

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN
DALAM MEKANISME CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP
COST OF EQUITY CAPITAL**

Tarjo

Universitas Trunojoyo

E-mail: tarjo2005@yahoo.com

Artikel diterima: 7 Agustus 2010

Revisi terakhir: 21 September 2010

Abstract

Corporate governance mechanisms believed to have strong impact to the companies' performance. Corporate governance mechanisms examined in this study are managerial ownership and institutional ownership structure. The purposes of this study are to know the variables effect of managerial ownership and institutional ownership on cost of equity capital. The samples of the study are firms listed in Jakarta Stock Exchange in 2005. The F-test on the all variables at the level confidence 1% indicates the effect of all variables on cost of equity capital is significant.

The result of this study showed that managerial ownership and institutional ownership have positive significant impact (at the level of confidence 1% and 5%) on the cost of equity capital. However this result showed that corporate governance mechanisms fail to decrease the cost of equity capital.

Keywords: *corporate governance, managerial ownership, institutional ownership, cost of equity capital.*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Isu utama penelitian ini adalah mempertanyakan apakah *good corporate governance* mampu diandalkan dalam mengelola perusahaan. Jika memang dapat diandalkan apakah elemen *good corporate governance* yang diproksikan dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mampu menurunkan *cost of equity capital* yang rendah. *Corporate governance* merupakan mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas (*outside investor/ minority shareholders*) dari pengambilalihan (*expropriation*) yang dilakukan oleh para manajer dan pemegang saham pengendali (*insider*) dengan penekanan pada mekanisme legal (Shleifer dan Vishny, 1997). Sementara La Porta *et al.* (1999) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat mekanisme yang digunakan oleh *out-side investor* untuk melindungi dirinya dari kecurangan (*expropriation*) yang di-lakukan oleh *insider*. Sedangkan

cost of equity capital (CofC) merupakan *cost* yang dikeluarkan untuk membiayai sumber pembelanjaan (*source of financing*) (Modigliani dan Miller, 1958: 261-297). *Cost of equity capital* dapat diidentifikasi sebagai tingkat *return* minimum yang disyaratkan oleh penggunaan *cost of equity* (modal ekuitas) atas investasi. *Cost of equity capital* berkaitan dengan risiko investasi saham perusahaan.

Salah satu sebab sulitnya Indonesia untuk keluar dari krisis keuangan dikarenakan tata kelola perusahaan yang buruk. Perusahaan-perusahaan di Indonesia sebagian besar dikuasai oleh keluarga atau kelompok tertentu. Penelitian yang dilakukan Claessens *et al.* (2000) menemukan 68,6% perusahaan-perusahaan di Indonesia dikuasai oleh keluarga. Hal ini menyebabkan rentannya *expropriation* terhadap pemegang saham minoritas. Masalah dasar dalam *corporate governance* adalah pemberian jaminan kepada pemberi dana bahwa mereka akan mendapatkan *return* dari investasi mereka.

Corporate governance merupakan salah satu isu penting dalam masalah keagenan. Mekanisme *corporate governance* selanjutnya bertujuan untuk memastikan bahwa hak pemegang saham minoritas tidak dirugikan, tindakan manajemen dimonitor, dan bila kinerja manajer buruk diganti (Gibson, 1999). *Corporate governance* berkaitan *cost of equity capital* (Chen *et al.*, 2004; Ashbaugh *et al.*, 2004).

Praktik *good corporate governance* diharapkan menekan *cost of equity capital* yang rendah. Jika suatu perusahaan telah menerapkan *good corporate governance* artinya ada jaminan bahwa perusahaan dikelola secara profesional yang berarti mengurangi estimasi risiko, sehingga mengurangi *cost of equity capital*. Temuan Chen *et al.* (2004) dan Ashbaugh *et al.* (2004) menunjukkan bahwa *corporate governance* berhubungan negatif dengan *cost of equity capital*. *Corporate governance* merupakan mekanisme yang dapat digunakan untuk menurunkan biaya keagenan dan dapat menurunkan *cost of equity capital*.

Menurut teori keagenan untuk mengatasi masalah ketidakselarasan kepentingan antara manajemen dan pemilik, salah satunya melalui transparansi pengelolaan perusahaan. Jensen (1993) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dapat mengurangi dorongan untuk melakukan tindakan manipulasi, sehingga laba yang dilaporkan mencerminkan keadaan ekonomi perusahaan yang bersangkutan. Penelitian Chtourou *et al.* (2001), Xie (2001) menunjukkan bahwa peran aktif dewan direktur dan komite audit dalam proses pelaporan keuangan akan membatasi manajemen melakukan kecurangan melalui manajemen laba. Midiastuty dan Machfoedz (2003) menemukan bahwa mekanisme kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional yang merupakan proksi *corporate governance* berhubungan negatif dengan manajemen laba.

Informasi asimetris yang semakin besar mendorong manajemen untuk melakukan manajemen laba. Dalam realitas, biasanya satu pihak memiliki keuntungan informasi yang lebih banyak dibanding yang lain. Kenyataan inilah yang disebut informasi asimetris (Scott (2003: 7-13). Manajer cenderung melakukan manipulasi laba melalui manajemen laba dalam berbagai pola (Sugiri, 1998) seperti

taking a bath (Healy, 1985), *income minimization* (Ca-han, 1992). Manajemen laba tersebut diakibatkan oleh adanya informasi asimetris antara manajemen (agen) dan pemegang saham (pemilik). Richardson (1998) menunjukkan bahwa terdapat hubungan sistematis antara informasi asimetris yang diukur dengan *bid-ask spreads* dan tingkat manajemen laba selama *seasoned equity offerings*.

Adanya informasi asimetris akan menyebabkan *cost of equity capital* meningkat. Dilihat dari *bid-ask spread* yang merupakan proksi informasi asimetris, komponen yang secara langsung terkait dengan *signaling* adalah *adverse* informasi. *Adverse* informasi terjadi karena beberapa orang manajer dan *insider* lain lebih tahu tentang kondisi perusahaan sekarang dan prospeknya di masa mendatang daripada investor atau pihak luar sehingga dalam praktik banyak cara untuk dapat mengeksploitasi keuntungan informasi di atas kerugian yang lain. Dengan demikian biaya pemrosesan dari para partisipan pasar akan meningkat dan hal ini akan memengaruhi likuiditas pasar. Jika biaya pemrosesan tinggi, maka pasar menjadi kurang likuid. Penurunan likuiditas dan peningkatan informasi asimetris ini akan membawa dampak pada biaya transaksi yang tinggi, sehingga *cost of equity capital* juga meningkat.

Berperannya kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial dalam mekanisme *good corporate goverance* akan menghambat manajemen melakukan manipulasi laba melalui manajemen laba. *Corporate governance* akan menurunkan informasi asimetris antara manajer dan pemilik. *Corporate governance* dan menurunnya manajemen laba serta rendahnya informasi asimetris akan mendorong turunnya *cost of equity capital*.

Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah struktur kepemilikan *corporate governance* yang diproksikan dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *cost of equity capital*.

Kontribusi Penelitian

Kontribusi penelitian ini adalah:

1. Memberikan kontribusi yang memperkuat teori keagenan yaitu memperoleh gambaran komprehensif mengenai struktur kepemilikan *corporate governance*.
2. Kontribusi yang diberikan kepada perusahaan adalah memberikan bukti empiris bahwa struktur kepemilikan *corporate governance* berpengaruh terhadap *cost of equity capital*.
3. Memberikan kontribusi kepada Badan Pengawas dan Penanaman Pasar Modal (BAPEPAM) maupun Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk membuat kebijakan dalam kaitannya terhadap struktur kepemilikan *corporate governance*.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Corporate Governance

Corporate governance merupakan tata kelola perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip keterbukaan (*transparency*), akuntabilitas (*accountability*), pertanggungjawaban (*responsebility*), independensi (*independency*), dan kewajaran (*fairness*). Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas (*outside investor/minority shareholders*) dari pengambilalihan (*expropriation*) yang dilakukan oleh para manajer dan pemegang saham pengendali (*insider*) dengan penekanan pada mekanisme legal. *Corporate governance* berarti ada jaminan bahwa manajemen benar-benar menjalankan tugasnya sebagai agen sebagaimana yang diamanahkan oleh pemilik (*principal*). Oleh karena itu mekanisme *corporate governance* diharapkan tidak ada lagi pihak yang superior memiliki informasi dan mengetahui prospek perusahaan di masa yang akan datang. Dengan demikian informasi asimetris bisa diminimalisasi.

Pelaksanaan *corporate governance* di Indonesia dinilai belum begitu baik. Kurniawan dan Indriantoro (2000) melakukan identifikasi *corporate governance* secara kualitatif dengan menemukan bahwa (1) struktur kepemilikan yang masih didominasi keluarga menyebabkan perlindungan terhadap investor kecil masih lemah; (2) fungsi dewan komisaris dalam mem-bawa aspirasi/kepentingan pemegang saham non-mayoritas juga masih lemah; (3) belum adanya kewajiban mem-bentuk komite audit (*audit committee*) sehingga informasi keuangan yang disampaikan diragukan kualitasnya; (4) praktik *fair business* yang masih lemah; (5) transparansi dan *disclosure* yang masih rendah; (6) praktik manajemen risiko yang belum baik; dan (7) perlindungan kreditor yang masih lemah.

Ada dua hal yang ditekankan dalam konsep *good corporate governance*, pertama pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar (akurat) dan tepat waktu. Kedua, kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu dan transparan terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan *stakeholders*.

Corporate governance berarti berperannya kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen dalam memantau beroperasinya perusahaan, sehingga manajemen benar-benar menjalankan tugas secara profesional sesuai yang diamanahkan oleh pemilik (*principal*). Menurut teori keagenan untuk mengatasi masalah ketidakselarasan kepentingan antara manajemen dan pemilik, salah satunya melalui *corporate governance*. Jensen (1993) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dapat mengurangi dorongan untuk melakukan tindakan manipulasi, sehingga laba yang dilaporkan mencerminkan keadaan ekonomi perusahaan yang bersangkutan yang sesungguhnya.

Teori Keagenan

Teori keagenan terfokus pada dua individu, yaitu prinsipal dan agen. Prinsipal adalah pemegang saham dan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Teori

keagenan membahas masalah-masalah yang berkaitan dengan pemisahan kepemilikan dan *monitoring* terhadap perusahaan. Pemisahan itulah pada akhirnya sering menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen.

Teori keagenan memiliki asumsi bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan diri sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara *principal* dan *agent*. Pemegang saham sebagai pihak *principal* mengadakan kontrak untuk memaksimalkan kesejahteraan dirinya dengan profitabilitas yang selalu meningkat. Manajer sebagai *agent* termotivasi untuk memaksimalkan pemenuhan kebutuhan ekonomi dan psikologisnya antara lain dalam hal memperoleh investasi, pinjaman, maupun kontrak kompensasi. Masalah keagenan muncul karena adanya perilaku oportunistik dari *agent*, yaitu perilaku manajemen untuk memaksimalkan kesejahteraannya sendiri yang berlawanan dengan kepentingan *principal*. Manajer memiliki dorongan untuk memilih dan menerapkan metode akuntansi yang dapat memperlihatkan kinerjanya yang baik untuk tujuan mendapatkan bonus dari *principal*.

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak dimana satu atau lebih prinsipal menyewa orang lain (agen) untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka dengan mendelegasikan beberapa wewenang untuk membuat keputusan kepada pihak agen. Dalam teori keagenan, prinsipal (pemilik) dan agen (manajer) mempunyai kepentingan yang berbeda, manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya untuk memaksimalkan kesejahteraannya.

Selanjutnya Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi biaya keagenan menjadi tiga kelompok, yaitu (1) *the monitoring expenditure by the principal*, hal ini berupa biaya pengawasan yang harus dikeluarkan oleh pemilik (prinsipal), (2) *the bonding cost*, hal ini berupa biaya yang harus dikeluarkan akibat *monitoring* yang harus dikeluarkan prinsipal kepada agen, dan (3) *the residual cost*, hal ini berupa pengorbanan akibat berkurangnya kemakmuran prinsipal karena adanya perbedaan keputusan antara prinsipal dan agen.

Cost of Equity Capital

Cost of equity capital (CofC) merupakan biaya yang dikeluarkan untuk membiayai sumber pembelanjaan (*source of financing*) (Modigliani dan Miller, 1958: 261-297), Brigham dan Houston (1998: 352), Block dan Hirt (2000: 300). *Cost of equity capital* dapat diidentifikasi sebagai tingkat *return* minimum yang disyaratkan oleh penggunaan *cost of equity* (modal ekuitas) atas investasi.

Kepemilikan Manajerial dan *Cost of Equity Capital*

Masuknya pemegang saham dalam jajaran manajemen akan mendorong terciptanya *cost of equity capital* yang rendah. Artinya manajemen akan berusaha bekerja keras untuk menghasilkan *return* yang tinggi. Apabila demikian yang terjadi maka kepemilikan manajerial yang merupakan salah satu proksi *corporate governance* dapat menurunkan *agency costs* antara manajer dan pemilik.

Menurut teori keagenan untuk mengatasi masalah ketidakselarasan kepentingan antara manajemen dan pemilik, salah satunya melalui transparansi pengelolaan perusahaan. Jensen (1993) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dapat mengurangi dorongan untuk melakukan tindakan manipulasi, sehingga laba yang dilaporkan mencerminkan keadaan ekonomi perusahaan yang bersangkutan. Midiastuty dan Machfoedz (2003) menemukan bahwa mekanisme kepemilikan manajerial yang merupakan proksi *corporate governance* berhubungan negatif dengan manajemen laba.

Ashbaugh *et al.* (2004) memberikan bukti bahwa atribut *corporate governance* yang meliputi struktur kepemilikan, *stakeholder*, dan struktur dewan direktur memengaruhi *cost of equity capital* melalui beta. Sedangkan penelitian Chen *et al.* (2004) membuktikan bahwa sistem *corporate governance* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *cost of equity capital*. Berdasarkan penelitian tersebut membuktikan bahwa kepemilikan manajerial mampu menurunkan *agency costs* antara manajer dan pemilik. Dengan demikian semakin rendah *agency costs* maka *cost of equity capital* juga rendah. Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₁: Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap *Cost of Equity Capital*

Kepemilikan Institusional dan *Cost of Equity Capital*

Kepemilikan institusional merupakan saham yang dimiliki oleh institusi dari total saham yang beredar. Penulis berpendapat bahwa institusi sebagai pemegang saham merupakan fenomena yang menarik untuk didiskusikan. Pertanyaannya adalah apa motivasi suatu institusi tertarik membeli saham perusahaan lain? Apakah tujuan membeli saham perusahaan lain tersebut semata-mata hanya untuk investasi sehingga memperoleh keuntungan selain dari kegiatan utama bisnisnya. Atau ada motivasi politik untuk menguasai perusahaan lain? Kalau motivasinya adalah untuk memperoleh keuntungan atas modal yang ditanamkan, maka hal inilah yang menarik untuk didiskusikan. Masuknya institusi sebagai pemegang saham akan menjadi motivasi tersendiri bagi manajer untuk meningkatkan kinerjanya. Institusi sebagai pemilik menjadi suatu alat yang sangat kuat untuk memantau kinerja manajer. Perusahaan yang memiliki kinerja yang baik tentunya akan direaksi oleh pasar dalam bentuk meningkatnya permintaan sekuritas perusahaan dan naiknya harga saham sehingga akan menurunkan *cost of equity capital*.

Midiastuty dan Machfoedz (2003) menemukan bahwa mekanisme kepemilikan institusional yang merupakan proksi *corporate governance* berhubungan negatif dengan manajemen laba. Atas dasar penelitian tersebut menunjukkan bahwa masuknya suatu institusi sebagai pemegang saham akan membatasi peluang manajemen untuk melakukan manipulasi laba melalui manajemen laba. Manajemen sepertinya merasa khawatir kepada pemilik institusional apabila melakukan rekayasa laba karena ada banyak pihak yang mengawasi tindakannya. Dengan demikian kepemilikan institusional mampu menekan terjadinya manajemen laba, sehingga para pemegang saham merasa tidak dikelabui oleh manajemen. Kejujuran manajemen

yang tidak mengelabui para pemegang saham akan direaksi positif oleh pasar saham yang berdampak pada meningkatkan permintaan sekuritas perusahaan dan meningkatkan harga pasar sehingga mengurangi *cost of equity capital*. Hasil survei Coombes dan Watson (2000) memperlihatkan bahwa investor bersedia memberi premium kepada perusahaan yang baik menerapkan *corporate governance*. Ashbaugh *et al.* (2004) memberikan bukti bahwa atribut *corporate governance* yang meliputi struktur kepemilikan memengaruhi *cost of equity capital* melalui beta. Sedangkan penelitian Chen *et al.* (2004) membuktikan bahwa sistem *corporate governance* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *cost of equity capital*. Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₂: Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap *Cost of Equity Capital*.

METODE PENELITIAN

Populasi, Sampel, dan Metode Pengambilan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Indo-nesia (BEI). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada PT. BEI pada periode 2005. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria. Kriteria sampel meliputi:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI hingga periode 2005.
2. Perusahaan menyediakan laporan keuangan.
3. Perusahaan memiliki data mengenai kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.
4. Memiliki struktur kepemilikan yang menyebar.

Sampel berjumlah 45 perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEI tahun 2005 dengan rincian sebagai berikut:

Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia hingga tahun 2005	330 perusahaan
Dikurangi: Perusahaan non-manufaktur	(165 perusahaan)
Perusahaan manufaktur	165 perusahaan
Dikurangi: Perusahaan yang <i>delisting</i>	(8 perusahaan)
Perusahaan yang datanya tidak lengkap	(23 perusahaan)
Perusahaan yang belum menyampaikan laporan keuangan tahun 2005	(14 perusahaan)
Perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi	(55 perusahaan)
Perusahaan yang tidak memiliki investor institusional	(20 perusahaan)
Jumlah sampel akhir	45 perusahaan

Sumber: Diolah.

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik penelitian ini meliputi asumsi normalitas, heteroskedastisitas, dan multikolinearitas.

Pengukuran Variabel

1. Variabel Dependen

Variabel dependen adalah *cost of equity capital*. Estimasi *cost of equity capital* dilakukan dengan menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) seperti yang dilakukan oleh Komalasari dan Baridwan (2001) dan Mardiyah (2002) dengan formula sebagai berikut:

$$COC_{i,t} = R_{ft} + \beta_i (R_{mt} - R_{ft})$$

Keterangan:

COC = *cost of equity capital*

R_{ft} = *return* bebas risiko yang diprosikan dengan tingkat suku bunga SBI 1 bulan

R_{mt} = *return* pasar yang diperoleh dari indeks harga saham gabungan (IHSG) pada hari t ditambah IHSG pada hari $t - 1$ dibagi dengan IHSG pada hari $t - 1$.

β_i = risiko tidak sistematis untuk setiap saham perusahaan i . Nilai β_i diperoleh melalui regresi model pasar dengan periode estimasi selama 120 hari sebelum *event windows*.

Variabel Independen

Variabel independen penelitian ini adalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial diukur dengan jumlah saham yang dimiliki manajemen dari total saham beredar. Sedangkan kepemilikan institusional diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki institusi dari total saham beredar. Penelitian ini juga menambahkan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.

Model Penelitian dan Pengujian Hipotesis

Model penelitian untuk menguji hipotesis adalah:

$$COC = \alpha + \beta_1 KM + \beta_2 KI + \beta_3 SIZE + \varepsilon$$

Keterangan:

COC = *Cost of Equity Capital*

KM = Kepemilikan Manajerial

KI = Kepemilikan Institusional

SIZE = Ukuran Perusahaan

ε = galat (*error*)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data

Untuk memperoleh gambaran umum sampel data penelitian, Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif periode 2005. Kepemilikan manajerial dipresentasikan dengan KM mempunyai rata-rata kepemilikan manajerial (KM) sebesar 0,14375 dengan deviasi standar sebesar 0,12471. Kepemilikan institusional dipresentasikan dengan KI mempunyai rata-rata 0,57712 dengan deviasi standar sebesar 0,17309. Ukuran perusahaan dipresentasikan dengan SIZE mempunyai rata-rata 11,03311 dengan deviasi standar sebesar 0,71696. Sedangkan *cost of equity capital* diberi simbol CoC mempunyai rata-rata 4,90155 dengan deviasi standar sebesar 5,11558.

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik penelitian terdiri atas normalitas, heteroskedastisitas, dan multikolinearitas. Hasil pengujian normalitas sebagaimana pada Lampiran 1 Grafik 2 menunjukkan data berdistribusi normal karena titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah diagonal. Begitu juga hasil pengujian heteroskedastisitas pada Lampiran 1 Grafik 2 juga tidak membentuk pola tertentu yang jelas. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas. Sedangkan pengujian multikolinearitas pada Lampiran 2 Tabel 2 menunjukkan angka VIF ada di sekitar angka 1. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa tidak terdapat permasalahan multikolinearitas.

Diskusi Pengujian Hipotesis

Pengujian penelitian ini menggunakan alat statistik regresi *ordinary least square* untuk menganalisis hubungan antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap *cost of equity capital*. Berdasarkan hasil pengujian sebagaimana pada Tabel 2 menunjukkan nilai F-hitung sebesar 8,036 dan signifikansi sebesar 0%. Hal ini berarti variabel-variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan secara statistik berpengaruh signifikan pada tingkat 1% terhadap *cost of equity capital*. Nilai *Adjusted R²* menunjukkan nilai sebesar 0,324. Hal ini berarti *cost of equity capital* mampu dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan sebesar 32,4%, sedangkan 67,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini.

Untuk menjelaskan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen digunakan *t-test*. Hasil pengujian pada Tabel 2 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan positif dengan *cost of equity capital* dan secara statistik signifikan pada tingkat 1%. Berdasarkan hasil tersebut hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *cost of equity capital*, tidak ditolak. Hal ini konsisten dengan penelitian Ashbaugh *et al.* (2004) dan Chen *et al.* (2004) dalam hal signifikansinya, tetapi tidak konsisten dengan nilai koefisiennya. Temuan penelitian ini memberikan tanda koefisien positif sedangkan temuan Ashbaugh *et al.* (2004) dan Chen *et al.* (2004) memiliki koefisien negatif.

Koefisien positif temuan ini artinya semakin besar persentase kepemilikan manajerial, maka semakin besar *cost of equity capital*. Hal ini berarti berdasarkan data yang digunakan dalam penelitian ini ternyata kepemilikan manajerial sebagai elemen *good corporate governance* tidak berhasil menurunkan *cost of equity capital*. Peneliti menduga bahwa koefisien positif temuan ini disebabkan manajemen yang juga sebagai pemilik cenderung membenarkan dirinya sendiri. Sehingga pasar akan mereaksi secara negatif dalam bentuk turunnya permintaan sekuritas perusahaan dan harga pasar yang selanjutnya berdampak positif terhadap *cost of equity capital*.

Hasil pengujian pada Tabel 2 juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berhubungan positif dengan *cost of equity capital* dan secara statistik signifikan pada tingkat 5%. Berdasarkan hasil tersebut hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *cost of equity capital*, tidak ditolak. Signifikansi temuan ini konsisten dengan penelitian Chen *et al.* (2004), tetapi tidak konsisten dalam hal tanda koefisiennya. Koefisien positif temuan ini artinya semakin besar persentase kepemilikan institusional, maka semakin besar *cost of equity capital*. Hal ini berarti berdasarkan data yang digunakan dalam penelitian ini ternyata kepemilikan institusional sebagai elemen *good corporate governance* tidak berhasil menurunkan *cost of equity capital*. Dugaan peneliti hal ini disebabkan pemilik dari suatu institusi tidak mampu mendorong perusahaan menciptakan *cost of equity capital* yang rendah. Artinya institusi sebagai pemegang saham tidak mendapatkan reaksi positif pasar sekuritas dan harga saham sehingga selanjutnya meningkatkan *cost of equity capital*.

Ukuran perusahaan (SIZE) sebagai variabel kontrol memiliki koefisien negatif dan secara statistik signifikan pada tingkat 5%. Hal ini berarti *cost of equity capital* akan turun seiring dengan semakin besarnya perusahaan. Koefisien sebesar -0,322 artinya setiap kenaikan persentase ukuran perusahaan sebesar 1%, maka akan menurunkan *cost of equity capital* sebesar 0,322 dengan asumsi variabel bebas yang lain dalam kondisi konstan.

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Simpulan

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan positif dengan *cost of equity capital* dan secara statistik signifikan pada tingkat 1%. Sedangkan hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berhubungan positif dengan *cost of equity capital* dan secara statistik signifikan pada tingkat 5%. Variabel kontrol ukuran perusahaan berhubungan negatif signifikan terhadap *cost of equity capital*.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan, antara lain:

1. Variabel elemen mekanisme *good corporate governance* yang digunakan dalam penelitian ini hanya kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

2. Sampel yang digunakan hanya 45 perusahaan dan periode penelitian hanya tahun 2005.

Saran

1. Bagi penelitian selanjutnya perlu menambah variabel elemen mekanisme *good corporate governance* seperti pengalaman dewan komisaris dan keahlian komite audit.
2. Bagi penelitian selanjutnya perlu menambah periode waktu penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Ashbaugh, H., D.W. Collins, dan R. LaFond, 2004, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681
- Botosan, C.A., 1997, Disclosure Level and the Cost of Capital, *Accounting Review* 72, July, pp. 323-349.
- , dan Plumlee, M.A., 2000, Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysis' Ranking of Corporate Disclosure and Alternative Methods of Estimating Expected Cost of Equity Capital. http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=224385.
- , dan Plumlee, M.A., 2001, A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 1 March, pp. 21-40.
- Brigham, Eugene F., dan Houston, Joel, F., 1998, Fundamentals of Financial Management, Eight Edition, The Dryden Press Harcourt Brace College Publisher.
- Chang, Lucia S., Most, Kenneth S., dan Brain, Carlos W., 1983, The Utility of Annual Report: An International Study, *Journal of International Business* (Spring/Summer), hal. 63-84.
- Chen, Kevin C.W., Z. Chen, dan K.C. John Wei, 2004, Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets. http://www.bm.ust.hk/~acct/acsymp2004/Papers/Chen_n.pdf.
- Chtourou, S.M., J. Bedard, L., dan Courteau, L., 2001, Corporate Governance and Earnings Management. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=275053
- Claessens, S., S. Djankov, dan L.H.P. Lang, 2000, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation, *Journal of Financial Economics* 59: 81-112.
- Coles, J., dan U. Loewenstein, 1988, Equilibrium pricing and portfolio under parameter uncertainty, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (September), hal. 347-364.
- Coombes, Paul dan Mark Watson, 2000, Three Surveys on Corporate Governance, *The McKinsey Quarterly*, No. 4.
- Desai, M.A., A. Dyck, dan L. Zingales, 2003, Corporate Governance and Taxation, <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1093&context=alea>.
- Diamond, D.W., dan Verrechia, 1991, Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital, *Journal of Finance*, September, hal. 1325-1359.
- Financial Accounting Standard Board (FASB), 1978, Statement of Financial Accounting Concepts No. 1, Objective of Financial Reporting by Business Enterprises.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI), 2000, Latar Belakang Corporate Governance, www.fcgi.or.id.

- Gibson, S.M., 1999, Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Market? *Working Paper*,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=205808.
- Handa, P., dan S. Linn, 1993, Arbitrage Pricing with-Estimation Risk, *Journal of Financial Economics*, March, hal. 81-100.
- Jensen, M. C., dan Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M.C., 1993, The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System, *Journal of Finance* 48: 831-880.
- Jones, J., 1991, *Earnings Management during Import Relief Investigations*, Journal of Accounting Research, hal. 193-228.
- Khomsiyah, dan Susanti, 2003, Pengungkapan, Informasi asimetris, dan Cost of Equity Capital, *Makalah Simposium Nasional Akuntansi ke V*, di Universitas Diponegoro Semarang, hal. 1008-1021.
- Kim, O., dan R. Verrechia, 1994, Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcements, *Journl of Accounting and Economics* 17, January, hal. 41-67.
- Komalasari, Puput Tri, dan Baridwan, Zaki, 2001, Informasi asimetris dan Cost of Capital, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 4., No. 1, hal. 64-81.
- Krinsky dan Lee, 1996, Earnings Announcement and the Components of the Bid-Ask Spreads, *Journal of Finance* 51, September, hal. 1523-1535.
- Kurniawan, M. Dudi dan Nur Indriantoro, 2000, Corporate Governance in Indonesia, The Role of Disclosure in Strengthening Corporate Governance and Accountability, *The Second Asian Roundtable on Corporate Governance*, Hongkong 31 May – 2 June 2000.
- Lambert, R., Leuz, C., and Verrechia, R.E., 2005, Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=501547.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes; A. Shleifer; dan R. Vishny, 1999, Corporate Ownership around the world, *Journal of Finance* 54, hal. 471-517.
- Levy, Haim dan Sarnat, Marshall, 1994, *Capital Investment and Financial Decisions*, Fifth Edition, Prentice Hall, Singapore.
- Mardiyah, A.A., 2002, Pengaruh Informasi Asimetri dan Disclosure terhadap Cost of Equity Capital, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol. 5, No. 2, hal. 229-256.
- Martin, John D., Pety, William J., Keown, Arthur J., and Scott Jr., David F., 1991, *Basic Financial Management*, Fifth Edition, Prentice Hall International Inc., Singapore.
- Midiastuty, P.P. dan Machfoedz, M., 2003, Analisis hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba, Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya, 16-17 Oktober 2003, hal. 176-186.
- Modigliani, F., and M.H. Miller, 1958, The cost of equity, corporate finance, and the theory of investment, *American Economics Review* 48: 261-297.

- Murni, Siti Aisah, 2002, Pengaruh luas ungkapan sukarela dan informasi asimetris terhadap cost of equity capital pada perusahaan publik di Indonesia, Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya, 16-17 Oktober 2003, hal. 316-327.
- Scott, William R., 2003, *Financial Accounting Theory*, Third Edition, Pearson Education Canada Inc., Toronto, Ontario, 368-389.
- Shleifer, A. dan R.W. Vishny, 1997, A survei of corporate governance. *Journal of Finance* 52, hal. 737-783.
- Watts, R., dan Zimmerman, J.L., 1986, *Positive Accounting Theory*.
- Welker, M., 1995, Disclosure policy, informations asymmetry and liquidity in equity markets, *Contemporary Accounting Research* (Spring), hal. 801-828.
- Weston, J. Fred and Copeland, Thomas E., 1996, *Managerial Finance*, 9th ed, The Dryden Press.
- Xie, B., W.N. Davidson III, and P.J. Dadalt, 2001, Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee, Working Paper, July, 5 2001.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304195.

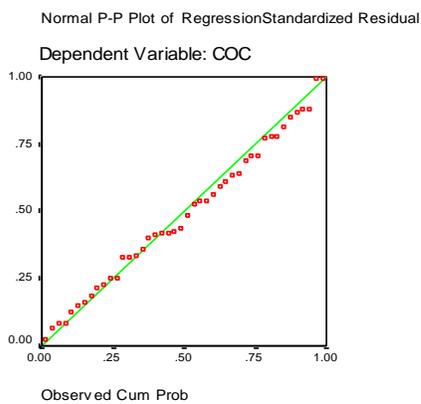
Lampiran 1

Tabel 1: Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KM	45	.00180	.59000	.1437511	.12471318
KI	45	.19410	.84470	.5771271	.17309652
SIZE	45	9.32	12.71	11.0331	.71697
COC	45	.14000	29.10000	4.9015556	5.11558490
Valid N (listwise)	45				

Grafik 1

Uji Normalitas Data

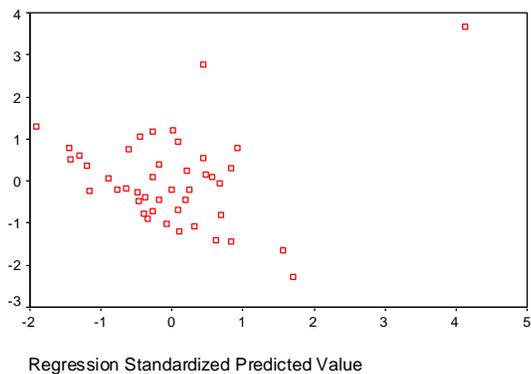


Grafik 2

Uji Heteroskedastisitas

Scatterplot

Dependent Variable: COC



Lampiran 2
Tabel 2
Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	KM	.916	1.091
	KI	.910	1.099
	SIZE	.972	1.029

a. Dependent Variable: COC

TABEL 3
Hasil Pengujian Regresi Berganda

VARIABEL	KOEFISIEN	T-STATISTIK	SIGNIFIKANSI	KETERANGAN
KM	0,534	4,097	0,000	Signifikan 1%
KI	0,308	2,360	0,023	Signifikan 5%
SIZE	-0,322	-2,549	0,015	Signifikan 5%
$R^2 = 0,370$ Adjusted $R^2 = 0,324$ $F = 8,036$ $Sig = 0,000$ $N = 45$				