karena konflik kepentingan antara para manajer dan para pemegang saham perusahaan. Masalah keagenan timbul karena adanya kemungkinan para manajer bertindak bukan demi kepentingan terbaik para pemegang saham, karena para manajer secara alamiah mempunyai kepentingan terbaik mereka sendiri.

Adanya keleluasaan para manajer yang lebih memaksimalkan kepentingan diri mereka sendiri atas beban tanggungan para pemegang saham dan pengabaian kepentingan para pemegang saham berasal dari fakta di Amerika Serikat dan di Inggris bahwa pemegang saham perusahaan-perusahaan besar adalah tersebar luas dan berada jauh dari perusahaannya. Lebih lanjut, pemisahan kepemilikan dan kontrol dapat pula menimbulkan kurangnya transparansi dalam penggunaan dana perusahaan serta keseimbangan yang pas antara kepentingan-kepentingan yang ada.

Dalam bentuk modern, suatu perusahaan dengan kepemilikan yang tersebar luas dengan resolusi konflik kepentingan antara *residual claimants* dan para manajer akan menjadi isu sentral yang menentukan struktur kepemilikan suatu perusahaan.

Pemisahan antara kepemilikan dan kontrol yang menjadi akar penyebab beberapa masalah keagenan menuntut suatu peran yang lebih aktif bagi para pemegang saham perusahaan perusahaan (Fama dan Jensen, 1983). Pemahaman lebih lanjut dapat diacu dari Bergstrom dan Rydzvist (1990), Demzetz (1983), Jensen (1986), Stiglitz (1985), Shleifer dan Vishny (1986) serta Mc Connell dan Sevaes (1990), yang menyatakan bahwa ada hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan berdasarkan pengaruh tertinggi dari struktur kepemilikan pada resolusi masalah keagenan antara para pemegang saham dan para manajer. Perkembangan teori keagenan memberikan pengakuan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh pada kinerja perusahaan melalui peredaan konflik antara para manajer dan para pemegang saham (Putterman, 1993). Struktur kepemilikan yang tersebar mengakibatkan pemantauan yang lemah terhadap keputusan-keputusan para manajer sehingga sulit bagi para pemegang saham untuk secara efektif mengkoordinasikan tindakan-tindakan para manajer. Di samping itu, masalah lain yang timbul adalah adanya ketidakseimbangan antara upaya yang dibutuhkan dan manfaat tugas pemantauan tersebut. Argumentasi ini, sudah barang tentu, mengabaikan kemungkinan bahwa para pemegang saham kecil yang tersebar dapat membentuk koalisi dan mendapatkan kontrol yang cukup untuk menciptakan manfaat tersendiri.

Hadirin yang saya hormati,

Biaya keagenan akan menyebabkan penurunan nilai perusahaan (Crutchley dan Hansen, 1989; Brailsford *et al*, 2001). Biaya ini, menurut Jensen dan Meckling (1976), dikelompokkan

dalam tiga bentuk, yaitu (1) biaya pemantauan, yang merupakan biaya untuk memantau perilaku manajer, (2) *bonding cost*, yang merupakan biaya membentuk mekanisme untuk menjamin bahwa agen akan bertindak demi kepentingan terbaik prinsipal (para pemegang saham), (3) *residual loss*, yang merupakan biaya untuk mendorong agen bertindak sesuai dengan kemampuannya demi kepentingan prinsipal.

Jika para pemegang saham tidak memiliki sejumlah besar kepemilikan saham perusahaan, para manajer mungkin larut dalam perilaku *opportunistic*, yang bertujuan untuk memaksimalkan fungsi utilitas mereka sendiri atas beban kekayaan para pemegang saham. Dalam konteks ini Hitt *et al.* (2003: 312) mendefinisikan *managerial opportunism* sebagai upaya mencari pemenuhan kebutuhan diri sendiri dengan muslihat (cerdik). Tidak mungkin bagi para pemegang saham mengetahui sebelum tindakan *opportunistic* dilakukan para manajer. Dengan pengertian lain, perilaku *opportunistic* tak dapat diobservasi sebelum terjadi tindakan yang merugikan pemegang saham. Potensi masalah *moral hazard*, dalam mana para manajer melakukan tindakan menyimpang yang tak terobservasi demi kepentingan mereka sendiri, timbul karena sebenarnya sulit bagi para pemegang saham yang tersebar memantau semua tindakan manajer.

Hadirin yang terhormat,

Dalam literatur empiris, dua isu utama telah dikaitkan dengan nilai perusahaan yaitu proporsi kepemilikan manajerial dan konsentrasi kepemilikan. Saya bahas dulu kepemilikan manajerial. Suatu solusi masalah *moral hazard* tersebut adalah membikin agar pihak manajemen juga memiliki saham dalam perusahaan. Karena biaya keagenan berbanding terbalik dengan nilai perusahaan maka perlu ada usaha untuk menurunkan biaya keagenan. Secara teori dan empiris, biaya keagenan ini dapat direduksi melalui kebijakan

kepemilikan manajerial atas saham perusahaan. Kepemilikan manajerial atas saham ini dapat memperkecil dorongan para manajer untuk mengkonsumsi penghasilan tambahan (*perquisites*), mengambil alih kekayaan para pemegang saham dan perilaku *non maximizing* (Jensen dan Meckling, 1976).

Beberapa hasil studi menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan manajerial, memperlihatkan nilai pasar saham perusahaan tersebut lebih tinggi, sebab kepemilikan manajerial dengan proporsi yang cukup kecil dapat membuat kepentingan para pemegang saham dan para manajer menyatu (Jensen dan Meckling, 1976; Leland dan Pyle, 1977). Senada dengan hasil studi mereka, hasil studi Cole dan Mehran (1995), menyatakan bahwa perubahan kinerja berkorelasi secara positif dengan perubahan kepemilikan para manajer. Konsisten dengan hasil studi ini, hasil penelitian Hiller (2001) di Inggris menyatakan bahwa *insider ownership* (kepemilikan manajerial) berdampak signifikan terhadap nilai korporasi. Pernyataan ini dikenal dengan hipotesis *convergence-of-interests* (penyatuan atau pensejajaran kepentingan). Jika tingkat kepemilikan manajerial kecil, berarti kekuasaan bersuara mereka terbatas, sedangkan para pemegang saham eksternal memiliki kekuasaan untuk memantau dan membatasi perilaku oportunistik manajer, sehingga mengurangi konflik keagenan. Dengan demikian, kepemilikan manajerial dalam proporsi kecil dalam perusahaan, membikin efisien perilaku mereka, dan hubungan positif antara nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial rasanya memiliki justifikasi intrinsik yang kuat.

Terlebih lagi, keikutsertaan para manajer dalam kepemilikan perusahaan dapat dicerna oleh pemerhati dan investor di pasar modal sebagai sinyal yang disampaikan untuk menunjukkan bahwa para manajer menggantungkan nasib mereka pada proyek-proyek investasi perusahaan (Morek *et al.*, 1988; McConnel dan Servaes, 1990). Dengan pengertian lain, kepemilikan manajerial dapat juga membantu sebagai sinyal tentang kualitas prospek perusahaan.

Seorang manajer hanya akan bersedia menginvestasikan sejumlah besar kekayaannya ke dalam perusahaan jika ia yakin bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek pertumbuhan yang baik dan akan berhasil. Isyarat ini juga diperhitungkan oleh bank-bank yang memutuskan permohonan pinjaman. Karena bank-bank amat enggan meminjamkan dananya pada perusahaan-perusahaan yang berisiko, sangat dimungkinkan bahwa para manajer perusahaan-perusahaan berisiko menggunakan lebih banyak sinyal ini.

Hadirin yang saya muliakan,

Semakin besar kepemilikan para manajer otomatis semakin besar kekuasaan mereka dalam bentuk hak bersuara. Para manajer yang memiliki sejumlah besar kepemilikan saham berkecenderungan membuat kubu perlindungan (*to entrench*) mereka sendiri untuk menghindari pantauan dewan komisaris dan mekanisme kontrol yang lain. Mencermati berbagai pola kepemilikan manajerial di atas, nampak sangat kontroversial sebab pola kepemilikan ini mempunyai efek *ambivalent* terhadap kinerja perusahaan. Di satu pihak kepemilikan manajerial dipandang sebagai alat untuk pensejajaran kepentingan manajer dan para pemegang saham. Kepemilikan manajerial memberikan para manajer dengan insentif *monetary* untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Di lain pihak, kepemilikan manajerial yang berlebihan cenderung mengembangkan kubu pertahanan (Morck *et al.* 1988 dan Stulz, 1988). Pernyataan ini dikenal dengan hipotesis *entrenchment*. Selanjutnya, pertanyaan logis timbul, sampai seberapa besarkah kepemilikan manajer efektif mendukung hipotesis *convergence-of-interests*?

Efek *ambivalent* tersebut adalah argumen yang mendasari hubungan *non monotonic linear* antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Jelasnya, nilai perusahaan tidak otomatis dapat

dimaksimumkan dengan memaksimalkan kepemilikan manajerial. Hal ini disebabkan karena penurunan biaya keagenan tidaklah monotonik dengan peningkatan kepemilikan manajerial. Dampak menyeluruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan tergantung pada kekuatan relatif dari insentif pensejajaran kepentingan dan efek *entrenchment*. Tegasnya, jika pensejajaran kepentingan tidak cukup kuat untuk menyatukan perilaku manajerial terhadap pemegang saham maka hipotesis *entrenchment* memiliki justifikasi yang kuat. Sebagai kesimpulan adalah bahwa kepemilikan manajerial optimal belum dapat diturunkan dari teori-teori yang ada dan masih dalam silang pendapat para pakar bidang ini.

Hadirin yang saya hormati,

Sejalan dengan alur pikir efek *ambivalent* ini, beberapa studi empiris di Amerika Serikat mendokumentasikan hubungan *non monotonic linear* antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan (Morck *et al.*, 1988; McConnel dan Servaes, 1990; 1995; Kole, 1995; dan Holderness *et al.*, 1999). Nilai perusahaan meningkat sejalan dengan peningkatan kepemilikan manajerial sampai dengan level tertentu. Melampaui level ini, efek *entrenchment* menjadi dominan yang menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Sebagai contoh saja, hasil penelitian McConnell dan Servaes (1990) mengkonfirmasi bahwa ketika kepemilikan manajerial meningkat maka kinerja perusahaan meningkat. Namun setelah kepemilikan mereka mendekati 50% (data 1976) dan 40% (data 1986) maka nilai perusahaan menurun. Hasil studi Short dan Keasy (1998) di *United Kingdom* serta Vernandez *et al.*, (1998) di Spanyol mencatat kesimpulan yang serupa, yaitu ada hubungan yang *non monotonic linear* antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Dengan mencermati hasil-hasil

studi empiris ini, kelihatannya bahwa keherdakan para manajer untuk memaksimalkan kepentingan terbaik para pemegang saham menjadi fungsi 3 faktor yang tidak terobservasi, yaitu pendisiplinan melalui kontrol pasar luar (kendatipun ini lemah), kontrol internal dan efek pensejajaran kepentingan. Lebih lanjut, kekuatan masing-masing faktor ini dapat ditinjau sebagai fungsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan.

Pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah, kontrol pasar dan kontrol internal atau insentif akan mendominasi perilaku manajerial [bisa dikaji misalnya Fama (1980), Hart (1983) dan Jensen dan Ruback (1983)] menyebabkan maksimalisasi nilai perusahaan. Secara empiris, Morck *et al.*, (1988) serta McConnel dan Servaes (1990) mendokumentasikan hasil yang konsisten dengan perilaku ini. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang menengah, pensejajaran kepentingan menjadi lebih kuat. Namun dengan kepemilikan manajerial yang lebih besar memunculkan kekuatan yang lebih besar dalam hak bersuara mereka. Para manajer berpeluang dapat memaksimalkan kekayaan mereka sendiri melalui peningkatan penghasilan tambahan dan garansi jabatan mereka atas beban nilai korporasi. Meski kontrol pasar eksternal masih berlaku, kontrol tersebut dan efek pensejajaran kepentingan tidak cukup kuat untuk mensekutukan perilaku manajemen terhadap kepentingan para pemegang saham.

Hadirin yang saya hormati,

Ketika kepemilikan manajerial meningkat namun masih di bawah 50%, manajemen tidak memiliki kontrol total atas perusahaan dan kontrol eksternal masih ada. Para manajer masih disiplin karena kontrol *external blockholders* (pemegang saham yang memiliki saham terkonsentrasi), mengikat pemegang saham kelompok ini masih mampu mempengaruhi pengambilan keputusan manajerial. Pensejajaran kepentingan bersama dengan

kontrol eksternal yang bisa diterapkan oleh *external blockholders* dapat menyebabkan para manajer kembali ke strategi maksimalisasi nilai, suatu pola yang konsisten dengan hasil studi Morck *et al* (1988) serta McConnel dan Servaes (1990) di atas. Pada tingkat kepemilikan manajerial di atas 50%, para manajer memiliki kendali sempurna atas perusahaan tersebut. Meski para pemegang saham kecil menjadi tak berdaya mempengaruhi para manajer, selalu ada kemungkinan bahwa gabungan hak-hak para pemegang saham minoritas dapat melakukan teguran pada para manajer korporasi jika mereka gagal mengambil keputusan demi kepentingan terbaik para pemegang saham. Akhirnya, pada kepemilikan manajerial yang sangat tinggi, pihak manajemen secara efektif menjadi pemilik tunggal perusahaan, yang menonjolkan perilaku maksimalisasi nilai perusahaan.

Hadirin yang saya muliakan,

Pengikutsertaan para manajer bukanlah satu-satunya cara untuk menyatukan kepentingan para pemegang saham dan para manajer. Jensen (1986) dan Stiglitz (1985) menyarankan untuk mengonsentrasikan kepemilikan blok besar dalam tangan sekelompok kecil pemegang saham (*in the hands of a few shareholders*), karena kelompok ini mempunyai dorongan lebih antusias untuk memantau dan mengontrol keputusan dan aksi para manajer. Pinteris (2002) menyatakan bahwa struktur kepemilikan yang lebih terkonsentrasi akan meminimalkan problem keagenan karena jalinan yang lebih kuat antara kepentingan para pemegang saham dan para manajer. Konsentrasi kepemilikan dapat meningkatkan nilai perusahaan korporasi karena aktivitas pemantauannya (Grossman dan Hart, 1980). Hasil penelitian Andreyeva dan Dean (2001) di Ukraina menunjukkan bahwa kinerja perusahaan meningkat sejalan dengan peningkatan konsentrasi kepemilikan. Demikian juga hasil studi Anzon (2003)

di Spanyol, Xu dan Wang (1997) di China dan Claessens (1997) serta Kocenda (2001) di Republik Ceko menyatakan hasil yang sama yaitu bahwa ada efek positif konsentrasi kepemilikan saham terhadap kinerja perusahaan. Lebih lanjut, hasil studi Gursoy dan Aydogan (1999) pada perusahaan yang tercatat di bursa efek Turki (*Istambul Stock Exchange*) menunjukkan bahwa semakin terkonsentrasi struktur kepemilikan, semakin baik kinerja perusahaan. Kebanyakan kepemilikan perusahaan-perusahaan di Turki terkonsentrasi dan hanya proporsi kecil saja kepemilikan saham yang tersebar.

Hasil studi Kuznetsov dan Muravyev (2001) di Rusia dan Joh (2003) di Korsel menunjukkan hasil yang kurang lebih sama yaitu bahwa konsentrasi kepemilikan membawa perbaikan efisiensi dan peningkatan produktivitas tenaga kerja, namun kondisi ini tidak cukup mampu meningkatkan nilai perusahaan. Lebih lanjut, hasil studi ini menyatakan adanya konflik antara para pemegang saham besar dan para pemegang saham kecil mengenai distribusi laba. Para pemegang saham besar memegang dan menggunakan *power* dalam perusahaan, mengambil laba untuk kepentingan mereka sendiri. Mencermati tema dan hasil-hasil penelitian tersebut, konsentrasi kepemilikan sebagai mekanisme *governance* rupanya telah mendapatkan perhatian besar, para pemegang saham blok besar bertambah aktif dalam tuntutan mereka agar perusahaan mengadopsi mekanisme *governance* yang efektif untuk mengontrol keputusan-keputusan manajerial. Sayangnya bukti-bukti empiris tentang peran pemegang saham blok besar dalam menjalankan *corporate governance* tidak konklusif.

Hadirin yang sangat terpelajar,

Kepemilikan yang 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. Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan jika kelompok pemegang saham memiliki kendali absolut atas perusahaan maka mereka dapat melakukan tindakan atau keputusan yang menguntungkan diri mereka sendiri atas beban pemegang saham minoritas, sehingga menimbulkan konflik keagenan antara dua kelompok pemegang saham ini. Di Indonesia, pemegang saham pengendali yang dikenal juga sebagai pemegang saham mayoritas umumnya adalah pendiri perusahaan, di mana kepentingan mengendalikan pihak manajemen perusahaan lebih dominan, sedangkan pemegang saham minoritas berfungsi sebagai investor yang lebih mengharapkan *capital gains*. Karakteristik kelompok ini banyak ditemui pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada bursa efek di Indonesia (konglomerat), dan di Korea (*chaebol*).

Hadirin yang saya muliakan,

Tidak sebagaimana di Amerika Serikat dan di Inggris, hasil studi empiris belakangan ini menunjukkan bahwa beberapa perusahaan publik di Asia Timur, Asia Selatan, Timur Tengah, Amerika Latin, Eropa Barat dan Afrika dimiliki para pemegang saham pengendali, dan kebanyakan mereka adalah kalangan keluarga (La Porta *et al.*, 1999; Fan dan Wong, 2001; Faccio dan Lang, 2002). Bahkan hasil studi Claessen *et al.*, (2000) menunjukkan bahwa hampir semua negara berkembang di Asia Timur, kepemilikan perusahaan terkonsentrasi di tangan keluarga kecil. Lebih dari dua pertiga perusahaan di Asia Timur dikendalikan oleh pemegang saham tunggal. Hasil studi Claessen *et al* juga menunjukkan bahwa pemisahan manajemen dari kepemilikan di Asia Timur adalah jarang terjadi, dan manajemen puncak sekitar 60% dari perusahaan-perusahaan yang kepemilikannya tidak tersebar adalah sanak keluarga pemegang saham pengendali. Dengan demikian, ada pemisahan antara

kepemilikan dan manajemen, namun tidak ada pemisahan antara kontrol dan manajemen. Hasil studi mereka juga menyatakan bahwa hampir semua negara sedang berkembang di Asia Timur, kemakmuran (*wealth*) sangat terkonsentrasi di tangan keluarga kecil. Konsentrasi kemakmuran ini dapat berpengaruh negatif terhadap evolusi kerangka kerja legislasi (perundang-undangan) dan institusional bagi *corporate governance* dan cara dalam mana aktivitas ekonomi dilaksanakan. Kondisi ini dapat menjadi halangan kuat bagi reformasi kebijakan masa mendatang.

Hasil studi Claessen *et al* (2000) ini konsisten dengan hasil studi-studi sebelumnya bahwa problem keagenan relevan bukanlah masalah antara para manajer perusahaan dan para pemegang saham, namun antara para pemegang saham pengendali dan para pemegang saham minoritas. Masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas juga dijumpai di Eropa kontinental (Berglof, 1997). Konsentrasi kepemilikan tersebut terjadi karena pasar modal di Eropa bukanlah sumber pendanaan utama bagi perusahaan-perusahaan besar di sana (berbeda dengan kondisi di Amerika Serikat). Dalam hubungan ini Shleifer dan Vishney (1997) mengemukakan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak mungkin dihindari pada negara-negara yang lemah dalam hal penegakan hukum komersial dan perlindungan pemegang saham minoritas.

Hadirin yang saya hormati,

Di Indonesia, kepemilikan perusahaan yang terdaftar di bursa saham sangat terkonsentrasi, dan pihak manajemen praktis diangkat dan diberhentikan oleh pemegang saham pengendali, sehingga hampir semua manajer merupakan kaki tangan kelompok pengendali. Kelompok ini mengandalkan jalur kedekatan hubungan dengan para penguasa (Pranoto, 2000). Pada kepemilikan terkonsentrasi demikian ini, kelompok pengendali dan pihak afiliasi

mempunyai kekuatan yang dominan yang dapat memangkai tumbuhkan dorongan dan kelihaiian kelompok pengendali ini untuk melobi pemerintah dan aparat publik guna mendapatkan perlakuan istimewa dalam urusan bisnisnya.

Fenomena menjadi semakin genting karena beberapa kejadian perusahaan yang tercatat di bursa merupakan salah satu unit usaha dari suatu grup, sehingga masalah *self dealing* (transaksi yang menimbulkan benturan kepentingan) dapat merugikan pemegang saham minoritas (Zhuang *et al*, 2000). Contoh bentuk *self dealing* adalah akuisisi internal (suatu perusahaan yang biasanya belum tercatat di bursa efek, diakuisisi oleh suatu perusahaan dalam satu grup yang sudah *go public*). Pada akuisisi internal demikian ini akan muncul asimetri informasi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Sudah barang tentu pemegang saham mayoritas memiliki informasi yang lebih lengkap tentang perusahaan target (karena dalam grup yang sama). Untuk mereduksi kemungkinan asimetri informasi ini dimanfaatkan pemegang saham mayoritas untuk kepentingan mereka sendiri. Dari paparan di atas, nampaknya konsentrasi kepemilikan demikian ini dapat menjadi pengganggu terhadap evolusi sistim legislasi (perundang-undangan) negara.

Struktur kendali terkonsentrasi dari sektor korporasi keseluruhan dapat menyebabkan penindasan hak-hak kelompok minoritas dan menghalangi pengembangan hukum institusional dan saluran-saluran pengaturan untuk memberdayakan hak-hak tersebut. Partisipasi langsung oleh aparat pemerintah dalam kontrol atas sebagian besar sektor korporasi tersebut membuka kemungkinan konflik yang meluas antara kepentingan publik dan kepentingan pribadi individu-individu, yang menimbulkan kapitalisme kroni. Kondisi ini sesungguhnya merupakan ciri khas bagi suatu sektor usaha yang tengah berkembang serta pasar modal yang dalam pertumbuhan. Masalah utamanya justru menjadi kontrol penghianatan pemegang saham pengendali terhadap

pemegang saham minoritas. Ini konsisten dengan hipotesis *expropriation* bahwa pemegang saham pengendali akan menggunakan kekuasaannya untuk mengeruk keuntungan pribadi via pengendalian tersebut. Dalam hubungan ini, mekanisme kontrol konvensional, misalnya melalui saluran dewan komisaris, dalam prakteknya sering kali tidak berdaya mengatasi masalah keagenan tersebut.

Perihal bentuk dewan dalam sebuah perusahaan, ada dua sistem yang berbeda yang berasal dari dua sistem hukum yang berbeda pula, yaitu *Anglo Saxon* dan Kontinental Eropa. Sistem hukum *Anglo Saxon* memiliki sistem satu tingkat (*one tier system*), artinya hanya memiliki satu dewan direksi yang lazimnya merupakan kombinasi antara manajer atau direktur eksekutif dan direktur independen (*non direktur eksekutif*). Direktur independen ini diangkat karena pengalaman, kebijakan dan relasinya. Negara-negara penganut sistem satu tingkat ini misalnya Amerika Serikat dan Inggris.

Sistem hukum Kontinental Eropa mempunyai sistem dua tingkat (*two tier system*). Sistem ini memiliki dua badan terpisah, yaitu dewan komisaris dan dewan direksi. Tugas dewan direksi adalah mengelola dan mewakili perusahaan di bawah pengarahan dan pengawasan dewan komisaris. Dalam sistem ini, anggota dewan direksi diangkat dan setiap waktu dapat diganti oleh dewan komisaris. Sementara dewan komisaris bertanggung jawab, terutama mengawasi dan memberi pengarahan atas tugas manajemen dewan direksi. Negara-negara penganut sistem dua tingkat ini antara lain Belanda, Jerman, Jepang dan Denmark. Oleh karena sistem hukum Indonesia berasal dari dan mengikuti Belanda, maka hukum perusahaan Indonesia menganut sistem dua tingkat, kendatipun ada perbedaan cukup penting yaitu bahwa kewenangan dewan komisaris tidak mencakup untuk menunjuk dan memperhentikan direksi. Di Indonesia, baik direksi maupun komisaris, yang merupakan inti dari mekanisme kontrol internal,

diangkat oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang didominasi pemegang saham mayoritas, yang merupakan badan tertinggi dalam perusahaan. Bagaimana mungkin anggota direksi mendudukkan dan memperlakukan anggota komisaris sebagai atasannya jika keduanya diangkat oleh pihak yang sama?

Hadirin yang saya hormati,

Menurut Undang-Undang Perseroan Terbatas (UUPT), pasal 97, komisaris bertugas mengawasi kebijaksanaan direksi dalam menjalankan perusahaan, serta memberi nasehat kepada direksi. Komisaris sebuah perusahaan diangkat oleh RUPS untuk suatu periode tertentu, dan jika dimungkinkan mereka dapat diangkat kembali. UUPT menetapkan bahwa anggota dewan komisaris dapat diberhentikan atau diberhentikan sementara oleh RUPS. Secara teori, pendekatan tradisional, peran serta pemegang saham pada *governance* dalam RUPS, melalui pemilihan dan perwakilan dalam dewan komisaris dan membantu sebagai mekanisme secara langsung, melalui mana para pemegang saham dapat mempengaruhi manajemen (direksi). Namun kemanjuran mekanisme ini terbatas hanya dalam struktur kepemilikan tersebar, bila perbaikan *corporate governance* adalah kepentingan umum bagi para pemegang saham kecil. Literatur *corporate governance* berargumentasi bahwa para pemegang saham terkonsentrasi tinggi mempunyai insentif yang lebih kuat dan peluang yang lebih terbuka untuk melakukan kontrol terhadap para manajer dibandingkan dengan para pemegang saham kecil. Lebih lanjut, para pakar menyatakan bahwa kebanyakan mekanisme *corporate governance* yang digunakan di dunia dapat dipandang sebagai contoh kepemilikan terkonsentrasi (Shleifer dan Vishny, 1997). Dengan demikian, pendekatan tradisional memandang masalah utama *corporate governance* sebagai oposisi antara para manajer yang mengutamakan kepentingan mereka

sendiri dan para pemegang saham lemah yang tersebar. Dalam hal penerapan *good corporate governance* tidak ada model tunggal yang dipakai secara seragam.

Pada tahun-tahun belakangan ini konsep *corporate governance* mengalami perubahan yang substansial. Perubahan ini timbul karena fakta bahwa *widely held corporation*, yang merupakan inti literatur *corporate governance*, adalah suatu fenomena yang langka kecuali bagi hanya beberapa negara dengan sumber hukum adat. (Bergloef dan Von Tadden, 1999). Pada negara-negara lainnya, termasuk kebanyakan negara Eropa pada umumnya berlangsung kepemilikan terkonsentrasi. Dalam perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, para manajer tidak seberapa leluasa bertindak untuk kepentingan diri mereka sendiri. Dengan demikian, kerangka kerja *corporate governance* meluas mencakup hubungan kusut antara para manajer, para pemegang saham pengendali, dan para pemegang saham minoritas. Kerangka kerja baru ini membawa keruwetan besar dalam analisis hubungan kepemilikan dan kinerja.

Hadirin yang saya muliakan,

Konsentrasi kepemilikan adalah berbiaya. Biaya ini timbul bila para pemegang saham besar yang memiliki *power* mempengaruhi keputusan korporasi yang secara langsung memaksimalkan nilai bagi mereka sendiri dan memangkas bagian *residual income* para pemegang saham minoritas. Fenomena ini telah mendapat perhatian besar dalam literatur dengan istilah *extraction of private benefit of control* (Barclay dan Holderner, 1984). Manakala keuntungan pribadi atas kontrol adalah menyangkut uang, maka kinerja korporasi tentu saja merosot. Konsekuensi negatif lain dari kepemilikan terkonsentrasi adalah naiknya biaya modal (*cost of capital*) karena menurunnya likuiditas pasar (Fama dan Jensen, 1983). Beberapa hasil studi akhir-akhir ini menyatakan bahwa

konsentrasi kepemilikan yang berlebihan dapat menyebabkan pemantauan pada para manajer yang berlebihan oleh para pemegang saham yang pada giliran selanjutnya dapat menurunkan inisiatif manajer. Dengan demikian, ada perimbangan antara manfaat pemantauan yang diperoleh melalui konsentrasi kepemilikan (luar) dan potensi keuntungan yang timbul dari pemberian keleluasaan kepada para manajer melalui kepemilikan yang tersebar.

Literatur terkini menaruh perhatian besar juga pada identitas pemegang saham, yang menitikberatkan bahwa fungsi obyektif dan biaya pelaksanaan kontrol terhadap para manajer bervariasi secara substansial pada beragam tipe pemegang saham. Implikasinya adalah bahwa literatur mempersoalkan tidak hanya berapa besar ekuitas yang pemegang saham miliki, namun juga siapa (identitas) pemegang saham tersebut, orang pribadi, pekerja, manajer, institusi keuangan, ataukah perusahaan non keuangan. Studi Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan dan mendukung hipotesis bahwa identitas pemegang saham besar, -keluarga, bank, investor institusi, pemerintah dan perusahaan lain-, mempunyai implikasi penting bagi strategi korporasi dan kinerja. Efek konsentrasi kepemilikan juga ditemukan tergantung pada identitas pemegang saham.

Hadirin yang saya hormati,

Praktik di Indonesia, peranan dewan komisaris amat tergantung pada lingkungan yang diciptakan oleh perusahaan yang bersangkutan. Fenomena yang acap kali nampak bahwa anggota dewan komisaris sama sekali tidak menjalankan peran pengawasannya yang sangat mendasar terhadap dewan direksi. Fakta sering menunjukkan bahwa banyak anggota dewan komisaris tidak berkemampuan dan tidak menunjukkan independensinya, sehingga seperti yang dikemukakan di depan, mereka gagal

mewakili kepentingan *stakeholder* selain kepentingan pemegang saham mayoritas. Dengan demikian, implementasi *good corporate governance* masih mengalami kendala.

Konsentrasi kepemilikan dalam satu kelompok atau satu keluarga dapat menjadi salah satu penyebab ketidakberdayaan posisi dewan komisaris, karena pengangkatan anggota dewan komisaris diberikan sebagai rasa penghargaan semata, berdasarkan hubungan keluarga atau hubungan persahabatan. Dengan demikian, independensi dewan komisaris menjadi sangat diragukan karena keintiman hubungannya dengan pemegang saham mayoritas atau hubungannya dengan dewan direksi, rendahnya integritas serta rendahnya kemampuan dewan komisaris (Herwidayatmo, 2000). Selanjutnya lebih menyedihkan lagi, institusi legal tidak cukup berdaya memberikan perlindungan bagi para pemegang saham minoritas terhadap kekuasaan manajerial yang berlangsung pada banyak pasar modal di dunia (La Porta *et al*, 1996). Penulis yakin bahwa ini adalah masalah keagenan yang paling relevan bagi beberapa pasar modal yang sedang berkembang di dunia. Seharusnya perlu dirumuskan definisi yang jelas tentang komisaris independen. Independensi profesional adalah suatu bentuk sikap mental yang sulit untuk dapat dikendalikan karena berhubungan dengan integritas seseorang. Independensi ini amat dibutuhkan karena berkaitan langsung dengan keputusan dewan, terlebih ketika benturan kepentingan antara elemen-elemen dalam perusahaan sulit dikompromikan.

Melaksanakan *fit and proper test* oleh pihak yang independen terhadap calon yang akan menduduki jabatan tertentu di perusahaan merupakan salah satu upaya mengukur independensi profesional. Akan tetapi, integritas independensi seseorang lebih ditentukan oleh apa yang sebenarnya diyakininya dan dilaksanakannya dalam kenyataan (*in fact*) dan bukan oleh apa yang terlihat (*in appearance*). (*The Indonesian Institute of Corporate Governance (IICG) : 2000: 6*). Lebih lanjut, dalam menyelenggarakan *fit and proper test*, pemberian kesempatan yang

sama kepada setiap orang untuk menempati suatu jabatan akan menuju kepada seleksi terhadap calon-calon yang lebih memenuhi syarat dan adil dan transparan.

KESIMPULAN

Berdasarkan pembahasan di depan diambil kesimpulan berikut ini.

Keikutsertaan para manajer dalam kepemilikan perusahaan berakibat makin efisien perilaku mereka, sehingga hubungan positif antara nilai perusahaan dan kepemilikan para manajer rasanya rasional. Namun pola kepemilikan manajerial memiliki efek *ambivalent* terhadap kinerja perusahaan. Di satu pihak, kepemilikan manajerial dipandang sebagai alat untuk penyesuaian kepentingan manajer dan para pemegang saham. Di lain pihak, kepemilikan manajerial yang dominan malahan mengembangkan kubu pertahanan yang merugikan para pemegang saham luar. Pernyataan ini dikenal dengan hipotesis *entrenchment*, yang mendasari hubungan *non monotonic linear* antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Intinya, adalah bahwa kepemilikan manajerial optimal belum dapat diturunkan dari teori-teori yang ada dan masih menjadi ajang silang pendapat para pakar, selanjutnya memerlukan kajian empiris lebih lanjut. Sekurangnya, bahasan saat ini merupakan tahap awal menuju pendeskripsian watak yang lebih akurat tentang hubungan kepemilikan manajerial dan nilai korporasi.

Struktur kepemilikan yang terkonsentrasi akan meminimalkan problem keagenan karena jalinan yang lebih kuat antara kepentingan para pemegang saham dan para manajer. Namun, konsentrasi kepemilikan dapat menimbulkan dua kemungkinan efek. Di satu sisi, konsentrasi kepemilikan memperkecil masalah keagenan melalui peringkasan kontrol yang lebih efektif. Di sisi lain, konsentrasi berlebihan menimbulkan konflik antara

pemegang saham pengendali dan para pemegang saham minoritas. Semakin meningkatnya perhatian pada mekanisme *governance* memunculkan peluang dan tantangan bagi para akademisi dan peneliti. Di Indonesia masih langka penelitian di bidang ini. Model *corporate governance* yang berhasil diterapkan di suatu negara tidak otomatis akan juga berhasil diterapkan di negara lain (*contingency theory*). Variasi sistem manajemen dan budaya amat menentukan efektifitas model *corporate governance*. Efektifitas *corporate governance* sangat tergantung pada kualitas pimpinan dewan. Oleh karena itu dalam rangka membangun model tersebut, perusahaan harus memiliki dewan komisaris yang kredibel dan kompeten.

Hadirin yang saya hormati,

Mengakhiri pidato ini sekali lagi saya ingin mencurahkan rasa syukur kehadirat Allah SWT yang telah melimpahkan nikmat dan karunia pada diri saya. Atas berkat petunjuk, bimbingan dan kemudahan yang telah dilimpahkan Allah SWT kepada diri saya, sehingga apa yang menurut perhitungan tidak mungkin saya raih, ternyata telah menjadi kenyataan, yang gelap berubah menjadi terang, yang sesak berubah menjadi longgar, dan yang berat menjadi ringan. Itu semua berkat pertolongan Allah yang Maha Pengasih dan Penyayang semata.

Pada kesempatan yang baik ini sudah sepantasnya saya menyampaikan ucapan terima kasih saya kepada Pemerintah Republik Indonesia c.q. Menteri Pendidikan Nasional atas kepercayaan yang diberikan kepada saya untuk memangku jabatan sebagai Guru Besar dalam Ilmu Ekonomi Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.

Ucapan terima kasih yang tulus serta penghargaan yang setinggi-tingginya saya sampaikan kepada Prof. Dr. Med Puruhito, dr, SpB selaku Rektor dan Ketua Senat Universitas Airlangga dan

para anggota Senat Universitas atas persetujuan pengusulan saya sebagai Guru Besar dan kesediaan Saudara menerima saya sebagai Guru Besar di lingkungan Unair.

Kepada Dekan Fakultas Ekonomi Drs. H. Karjadi Mintaroem, MS atas dorongan bahkan kesediaannya untuk mengusulkan saya menjadi Guru Besar. Juga kepada mantan Dekan Fakultas Ekonomi, Prof. Dr. Suroso Imam Zadjuli, dan Prof. Dr. Sudjono Abipraja.

Kepada Guru saya sejak menuntut Ilmu di Sekolah Rakyat Ploso, Sekolah Menengah Pertama Negeri I Sidoarjo, Sekolah Menengah Atas Negeri Sidoarjo, yang tidak bisa saya sebutkan satu demi satu. Juga kepada pada dosen di Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga, khususnya Prof. Dr. Sri Maimunah Soeharto yang mengajar dan membimbing skripsi saya di tingkat sarjana.

Kepada Prof. Dr. Mulyamah Wignyadisastra, M.Ak, Prof. Budiman Chr., MA, Ph.D, yang telah membimbing penyusunan disertasi saya, atas keihlasan dan kesungguhan dalam memberi pengarahan, pandangan dan dorongan sehingga saya lulus program doktor tahun 1995. Kepada beliau-beliau yang telah saya sebutkan di atas saya ucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya karena andil para beliau inilah yang memungkinkan saya mencapai jenjang seperti sekarang.

Juga kepada Direktur Program Pascasarjana Universitas Airlangga Prof. Dr. Muhammad Amin, dr. yang telah memberi semangat dan dorongan agar saya cepat jadi Guru Besar, untuk itu saya ucapkan terima kasih.

Kepada seluruh panitia pengukuhan Guru Besar yang diketuai oleh Dr. Anis Eliyana, Dra. Ec. Ms, juga rekan Susetiono, SH dan kepada seluruh anggota paduan suara Universitas Airlangga serta semua pihak yang tidak dapat saya sebut satu demi satu yang telah membantu terlaksananya upacara ini dengan baik saya sampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya.

Selanjutnya saya sampaikan rasa terima kasih dengan penuh rasa hormat dan tulus yang sedalam-dalamnya kepada kedua orang tua saya, almarhum ibunda Khowiyah binti H. Ramli dan almarhum ayahanda K.H. Umar Naksyah bandie. Doa dan restu serta dorongan ibunda dan ayahandalah penyebab utama segala sukses dalam kehidupan yang ananda alami. Terima kasih yang tidak berkesudahan kepada ayah dan bunda, semoga amanah jabatan Guru Besar ini bermanfaat bagi agama dan bangsa dan dapat menjadi bukti atas didikan dan arahan ayah dan bunda dan menambah pahala yang terus mengalir. Kepada kedua Bapak dan Ibu mertua saya yang saya hormati Bapak H. Mausul Burhan dan Ibu Hj Harwati Mausul, saya haturkan terima kasih yang dalam atas perhatian dan doa restu yang selalu mengiringi perjalanan karir dan kehidupan kami sekeluarga. Semoga Allah memberi rahmat dan barokah kepada Ibu dan Bapak.

Dalam kesempatan ini pula saya ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada kakak dan adik saya yang semula berjumlah enam orang terutama kanda S. Imam Ja'far Sodiq Umar (almarhum), semua telah memberikan dorongan dan sekaligus pengorbanan demi keberhasilan saya ini. Saya berdoa semoga kebaikannya diterima oleh Allah sebagai amal sholehnya.

Teristimewa kepada istri saya Dra. Ec. Titiek Nurhidayati, yang selama 30 tahun mendampingi saya, saya sampaikan rasa terima kasih dan penghargaan yang tidak berkesudahan atas kerelaan untuk mengorbankan apa saja yang saya perlukan, kesabaran dan ketekunannya membantu, mendampingi, meringankan beban atas tugas-tugas saya yang harus saya emban. Demikian pula kepada anak saya Amalia Rizki, SE, Msi, Ak, dr Muhammad Henri Mustofa, almarhum Rizma Khairani dan Zulfikar Amir serta cucu M. Jihat Akbar yang merupakan sumber kasih sayang bagi saya dalam menempuh kehidupan ini. Semoga Allah SWT menjadikan kalian anak yang soleh, bertakwa kepada Allah dan berbakti kepada orang tua, Nusa dan Bangsa.

Akhirnya kepada hadirin yang telah berkenan meluangkan waktu dan bersabar mendengarkan pidato peresmian penerimaan jabatan Guru Besar pada hari ini, saya ucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya dan disertai permohonan maaf atas keterbatasan dan kekurangan saya. Semoga Allah SWT membalas semua kebaikan hadirin. Sekian dan terima kasih.

Billahittaufiq wal hidayah

Wassalamu'alaikum warahmatullahi wabarakatuh.



DAFTAR PUSTAKA

- Amiruddin Umar, 2002, Hubungan Keputusan Pendanaan, Peluang Pertumbuhan Struktur Kepemilikan, Suatu Perspektif Keagenan, *Majalah Ekonomi*, No. 1, April.
- Barclay, M. dan C. Holderness, 1989, Private Benefit from Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25.
- Bathala, Chenchuramalah T., Kenneth P. Moon dan Ramesh P. Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective, *Financial Management*, Vol. 23, No. 3.
- Bergloef E., dan E.L. von Tadden, 1999, The Changing Corporate Governance Paradigm: Implication for Transition and Developing Countries, *Annual World Bank Coverence on Development Economics*, Washington, DC, June.
- Berle, A., dan Means, G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Brailsford, T.J., B.R. Oliver, dan S.L.H. Pua, 2001, *Theory and Evidence on the Relationship between Ownership Structure and Capital Structure*, Working Paper.
- Burkhart, M.; Gromb, D. and Panunzi, F. 1997: Large Shareholders Monitoring, and the Value of the Firm, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 112, pp. 693–728.
- Claessen, Stijn, Simeon Djankov dan Larry H.P. Lang, 2000, Expropriation of Minority Shareholders in East Asia, *Journal of Financial Economics*, 58.
- Crutchley, C.E. dan R.S. Hansen, 1989, Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend, *Financial Management*, 18, 36–46.
- Demsetz, H. 1983, The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, pp 375–390.

- Demsetz, H. and Lehn, K. 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6 pp. 1155–1177.
- Faccio, Mara dan Larry H.P. Lang, 2002, The Ultimate Ownership of Western Corporation, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Fama, E.F. and Jensen, M.C. 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 301–325.
- Fan, Joseph P.H., dan T.J. Wong, 2001, Emerging Market? Evidence from East Asia, June, Email: actjwong@ust.hk.
- Grossman, S., dan O. Hart, 1980, Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics*, 11, 42–64.
- Gursoy, Guner dan Kursat Aidogan, 1999, *Equity Ownership Structure, Risk Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Company*. Paper of ERC/METU International Conference in Economics 1999 in Ankara.
- Hart, Oliver and John Moore, 1995, Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hart Claims in Constraining Management, *American Economics Review*, 85, 567–585.
- Herwidayatmo, 2000, Implementasi Corporate Governance di Pasar Modal, Indonesia Financial Executives association, June, Jakarta.
- Hillier, David dan McColgan, Patrick. 2001. *Insider Ownership and Corporate Value: An Empirical Test from the United Kingdom Corporate Sector*. Glasglow: Departement of Accounting & Finance University of Strathclyde.
- Himmelberg, Charles P, Hubbard, R.Glen, dan Love, Innesa. 2000. *Investor Protection, Ownership, and Investment*. Paper of Sveriges Riks bank/Stockholm School of Economics Conference on Asset Markets and Monetary Policy. Stockholm.

- Joh, Sung Wook, 2003. Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, Iss. 2.
- Jensen, M.C. 1986: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323–329.
- Jensen, M.C. and Meekling, W. 1976: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol 3 No. 4 pp. 305–360.
- Khan, A. Haider, 1999, Corporate Governance of Family Businesses in Asia: What's Right and What's Wrong?, Asian Development Bank Working Paper No. 3, Manila: Asian Development Bank Institute, 2 fn 4.
- Kocenda, Evzen, 2001. Development of Ownership Structure and its Effect on Performance: Czech Firm from Mass Privatization, Center for Economic Research and Graduate Education and Economics Institute.
- Kuznetsov P, dan A. Muravyev, 2001, Ownership Structure and Firm Performance in Russia, Working Paper Series, Russian-European Centre for Economic Policy.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De Silanes, dan Andrei Shleiver, 1999, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 54, 471–518.
- Leland, 11. E. and Pyle, D.II. 1977: Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermedition, *Journal of Finance*, Vol. 32 No. 2, pp 371-387.
- McConnell, J.J. and Servaes, 11 1995: Equity Ownership and the Two Faces of Debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 131–157.
- Morck, R.; Schleifer, A. and Vishny, R.N. 1988: Management Ownership and Market Valuation, *Journal of Financial Economics*, Vol 20, pp. 293–315.

- Pinteris, George, 2002, Ownership structure, Board Characteristic and Performance of Argentine Banks, *gpinter@uiue.edu*.
- Putterman, L., 1993, Ownership and the Nature of Firm, *Journal of Comparative Economics*, 17, (2), 243–263.
- Republik Indonesia, Undang Undang No. 1 Tahun 1995, tentang Perseroan Terbatas. LN No 13.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield and Jeffrey Jaffe, 1996, *Corporate Finance*, USA, Richard D. Irwin.
- Shleifer, A. dan Vishny R. W, 1986, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94, 461–488.
- _____, 1997, A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 2.
- Stein, Jeremy, 2001, Agency, Information and Corporate Investment in George Constantinides, Milt Harris and Rene Stulz Eds., *Handbook of the Economics of Finance*, Forthcoming.
- Stulz, Rene, 1990, Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, 26, 3–37.
- Sukrisno Agus, 2004, Good Corporate Governance Practice in Indonesia and Malaysia, *Usahawan*, 10, Oktober.
- Syakhrosa, Akhmad, 2004, Model Komisaris untuk Efektivitas GCG di Indonesia, *Usahawan*, 05, Mei.
- Tabalujan, Benny Simon. 2002. Family Capitalism and Corporate Governance of Family-controlled Listed Companies in Indonesia. *University of New South Wales Law Journal*.
- Xu, X., dan Y. Wang, 1997, Ownership Structure Corporate Governance, and Firm's Performance: The Case of Chinese Stock Companies, World Bank Working Paper, No. 1742.
- Zhuang, J., D. Edwards, D. Webb dan V. Capulong, 2000, Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand, *Asian Development Bank*, Vol. 1.

RIWAYAT HIDUP

DATA PRIBADI

Nama lengkap : Prof. Dr. Drs. Ec. H. Amiruddin Umar
NIP : 130604268
Tempat/tanggal lahir : Sidoarjo, 11 Oktober 1949
Agama : Islam
Status perkawinan : Kawin
Nama istri : Dra. Ec. Titiek Nurhidayati
Jumlah anak : 3 orang
1. Amalia Rizki, SE, Ak. MSi
2. Rizma Chairani (Almarhumah)
3. Zulfikar Amir
Jabatan : Guru Besar Ilmu Ekonomi-Manajemen

RIWAYAT PENDIDIKAN SINGKAT

1. Pendidikan Dasar dan Menengah

Tahun 1960 : Lulus Sekolah Rakyat di Ploso, Sidoarjo
Tahun 1963 : Lulus SMP Negeri I di Sidoarjo
Tahun 1967 : Lulus SMA Negeri di Sidoarjo

2. Pendidikan Tinggi

Tahun 1977 : Lulus Drs. Ec. dari FE -UNAIR di Surabaya
Tahun 1995 : Lulus DR dari Pascasarjana Unair di Surabaya

3. Pendidikan Tambahan

Tahun 1983 : Penataran P3 Pola 120 jam di Surabaya
Tahun 1984 : Pendidikan Program Akta V
Tahun 1992 : Sandwich Program di University of Kentucky, di
USA
Tahun 1996 : P4 bagi Guru Besar, Guru Besar Madya dan Lektor
Kepala di Cisarua.

RIWAYAT PEKERJAAN

- Tahun 1977–sekarang : Dosen Tetap Fakultas Ekonomi
Universitas Airlangga
- Tahun 1995–sekarang : Dosen Pascasarjana S2 dan S3
Universitas Airlangga
- Mata Kuliah Asuhan : Manajemen Keuangan, Manajemen
Investasi dan Manajemen Strategik

RIWAYAT JABATAN FUNGSIONAL

1. Asisten Ahli Madya 1 Desember 1978
2. Asisten Ahli 1 April 1980
3. Lektor Muda 1 April 1982
4. Lektor Madya 1 April 1984
5. Lektor 1 Oktober 1986
6. Lektor Kepala 1 Januari 2001
7. Guru Besar 1 Juni 2004

KEANGGOTAAN ORGANISASI/PROFESI

1. Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia (ISEI)
2. Ikatan Alumni Universitas Airlangga (IKA AIRLANGGA)

KARYA ILMIAH DAN PENELITIAN DALAM 8 TAHUN TERAKHIR

1. Reaksi Pasar atas Pengumuman Akuisisi: Studi pada Bursa Efek Jakarta. Diterbitkan Majalah Ekonomi FE-Unair Th XI, No. 2, Agustus 2001 ISSN 0854-3038.
2. Mekanisme Terciptanya Efisiensi Pasar Modal. Diterbitkan Majalah Ekonomi FE-Unair Th XI, No. 3, Desember 2001 ISSN 0854-3038.
3. Teka-teki Small-Firm Anomaly di BEJ. Diterbitkan Jurnal IPS dan Pengajarannya Tahun 36, No. 3, Desember 2002 Terakreditasi No. 69/DIKTI/Kep/2000 Tgl. 31 Maret 2000.

4. Reaksi Harga Saham terhadap Sidang Paripurna DPR-RI tanggal 30 Mei 2001. Diterbitkan Majalah Ekonomi FE-Unair Th XII, No. 1, April 2002 ISSN 0854-3038.
5. Hubungan Ukuran Perusahaan, Pengungkapan Informasi, Leverage Keuangan dan Ketepatan Waktu Publikasi Laporan dengan Unexpected Earning dalam Publikasi Laporan Keuangan Tahunan. Diterbitkan Majalah Ekonomi FE-Unair Th XII, No. 3, Desember 2002 ISSN 0854-3038 Terakreditasi No. 52/DIKTI/Kep/2002.
6. Hubungan Keputusan Pendanaan, Peluang Pertumbuhan dan Struktur Kepemilikan: Suatu Prespektif Keagenan. Diterbitkan Majalah Ekonomi FE-Unair Th XII, No. 1, April 2002 ISSN 0854-3038 Terakreditasi No. 52/DIKTI/Kep/2002.
7. Reaksi Harga Saham terhadap Publikasi Dividen Kasus di BEJ Periode 1997-2001. Diterbitkan Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen Vol. 3 No. 2, Mei 2003 ISSN 1412-1824.
8. Reksadana dan Kinerjanya. Disajikan dalam Seminar Nasional tgl. 24 Juli 1999 diselenggarakan oleh Deperindag.
9. Analisis Struktur Industri. Disajikan dalam Seminar Nasional tgl. 16 September 1997.
10. Faktor-faktor yang Berpengaruh terhadap Price Earning Ratio Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Disajikan dalam Seminar Nasional Forum Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis tgl. 21-22 Nopember 1997.
11. Ukuran Kerja Finansial Terbaik. Disajikan dalam Seminar Nasional tgl 1 Oktober 2000 diselenggarakan oleh Departemen Perindustrian dan Perdagangan RI Balai Latihan Industri Surabaya.
12. Pengembangan Tim Kerjasama yang Efektif dan Efisien. Disajikan dalam Seminar Nasional Pegawai Bank Rakyat Indonesia dalam rangka Reorganisasi BRI Unit tgl 8 Agustus 1998 di Surabaya.

13. Relefansi Informasi Pendapatan per Saham dan Informasi Baru. Diterbitkan pada Jurnal Ekonomi Bisnis FE Universitas Negeri Malang Edisi Th 8, No. 2, Bulan Agustus 2003 ISSN 0853-7283, Terakreditasi Sk Dirjen Dikti No. 34/DIKTI/Kep/2003 tgl. 10 Juni 2003.
14. Manajemen Konflik. Disajikan dalam Seminar Nasional dalam rangka Peningkatan Intensifikasi Kepemimpinan Perusahaan Daerah Air Minum Kotamadya Dati II Surabaya, 13 Januari 1997.

