Luqman Hakim | Sugianto

SENSITIVITAS PERTUMBUHAN DAN NILAI PERUSAHAAN PERBANKAN

DI DALAM TEORI PASAR MODAL EFISIEN

penapersada

SENSITIVITAS PERTUMBUHAN DAN NILAI PERUSAHAAN PERBANKAN DI DALAM TEORI PASAR MODAL EFISIEN

Penulis:
Luqman Hakim
Sugianto

ISBN : 978-623-315-178-8

Editor:
Umar Abduloh

Design Cover :
Retnani Nur Briliant

Layout :
Nisa Falahia

Penerbit CV. Pena Persada
Redaksi :
Jl. Gerilya No. 292 Purwokerto Selatan, Kab. Banyumas
Jawa Tengah
Email : penerbit.penapersada@gmail.com
Website : penapersada.com Phone : (0281) 7771388
Anggota IKAPI

All right reserved
Cetakan pertama : 2015

Hak Cipta dilindungi oleh undang-undang. Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin penerbit

KATA PENGANTAR

Puji.syukur penulis panjatkan kepada Allah Azza wa Jalla, Tuhan Yang Maha Esa, karena atas ijin dan rahmat-Nya buku ini, penulis dapat selesaikan. Di dalam buku yang berjudul "Sensitivitas Pertumbuhan Dan Nilai Perusahaan Perbankan Di Dalam Teori Pasar Modal Efisien" Penulis melakukan kajian terhadap industri perbankan di Indonesia dengan harapan dapat memberikan kontribusi positif untuk para praktisi / pelaku pasar modal atau investor di Bursa Efek Indonesia tidak terkecuali para akademisi.

Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak sangatlah sulit bagi penulis untuk menyelesaikan karya ini, oleh karenanya, penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu penyusunan buku ini sehingga bisa hadir di hadapan pembaca.

Penulis juga menyadari bahwa buku ini masih jauh dari kesempurnaan, sehingga dengan sangat bersenang hati adanya kritik dan saran bersifat membangun untuk maksud penyempurnaan buku ini lebih baik. Akhir kata penulis berdoa kepada Allah Azza wa Jalla, Tuhan Yang Maha Esa kiranya dapat membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu penyelesaian buku ini. Semoga buku ini akan memberikan manfaat kepada semua pihak yang membutuhkan.

Februari 2015

Penulis

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR iii
DAFTAR ISI iv
BAB I PENDAHULUAN 1
A. Nilai Perusahaan 1
B. Pertumbuhan Perusahaan 7
BAB II TEORI SINYAL, TEORI INFORMASI TIDAK SIMETRIS DAN TEORI AGENSI DI DALAM PASAR MODAL EFISIEN ....
A. Pasar Modal Efisien 11
B. Teori Sinyal (*Signaling Theory*) 18
C. Teori Informasi Tidak Simetris (*Asymetric Information Theory*) 21
D. Teori Agensi (*Agency Theory*) 21
BAB III SENSITIVITAS SEKTOR PERBANKAN .....
A. Penilaian Kesehatan Bank dengan Menggunakan Pendekatan Risiko (*Risk Based Bank Rating*/RBBR) 25
B. Profil Risiko (*Risk Profile*) 28
C. *Good Corporate Governance* (GCG) 33
D. Profitabilitas (Rentabilitas - *Earning*) 68
E. Sensitivitas 77
BAB IV PENUTUP 79
DAFTAR PUSTAKA 82

BAB I
PENDAHULUAN

A. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham di pasar modal. Harga saham yang tinggi menjadi indikator nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Nilai perusahaan dalam kajian ini didefinisikan sebagai nilai pasar saham. Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimumkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2005).

Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Menurut Husnan (2002) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual, didukung oleh penelitian Keown (2004) yang menyebutkan nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Dalam penelitian yang lain, Nurlela dan Islahuddin (2008) menyimpulkan nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris.

Secara umum banyak metode dan teknik yang telah dikembangkan dalam kajian nilai perusahaan, diantaranya adalah:

1. Pendekatan laba antara lain metode rasio tingkat laba atau *price earning ratio* dan metode kapitalisasi proyeksi pendapatan;
2. Pendekatan arus kas antara lainmetode diskonto arus kas (*discounted cash flow*);
3. Pendekatan dividen antara lain metode pertumbuhan dividen;
4. Pendekatan aktiva antara lainmetode kapitalisasi kelebihan pendapatan (*excess earning method*) dan metode Penyesuaian Aset Bersih (PAB);
5. Pendekatan pasar (*market based approach*) antara lain metode perusahaan terbuka sebagai pembanding dan metode pembanding perusahaan merger dan akuisisi.
6. Pendekatan *Economic Value Added.*

Di dalam Nurlela dan Islahuddin .(2008), bahwa *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Dalam penilaian perusahaan terkandung unsur proyeksi, asuransi, perkiraan, dan *judgment*. Ada beberapa konsep dasar penilaian yaitu : nilai ditentukan untuk suatu waktu atau periode tertentu; nilai harus ditentukan pada harga yang wajar; penilaian tidak dipengaruhi oleh kelompok pembeli tertentu.

Pada dasarnya tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Akan tetapi di balik tujuan tersebut masih terdapat konflik antara pemilik perusahaan dengan penyedia dana sebagai kreditur. Jika perusahaan berjalan lancar, maka nilai saham perusahaan akan meningkat, sedangkan nilai hutang perusahaan dalam bentuk obligasi tidak terpengaruh sama sekali. Jadi dapat disimpulkan bahwa nilai dari kepemilikan saham bisa merupakan index yang tepat untuk mengukur tingkat efektifitas perusahaan.

Menurut Wijaya dan Wibawa (2010) nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat

terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan alasan itulah, maka tujuan manajemen keuangan dinyatakan dalam bentuk maksimalisasi nilai saham perusahaan, atau memaksimalkan harga saham. Tujuan memaksimalkan harga saham tidak berarti bahwa para manajer harus berupaya mencari kenaikan nilai saham dengan mengorbankan para pemegang obligasi. Nilai perusahaan dapat juga dilihat melalui nilai pasar atau nilai buku perusahaan dari ekuitasnya.

Dari kajian ini penulis mengetengahkan dua teori dasar nilai perusahaan, yaitu hipotesis arus kas bebas (*free cash flow hypothesis*) yang berdasarkan pada laba bersih perusahaan dan nilai perusahaan berdasarkan teori Tobin's Q yang menekankan nilai pasar perusahaan.

1. Arus Kas Bebas

Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Michael C. Jensen (1986). Teori ini juga didukung oleh Easterbrook (1984). Laba bersih perusahaan dalam bidang akuntansi lebih ditekankan, tetapi dalam bidang keuangan, akan berfokus pada arus kas bersih (*net cash flow*) nya. Dengan kata lain laba bersih harus ditambahkan dengan penyusutan. Nilai perusahaan secara keseluruhan ditentukan oleh arus kas yang dihasilkannya. Laba bersih perusahaan memang penting, tetapi arus kas bahkan lebih penting lagi karena dividen yang harus dibayarkan secara tunai dan juga kas diperlukan untuk membeli aset yang dibutuhkan untuk melanjutkan operasi perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Arus kas tidak dapat dipertahankan terus menerus kecuali jika aset tetap yang didepresiasi diganti dan produk-produk baru

dikembangkan, sehingga manajemen tidaklah sepenuhnya bebas menggunakan arus kas semaunya sendiri. Para manajer yang mempunyai kepemilikan yang kecil cenderung memiliki motif untuk bersifat boros. Ini tentu saja akan mendorong agar perusahaan menghasilkan arus kas yang lebih besar. Disini dengan adanya arus kas bebas yang tinggi akan mendorong untuk membayarkan dividen yang lebih tinggi. Diketahui selama perusahaan sanggup untuk membayar pokok pinjaman plus bunga selain membayar biaya operasional dan penggunaan dana untuk menjalankan operasional perusahaan (rata rata tertimbang biaya modal) maka pasti kelebihannya itu merupakan arus kas bebas yang nantinya dapat mendorong ke arah pembagian dividen. Hal ini didasarkan pada kerangka agen – pemilik. Menurut kerangka ini, dividen digunakan oleh para pemegang saham sebagai suatu alat untuk mengurangi *overinvestment* yang dilakukan oleh seorang manajer. Para manajer yang mengendalikan perusahaan cenderung akan menginvestasikan uang kas nya dalam proyek – proyek dengan *net present value* yang negatif, tetapi justru akan meningkatkan kegunaan pribadi para manajer. Jadi sesuai dengan pertentangan kepentingan antara para manajer dengan pemegang saham atau investor yang berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan maka perimbangan biaya modal, baik biaya modal sendiri maupun biaya modal pinjaman perlu dijaga. Jensen (1986) adalah dua pakar yang paling banyak bekerja untuk menguji model ini. Easterbrook (1984) merumuskan hipotesis bahwa dividen digunakan untuk mengambil *free cash flow* dari penguasaan para manajer dan dibayarkannya kepada para pemegang saham. Hal ini memastikan bahwa para manajer itu harus menggunakan pasar modal untuk memenuhi pembiayaan yang diperlukan untuk proyek – proyek baru. Kebutuhan untuk menggunakan pasar modal memaksa suatu sikap disiplin dari para manajer.

2. Nilai Perusahaan Berdasarkan Rasio Tobin's Q

Rasio-rasio keuangan digunakan investor untuk mengetahui nilai pasar perusahaan. Rasio tersebut dapat memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan di masa lampau dan prospeknya dimasa depan. Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena dalam Tobin's Q memasukkan semua unsur utang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh asset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investorsaja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditur karena sumberpembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditur (Sukamulja, 2004).

Rasio Tobin's Q didefinisikan sebagai rasio nilai pasar perusahaan dibagi dengan nilai pengganti aktiva perusahaan. Jika nilai q lebih besar dari satu, maka dapat disimpulkan bahwa pasar mengakui nilai aktiva perusahaan saat itu lebih tinggi daripada nilai penggantinya (Lee dan Tompkins, 1999). Jadi semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karenasemakin besar nilai pasar asset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku asetperusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Sukamulja, 2004).

Kim, Kecho dan Henderson (1993, dalam Daghestani *et al* 2014) memaparkan bahwa secara teoritis Tobin's Marginal Q berhubungan dengan tarif investasi suatu perusahaan, tetapi pengukuran langsung terhadap Tobin's marginal Q tidaklah mungkin dilakukan. Untuk hal tersebut

diusulkan Tobin's average Q sebagai proxi untuk marginal Q, penggunaan *average* Q dalam menerangkan investasi telah didukung oleh Tobin sendiri,dan penggunaan *average* Q telah banyak dipakai dalam studi pekerjaan empiris. Chung dan Pruitt (1994, dalam Wolfe dan Sauaia 2003) mengusulkan suatu rumus sederhana untuk Tobin's Q yang disebut approksimasi Q yaitu:

Aproksimasi Q = (MVE + PS + Debt)/TA

Keterangan :

MVE : harga pasar saham perusahaan dikali jumlah saham yang beredar,

PS : nilai likuidasi saham preferen,

Debt : jumlah nilai buku hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan hutang lain-lain.

TA : nilai buku total asset perusahaan yang dianggap sama dengan nilai penggantinya.

Nilai buku utang jangka panjang harus dihitung berdasarkan informasi atau catatan laporan keuangan, nilai buku utang jangka panjang diasumsikan sama dengan nilai pasarnya sedangkan disebutkan diatas menghitung rumus Tobin's Q original tidaklah mudah, karena Tobin mendasarkan penilaian asset berdasarkan *replacement cost* (nilai pengganti) untuk menilai aset perusahaan, sedangkan aproksimasi Q secara sederhana dapat dihitung dengan menggunakan informasi dari laporan keuangan atau neraca.

Tobin's Q dihitung berdasarkan atas *market value* perusahaan di bagi dengan total aktiva perusahaan. Market value perusahaan dihitung berdasarkan harga pasar saham tersebut atau *Market Value of Stock* ditambah dengan nilai buku dari hutang jangka panjang, hutang jangka pendek, dan hutang perusahaan lainnya, sedangkan total aktiva perusahaan di hitung berdasarkan nilai buku dari seluruh aktiva perusahaan.

Adapun langkah-langkah ataupun tahapan-tahapan yang digunakan untuk menentukan nilai Tobin's Q dalam kajian ini adalah sebagai berikut :

a. Menghitung harga pasar saham yang beredar (kapitalisasi pasar) :

KAPITALISASI PASAR = HPS X JS

HPS = Harga pasar saham
JS = Jumlah saham yang beredar

b. Menghitung harga pasar hutang perusahaan :

NILAI BUKU HUTANG (BV of DEBT) = ST + LT+ OL

ST = Short Term Liabilities
LT = Long Term Liabilities
OL = Other Liabilities,bila ada

c. Menghitung harga pasar perusahaan :

MV of Firm = MV of Stock + BV of Debt
MV of Firm = Market value perusahaan
MV of Stock = Market value saham
BV of Debt = Nilai buku hutang perusahaan.

d. Menghitung nilai perusahaan-perusahaan dengan Rumus Tobin's Q:

$$\text{TOBIN'S Q} = \frac{MV}{TA}$$

MV = Harga pasar perusahaan
TA = Total Asset perusahaan

B. Pertumbuhan Perusahaan

Kajian yang berkenaan dengan pertumbuhan perusahaan telah lama dilakukan dalam tataran empiris maupun teoritis. Teori yang terkenal tentang pertumbuhan perusahaan adalah *Gibrat's law* yang dicetuskan oleh Robert Gibrat (1904–1980) pada tahun 1931 atau yang lebih dikenal dengan *Law of Proportionate Effect* (LPE) atau *proportionate growth* yang menyebutkan bahwa

pertumbuhan perusahaan adalah tidak bergantung pada ukuran perusahaan. Banyak kajian yang membenarkan pernyataan Gibrat tersebut namun banyak pula kajian yang tidak dapat membuktikan kebenaran teori Gibrat tersebut pada perusahaan-perusahaan yang besar. Beberapa kajian menyimpulkan bahwa pengetahuan tentang hubungan antara pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan usia perusahaan menjadi sangat penting dalam upaya untuk menentukan metode estimasi dan strategi bagi perusahaan.

Selain daripada teori Gibrat tersebut di atas terdapat banyak teori yang menghubungkan antara pertumbuhan perusahaan dengan profitabilitas, beberapa di antaranya adalah :

1. *Persistence of Profit Theory*

   Teori ini diciptakan oleh Mueller pada tahun 1977, menurut Mueller akibat dari persaingan pasar yang ketat maka profitabilitas perusahaan tertekan untuk mencapai tingkat keuntungan rata-rata (*certain value*). Kajian ini membuktikan bahwa pasar tidak terdapat halangan untuk masuk dan keluar sehingga dalam jangka panjang perusahaan mencapai tingkat keuntungan rata-rata.

2. *Growth of the Fitter Theory*

   Teori ini oleh Alchian pada tahun 1950, menurut teori ini perusahaan yang sehat dicerminkan dari keuntungan perusahaan, perusahaan yang sehat akan tumbuh dan berkembang sedangkan perusahaan yang tidak sehat akan tersisih dari pasar.

3. *Theory of Financing Constraint*

   Teori ini dipelopori oleh Soo dan Jang (2011), teori ini menyatakan bahwa perusahaan yang menghasilkan keuntungan dapat menciptakan kesempatan untuk tumbuh sedangkan perusahaan yang menderita kerugian tidak mendapat kesempatan untuk tumbuh.

4. *Classical Recardian Hypothesis*

   Menurut David Ricardo (1846) dalam Sraffa P. (1951) Perusahaan yang sehat mendapatkan kesempatan untuk tumbuh, dan akan berupaya untuk mendapatkan kesempatan yang lebih untuk tumbuh walaupun hal itu tidak menjamin keuntungan yang lebih baik. Teori ini menggambarkan 3 hal :

   a. Dalam jangka panjang, profitabilitas berada pada titik nol.
   b. Pertumbuhan ditopang oleh tingkat profitabilitas yang tinggi
   c. Profitabilitas tertekan oleh peningkatan pertumbuhan perusahaan.

5. *New Classical Theory*

   Keynes, J.M. (1930) dalam karyanya dalam *A Treatise on Money* yang kemudian teliti kembali oleh Greenwald dan Stiglitz (1987), menyatakan bahwa kesempatan untuk tumbuh adalah pilihan pertama yang diambil perusahaan, setelah itu pilihan-pilihan yang kurang memberi kesempatan untuk tumbuh yang akan dieksploitasi.

6. *Agency Theory*

   Permasalahan perbedaan kepentingan antara *stockholder/*principal dengan manajemen sebagai agen, menjadi fokus utama penelitian Jensen dan Meckling (1976) dan Ross (1973). Soininen *et al* (2012) menyatakan konflik kepentingan terjadi ketika manajer menanamkan dana perusahaan pada proyek yang merugikan perusahaan namun menguntungkan dirinya, sehingga profitabilitas perusahaan akan menurun.

7. *Hypothesis of Growth Maximization*

   Hipotesis ini menyatakan bahwa manajer memilih maksimalisasi pertumbuhan perusahaan sebagai tujuan dari perusahaan bukan profitabilitas, sehingga terjadi hubungan yang berlawanan antara pertumbuhan perusahaan dengan profitabilitas (Marris 1963; Mueller 1972)

8. *Kaldor-Verdoorn Law*

   Menurut hukum ini, produktivitas perusahaan dapat dicapai dengan mendorong pertumbuhan perusahaan, dan

ketika produktivitas meningkat maka penjualan juga ikut meningkat sehingga meningkatkan profitabilitas perusahaan (Kaldor, 1975).

Perusahaan yang tumbuh dengan cepat menikmati keuntungan dan citra positif, agar pertumbuhan cepat tidak memiliki arti pertumbuhan biaya yang kurang terkendali, maka dalam mengelola pertumbuhan, perusahaan harus memiliki pengendalian operasi dengan penekanan pengendalian biaya. Pertumbuhan perusahaan yang semakin cepat dapat mencerminkan besarnya kebutuhan dana jika perusahaan melakukan perluasan usaha, sehingga memaksa perusahaan untuk mengurangi profitabilitas. Penelitian serrasqueiro (2009) menyimpulkan pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan *sales growth* berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas yang diukur dengan rasio pendapatan operasional terhadap total aset.

Pertumbuhan perusahaan dapat ditunjukkan pertumbuhan aset yang dimiliki perusahaan. Aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar pertumbuhan aset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dalam kajian ini variabel pertumbuhan perusahaan diukur berdasarkan pertumbuhan aset per tahun dalam periode penelitian yang dinyatakan dengan rumus :

$$\textbf{Pertumbuhan Perusahaan (}\textit{Firm Growth}\textbf{ - FG)} = \frac{Aset_{t} - Aset_{t-1}}{Aset_{t-1}} \times 100\,\%$$

BAB II
TEORI SINYAL, TEORI INFORMASI TIDAK SIMETRIS DAN TEORI AGENSI DI DALAM PASAR MODAL EFISIEN

A. Pasar Modal Efisien

Penelitian Guerrien dan Gun (2011) mengutip pernyataan Fama (1970) yang menyebutkan suatu pasar modal dikatakan efisien apabila harga-harga sekuritas yang terdaftar di dalamnya secara penuh mencerminkan seluruh informasi yang relevan.

> *A market in which prices at any time fully reflect available information is called efficient* (Fama, 1970, p 383).

Efisien dalam pengertian ini disebut sebagai efisien secara informative, dimana Informasi yang dimaksudkan adalah yang relevan yang bisa berupa informasi masa lalu, informasi yang tersedia kepada publik, atau informasi yang tersedia baik kepada publik maupun bukan kepada publik.

Kajian *Efficient Market Hypothesis* di dalam Hakim (2009), Mereka yang menggunakan market efisien dalam uji *post-earnings-announcement* dengan menggunakan *event studies* adalah Ball and Brown (1968), Foster, Olsen, and Shevlin (1984), Bernard and Thomas (1989) and (1990), Ball and Bartov, 1996 and Kraft (1999). Uji market efficient terhadap accounting methods telah dilakukan oleh Ball (1972), Kaplan and Roll, (1972), Dharan and Lev (1993), Hand (1990), and Kothari (1991).

Banyak peneliti menemukan pola return sekuritas yang menunjukkan ada yang rendah dan ada yang tinggi, baik dengan menggunakan data harian, mingguan, maupun bulanan bahkan tahunan. Gibbons, Henss (1981) telah menghasilkan suatu pola yang dilakukan dalam penelitiannya adalah menemukan perbedaan returns untuk hari-hari tertentu dalam satu minggu dengan menggunakan data harian selama 17 tahun (1962-1978). Hasil penelitiannya adalah return sekuritas saham yang negatif pada hari perdagangan Senin.

Dengan kata lain return perdagangan pada hari Senin lebih rendah atau -33,5% dibandingkan dengan hari-hari yang lain dan penelitian tersebut dilakukan di Bursa Saham New York.

Penelitian dengan menggunakan pola returns satu hari bursa dalam seminggu juga dilakukan Harris (1986) dengan menggunakan data 14 bulan (Desember 1981 - Januari 1983) dan hasil penelitiannya juga memiliki hasil yang sama, yaitu adanya return yang negatif pada hari perdagangan Senin.

Selain pola return harian, juga banyak penelitian yang menggunakan pola bulanan, seperti Fama (1991). Disamping itu ia juga menggunakan data tahun 1941-1981 yang menemukan bahwa return sekuritas di bulan Januari lebih tinggi dibandingkan dengan bula-bulan lainnya dan fenomena tersebut sering dikatakan sebagai January effect. Di luar Bursa Efek Amerika, Gultekin, Gultekin (1983) melakukan pengamatan terhadap January effect dengan menggunakan data dari 17 negara termasuk Amerika Serikat dan hasilnya adalah adanya return yang lebih tinggi di bulan Januari dibandingkan dengan bulan-bulan yang lain.

Penelitian January effect juga dilakukan terhadap obligasi Kiem, Stambaugh (1984) yang melakukan pengamatan obligasi dari tahun 1926 - 1978. Hasil penelitiannya hanya menemukan rata-rata return obligasi yang berkualitas rendah yang menghasilkan abnormal returns.

Kiem (1989) selanjutnya melakukan pengamatan terhadap saham dan hasilnya adalah ditemukannya perdagangan terakhir di bulan Januari umumnya berada pada harga penawaran sehingga return pada awal Januari akan tinggi.

Januari effect, juga dapat dijelaskan adanya tax-selling hypothesis, yaitu para fund manager menyarankan kepada para investor agar menjual sekuritas-sekuritasnya yang mengalami kerugian pada akhir tahun dan membelinya kembali pada sekuritas-sekuritas yang sama. Hal tersebut perlu dilakukan untuk menciptakan tax loss karena dari tax loss dapat menutup biaya transaksi. Tindakan menjual sekuritas

pada akhir Desember yang berdampak pada penurunan harga dan membelinya kembali pada awal Januari yang berdampak pada kenaikan harga itulah yang menghasilkan return lebih tinggi di bulan Januari.

Reignanum (1981) telah menemukan penjualan sekuritas dengan tujuan tax-loss pada sebagian besar small-stock dengan posisi bid price di bulan Desember sehingga tax-selling hypothesis dapat menjelaskan adanya stock returns yang tinggi pada bulan Januari.

Penelitian yang tidak konsisten berkaitan dengan tax-selling hypothesis telah dilakukan oleh Jones, Pearce, Wilson (1987) di dalam Tandelilin (2001) yang menggunakan data tahun 1821-1917 dan ini merupakan periode pajak pendapatan belum diperkenalkan, menghasilkan bahwa January effect tidak berbeda secara significant dengan January effect pada saat pajak pendapatan telah diperkenalkan atau pajak pendapatan sudah diberlakukan.

Penelitian yang pernah dilakukan di bursa efek Jakarta kini bursa efek Indonesia (BEI) terhadap efisiensi pasar modal dalam bentuk lemah adalah oleh Husnan (1991), Yudianala (1994), dan pasar modal Indonesia dalam bentuk semi kuat adalah oleh Husnan (1993).

Tingkat efisiensi di dalam pasar modal terbagi atas tiga jenis, yakni:

1. Efisiensi bentuk lemah (*weak form efficiency*)

   Pasar dianggap efisien bentuk lemah apabila harga-harga sekuritas yang terdaftar di dalamnya mencerminkan secara penuh informasi masa lalu. Efisiensi pasar bentuk lemah berhubungan dengan *random walk theory* yang mana menyatakan bahwa informasi masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga-harga sekuritas sekarang. Jadi, dalam kondisi seperti ini investor tidak bisa memperoleh abnormal *return* dengan memanfaatkan informasi masa lalu.

2. Efisiensi bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*)

   Pasar dianggap efisien bentuk setengah kuat apabila harga-harga sekuritas yang terdaftar di dalamnya mencerminkan secara penuh informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan itu sendiri dapat mempengaruhi harga saham berbagai perusahaan. Ada jenis informasi yang hanya mempengaruhi harga saham dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut, misalnya informasi laba dan CEO *turnover*. Ada pula jenis informasi yang bisa mempengaruhi harga saham beberapa perusahaan, misalnya pemerintah memberlakukan peraturan perpajakan baru terhadap suatu industri. Ada juga jenis informasi yang mempunyai dampak pada harga saham seluruh perusahaan di suatu pasar modal, misalnya pemerintah menerapkan kebijakan akuntansi baru terhadap seluruh perusahaan di Indonesia. Dalam kondisi seperti ini investor tidak bisa memperoleh *abnormal return* dengan memanfaatkan informasi yang dipublikasikan.
3. Efisiensi bentuk kuat (*strong form efficiency*)

   Pasar dianggap efisien bentuk kuat apabila harga-harga sekuritas yang terdaftar di dalamnya mencerminkan secara penuh baik informasi yang dipublikasikan maupun informasi privat perusahaan. Dalam kondisi seperti ini tidak ada satupun investor yang bisa memperoleh abnormal *return* karena setiap investor memiliki akses yang sama terhadap informasi privat perusahaan, sehingga tidak terjadi asimetri informasi di mana pihak tertentu mempunyai informasi lebih yang dapat mereka manfaatkan untuk menghasilkan keuntungan.

Haugen (2001) membagi kelompok informasi menjadi tiga, yaitu:

1. Informasi harga saham masa lalu (*information in past stock prices*)
2. Semua informasi publik (*all public information*),
3. Semua informasi yang ada termasuk informasi orang dalam (*all information including inside or private information*).

Di dalam artikel selanjutnya, Fama (1991) mengusulkan untuk mengubah nama ketiga macam kategori pengujian bentuk efisiensi pasar tersebut. Nama-nama pengujian yang diusulkan adalah sebagai berikut ini;

1. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk lemah diganti menjadi pengujian-pengujian terhadap dugaan *return* (*tests for return predictability*).
2. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat diubah menjadi studi-studi peristiwa (*event studies*).
3. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk kuat diusulkan menjadi pengujian-pengujian terhadap informasi privat (*tests for private information*).

Masing-masing kelompok informasi tersebut mencerminkan sejauh mana tingkat efisiensi suatu pasar. Jones (1998) menyebutkan bahwa harga sekarang suatu saham mencerminkan dua jenis informasi yaitu; informasi yang sudah diketahui dan informasi yang masih memerlukan dugaan (misalnya laba tahun atau kuartal yang lalu) dan informasi saat ini (*current information*) selain juga kejadian atau peristiwa yang telah diumumkan tetapi masih akan terjadi (misalnya rencana pemisahan saham).

Berbeda dengan Fama (1970) yang membagi jenis pasar efisien menjadi tiga berdasarkan pada kekuatan data yang ada, West (1975) membagi pasar efisien menjadi 2 (dua) macam, yaitu pasar efisien secara operasional atau internal (*operationally or internally efficient market*) dan pasar efisien secara eksternal atau harga (*price or externally efficient market*). Dikatakan pasar efisien secara operasional bilamana investor dikenai jasa transaksi semurah mungkin berkaitan dengan biaya-biaya atas terjadinya suatu transaksi. Contoh biaya-biaya transaksi di pasar modal (uang) adalah biaya komisi broker (*brokerage commission*), biaya eksekusi (*execution fees*), biaya-biaya lain, dan biaya peluang (*opportunity loss*), Fabozzi dan Modigliani (1996). Adapun yang dimaksud dengan pasar efisien secara eksternal atau harga adalah suatu kondisi bilamana harga setiap saat benar-benar mencerminkan

informasi yang tersedia (*available information*). Informasi yang tersedia tersebut merupakan informasi yang relevan untuk dipergunakan dalam penilaian sekuritas. Informasi yang relevan dalam hal ini adalah informasi yang dengan segera tercermin pada harga sekuritas. Lain lagi Emery dan Finnerty (1997) menyebutkan bahwa konsep efisiensi pasar modal adalah efek samping dari penerapan investor terhadap prinsip-prinsip keuangan (*principles of finance*) dalam pasar modal.

Dalam setiap aspek kehidupan, menurut keduanya, setiap orang memiliki suatu prinsip umum yang akan diterapkan termasuk dalam masalah keuangan. Keduanya mendefinisikan konsep efisiensi pasar modal sebagai harga pasar dari sekuritas yang diperdagangkan secara reguler di pasar modal dan mencerminkan seluruh informasi yang ada dan melakukan penyesuaian secara utuh dan cepat terhadap informasi baru.

Seperti dijelaskan oleh Jogiyanto (2003), setidaknya ada 4 (empat) definisi tentang efisiensi pasar modal. Pertama, efisiensi pasar diukur seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsiknya (Beaver, 1989). Konsep ini berawal dari praktek para analis sekuritas yang mencoba menemukan sekuritas dengan harga yang kurang benar (*mispriced*). Untuk itu pasar modal yang efisien yaitu pasar modal dimana harga pasarnya tidak menyimpang dari nilai intrinsiknya. Kedua, efisiensi pasar diukur berdasarkan akurasi dari ekspektasi harganya (Fama, 1970). Fama mendefinisikan bahwa pasar modal yang efisien yaitu jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Konsep ini mendapat kritik dari Beaver (1989). Beaver menyebut bahwa proses perubahan harga karena adanya informasi baru sebagai sesuatu yang sirkular. Karenanya efisiensi pasar tidak saja didasarkan pada ada tidaknya perubahan harga karena informasi baru, tetapi seberapa cepat dan tepat perubahan tersebut juga menentukan efisien tidaknya sebuah pasar. Konsep Fama tentang akurasi harga juga mendapat kritik, sehingga Fama sendiri menyadari bahwa

konsep tersebut memerlukan sebuah *benchmark* untuk menunjukkan akurasi dari harga yang diharapkan. Fama memperjelas konsepnya dengan melakukan uji gabungan *model equilibrium capital asset pricing model* (CAPM) sehingga efisiensi pasar dapat diuji. Ketiga, efisiensi pasar didasarkan pada distribusi dari informasi pasar yang tersedia (Beaver, 1989). Jika Fama (1970) lebih menekankan pada akurasi dari harga pasar yang diharapkan dengan asumsi bahwa semua investor mempunyai pengharapan yang sama, maka Beaver (1989) lebih menekankan pada distribusi informasi. Pasar dikatakan efisien jika setiap orang mendapatkan informasi harga yang akan terjadi tersebut. Karenanya efisiensi pasar terjadi hanya jika seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi harga-harga tersebut. Keempat, efisiensi pasar didasarkan pada proses dinamik (Jones, 1995). Proses dinamik mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetrik (*asymmetric information*) dan proses bagaimana harga akan menyesuaikan terhadap informasi yang tidak simetris tersebut. Informasi tidak simetris ádalah suatu kondisi yang menunjukkan sebagian investor mempunyai informasi dan yang lainnya tidak mempunyai informasi (Jones, 2000). Pasar dikatakan efisien jika harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut.

Selain itu Jogiyanto (2003) juga mengemukakan efisiensi pasar modal hanya dapat terjadi jika investor dalam pasar modal yang secara aktif melakukan analisa, penilaian, dan transaksi sekuritas berjumlah besar dan investor berlaku rasional dan berorientasi *profit maximizing*, sehingga investor hanya sebagai penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga ditentukan oleh permintaan dan penawaran yang ada di pasar modal. Kondisi ini dapat terjadi karena :

1. Informasi pasar yang tersedia secara luas bagi semua investor pada saat yang bersamaan dan biaya untuk memperoleh informasi tersebut murah.
2. Informasi terjadi secara acak, sehingga investor tidak dapat memprediksi kapan informasi baru terjadi.
3. Investor bereaksi secara cepat dan penuh terhadap informasi baru,

Sehingga harga suatu sekuritas menyesuaikan secara cepat. Hal ini dapat terjadi jika pelaku pasar merupakan investor yang canggih, yang mampu memahami, dan menginterpretasikan informasi dengan baik dan cepat. Sebaliknya jika keempat kondisi diatas tidak dipenuhi kemungkinan pasar tidak efisien. Beberapa hal yang membuat pasar modal tidak efisien yaitu:

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga.
2. Biaya informasi mahal dan ada perbedaan akses terhadap informasi.
3. Informasi yang terjadi dapat diprediksi dengan baik oleh pelaku pasar.
4. Investor adalah individu yang lugas (*naive investors*) dan tidak canggih.
5. Investor naif berarti kemampuannya terbatas di dalam memahami dan menginterpretasikan informasi yang diterima. Sedangkan yang tidak canggih seringkali melakukan keputusan investasi yang salah.

B. Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Pertama kali dikemukakan oleh Lintner (1956) yang menyatakan bahwa harga saham perusahaan akan berubah ketika terjadi perubahan pembayaran dividen. Selanjutnya beberapa peneliti mengemukakan adalah: Ross (1977), diikuti oleh Leland dan Pyle (1977) dan Bhattacharya (1979) dengan mengembangkan model *signaling* yang menjelaskan struktur modal perusahaan dengan berlandaskan pada masalah *asymmetric information* antara manajer yang *well-informed*

dengan investor luar yang *poorly informed*. Model ini disusun berdasarkan ide bahwa manajer yang memiliki informasi bagus tentang perusahaan akan berusaha menyampaikan informasi tersebut kepada investor luar agar harga saham perusahaan meningkat. Namun karena terdapat masalah *asymmetric information* maka manajer tidak bisa hanya sekedar mengumumkan informasi bagus tersebut karena bisa jadi manajer perusahaan lain juga mengumumkan hal yang sama sehingga membuat investor luar menjadi kurang percaya. Investor arus menunggu beberapa lama untuk membuktikan kebenaran dari ucapan manajer tersebut (Ellili, 2011).

Teori sinyal menjelaskan alasan pentingnya perusahaan menyajikan informasi kepada publik (Wolk *et al.*, 2001). Informasi tersebut bisa berupa laporan keuangan, informasi kebijakan perusahaan maupun informasi lain yang diungkapkan secara sukarela oleh manajemen perusahaan. *Signaling theory* dikemukakan pertama kali oleh Spence (1973). Dalam teori ini ada dua pihak yang terlibat, yakni pihak dalam dan pihak luar. Pihak dalam seperti manajemen berperan sebagai pihak yang memberikan sinyal dan pihak luar seperti investor berperan sebagai pihak yang menerima sinyal tersebut. Manajemen sebagai pihak dalam tentunya memiliki semua informasi yang berkaitan dengan perusahaan baik informasi yang positif maupun negatif, namun tidak selamanya manajemen akan mempublikasikan informasi itu secara keseluruhan kepada investor. Guna menciptakan dan menjaga *image* perusahaan yang baik, maka biasanya manajemen secara sengaja hanya mengkomunikasikan informasi-informasi yang bersifat positif kepada investor, sehingga memunculkan fenomena informasi asimetris (Eriksson dan Simpson, 2007). Penjelasan tersebut mengisyaratkan bahwa ada beberapa informasi yang tidak diungkapkan manajemen kepada publik terutama informasi yang bersifat negatif, namun investor justru menginginkan hal sebaliknya. Investor membutuhkan informasi selengkap dan seakurat mungkin guna membuat keputusan investasi yang tepat, sehingga investor berharap bisa

mendapatkan seluruh informasi relevan yang berkaitan dengan perusahaan baik yang bersifat positif maupun negatif. Di sinilah terjadi konflik kepentingan antara manajemen dan investor di mana keduanya mendapatkan hasil yang berbeda atas suatu tindakan (Bird dan Smith, 2005).

Salah satu solusi yang dapat dipakai oleh manajer yang memang benar memiliki Informasi yang bagus tentang perusahaannya adalah dengan memberikan sinyal kepada investor dengan melakukan suatu tindakan yang tidak bisa ditiru oleh perusahaan yang tidak memiliki informasi sebagus informasi perusahaannya. Sinyal menurut literature keuangan adalah tindakan yang akan membebani perusahaan pemberi sinyal suatu biaya yang besar (*deadweight costs*) untuk dapat membuat orang luar yang kurang informasi menjadi percaya terhadap apa yang dapat membuat orang luar yang kurang informasi menjadi percaya terhadap apa yang disampaikan. Sinyal menjadi kredibel jika perusahaan lain yang tidak memiliki kinerja seperti yang memiliki perusahaan pemberi sinyal sulit untuk menirunya.

Ross (1977) menunjukkan bahwa perusahaan yang bagus kinerjanya dapat memberi sinyal berupa porsi utang yang tinggi pada struktur modalnya. Perusahaan yang kurang bagus kinerjanya tidak akan berani memakai utang dalam jumlah besar karena jika itu dilakukan maka probabilitas kebangkrutannya akan tinggi. Dengan memakai asumsi tersebut maka akan muncul *separating equilibrium* di mana perusahaan yang kurang bagus kinerjanya akan memakai utang yang lebih tinggi sementara perusahaan yang bagus kinerjanya akan memakai lebih banyak ekuitas. Investor akan dapat membedakan mana perusahaan yang bagus kinerjanya dan mana yang tidak dengan melihat struktur modal perusahaan tersebut. Investor akan memberi nilai yang lebih tinggi pada perusahaan yang memiliki porsi utang besar. Mengingat perusahaan yang kurang bagus kinerjanya sulit meniru dengan meningkatkan porsi utang maka titik keseimbangan akan cenderung stabil. Metode penelitian utama

dari Ross adalah dengan menggunakan Studi Peristiwa (*Event Study*) dengan pilihan sinyal sebagai berikut : dividen (*dividend*), utang keuangan (*financial leverage*), *rate of return on asset*, kualitas *underwriter*, arus kas masuk yang ditujukan untuk investasi, pembelian kembali saham (*repurchasing stock*), pembelian dari dalam (*buying from internal of the firm*), dan *capital expenditure rate*.

C. Teori Informasi Tidak Simetris (*Asymetric Information Theory*)

Teori ini pertama kali dikemukakan dalam penelitian Aberlof (1970), diikuti oleh Spence (1973), Haugen dan Senbet (1979), Myers dan Majluf (1984), Cheung dan Krinsky (1994). *Asymmetric information* atau ketidaksamaan informasi, menurut Brigham dan Houston (2006) adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai prospek perusahaan daripada yang dimiliki investor. Hal ini merupakan suatu kondisi dimana manajer perusahaan memiliki lebih banyak informasi tentang operasi dan prospek perusahaan dibanding pihak lainnya. Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal). Kalau hal ini yang diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir untuk lebih baik menawarkan saham baru (sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya). Tetapi pemodal akan menafsirkan kalau perusahaan menawarkan saham baru, salah satu kemungkinanya adalah harga saham saat ini sedang terlalu mahal (sesuai dengan persepsi pihak manajemen). Sebagai akibatnya para pemodal akan menawar harga saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Oleh karena itu emisi saham baru akan menurunkan harga saham (Saidi, 2004).

D. Teori Agensi (*Agency Theory*)

Tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Houston 2006). Namun pihak manajemen atau manajer perusahaan sering

mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemilik yang dikenal dengan problem keagenan (*agency problem*). Hubungan antara *principal* dan *agent* ini merupakan intisari dari teori keagenan (*agency theory*).

Pada *agency theory* yang disebut hubungan keagenan (*agency relationship*) merupakan kontrak dimana satu atau beberapa orang yang merupakan *principal* memberi tugas kepada orang lain (*agent*) untuk melakukan tugas/jasa atas nama *principal* dan mendelegasikan wewenang kepada *agent* (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam teori ini *principal* adalah pemilik/pemegang saham dan yang dimaksud dengan *agent* adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pada dasarnya manajemen perusahaan cenderung untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. (Jensen dan Meckling 1976, dalam Mantysaari 2010) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Jensen dan Meckling menyatakan bahwa kondisi di atas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan *the separation of the decision-making and risk bearing functions of the firm.* Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung pemegang saham (*principal*). Oleh karena itu manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji, fasilitas dan status.

Jensen dan Meckling berargumen bahwa konsentrasi kepemilikan mempunyai dampak positif pada nilai perusahaan karena kepemilikan yang terkonsentrasi akan meminimalkan *agency cost.* Menurut teori keagenan, Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya keagenan sebagai jumlah biaya

yang dikeluarkan berkaitan dengan *structuring, administering* dan *enforcing contracts* (baik *formal* maupun *informal*) ditambah *residual loss. Enforcement costs* termasuk di dalamnya biaya *monitoring* dan *bonding* (pembentukan/pengikatan hubungan yang ada), yaitu sejumlah sumber daya yang dihabiskan oleh *principal* (pemegang saham/pemilik perusahaan) dan *agent* (manajer) untuk menjamin berjalannya *contract enforcement. Residual costs* meliputi *opportunity loss* (kesempatan yang hilang) pada saat kontrak yang telah optimal tetapi tidak dilaksanakan secara sempurna. Sehingga dapat dikatakan bahwa biaya keagenan mencakup seluruh biaya yang mengacu pada *contracting cost, transaction costs, moral hazard costs, dan information costs.* Beberapa biaya keagenan dapat dikurangi dengan prosedur kontrol.

Fama dan Jensen (1983) menganalisis cara pengendalian biaya keagenan dengan menerapkan pembatasan pada *residual claims,* misalnya dengan pembatasan kepemilikan kepada satu agen pengambil keputusan utama atau lebih. Pembatasan ini ditujukan untuk menjamin bahwa keputusan yang dibuat agen memberikan efek kesejahteraan sehingga bisa mengurangi biaya keagenan akibat *outside ownership* dari *residual claims.* Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa *agency problem* dikendalikan oleh sistem pengambilan keputusan yang terpisah antara manajemen (*initation* dan *implementation*) dan pihak pengawas (*ratification* dan *monitoring*) dari keputusan-keputusan penting pada seluruh tingkatan organisasi. Pemisahan dikatakan efektif jika tidak ada manajer yang memiliki hak kontrol atas keputusan dimana atas keputusan tersebut manajemen memiliki hak untuk mengelola.

Ketika konsentrasi kepemilikan meningkat ke tingkat dimana pemilik mendapat kontrol yang efektif dari perusahaan, sifat *agency problem* bergeser dari konflik antara manajer dan pemegang saham ke konflik antara pemegang saham yang memiliki kontrol dan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997). Sejalan dengan ini Jensen dan

Meckling (2000) mengemukakan cara pemisahan manajemen dan pengawas, yang meliputi:

1. Pembuatan struktur hirarkhi dengan kondisi keputusan yang dibuat oleh *agent* tingkat bawah harus melalui *agent* di atasnya terlebih dahulu sebelum diratifikasi dan kemudian dimonitor.
2. *Board Of Director* bertugas untuk meratifikasi dan memonitor keputusan keputusan penting yang dibuat *agent,* dan bertugas untuk mempekerjakan , memecat dan memberikan kompensasi kepada manajer tingkat atas.
3. Pembentukan struktur insentif yang dapat menciptakan situasi sedemikian rupa sehingga agen-agen pengambil keputusan dapat saling memonitor.

   James (1987) yang meneliti agensi problen pada perbankan mengusulkan pemisahkan kepentingan pemberi pinjaman (*manajer*) dengan Pemegang Saham.

Desember 2001) :

$$CAR = \frac{\text{Modal}}{\text{Aktiva Tertimbang Menurut Resiko}} \times 100\,\%$$

b. *Non Performing Loan* (NPL)

Penulis mencoba mengadopsi hipotesis dari Berger dan DeYoung (1997) yang menjelaskan hubungan antara efisiensi biaya dan *Non Performing Loan* (NPL). Berger dan De Young mengajukan empat hipotesis yang menjelaskan hubungan antara efisiensi biaya dengan NPL yang memiliki pola hubungan kausal atau dapat juga pola hubungan dua arah. Hipotesis pertama, adalah hipotesis nasib buruk (*the bad luck hypothesis*) yang memprediksi peristiwa-peristiwa eksternal yang dapat meningkatkan NPL perbankan dan peningkatan biaya operasi, yang pada akhirnya menekan efisiensi bank. Biaya-biaya operasi tambahan yang timbul ini berasal dari berbagai sumber yang termasuk biaya pengawasan terhadap peminjam yang bermasalah, evaluasi terhadap jaminan, biaya pengikatan dan pengambilalihan jaminan bila terjadi gagal bayar. Singkatnya dalam hipotesis ini, peningkatan volume NPL menyebabkan pengurangan efisiensi biaya. Hipotesis kedua, hipotesis manajemen yang buruk (*the bad management hypothesis*) yang beranggapan efisiensi yang rendah adalah sinyal dari kinerja yang buruk, yang berdampak pada jaminan atas kredit yang dikeluarkan. Managerial yang buruk dapat disebabkan dari kegagalan manajer dalam mengelola portofolio kredit/pinjaman, pengetahuan yang minim dalam evaluasi kredit dan alokasi sumber daya yang tidak tepat untuk pengawasan kredit. Hal yang demikian meningkatkan volume NPL. Oleh karena itu hipotesis ini beranggapan penurunan efisiensi berpengaruh positif terhadap peningkatan NPL. Hipotesis ketiga, adalah hipotesis "penghematan" (*skimping hyphotesis*) yang

menyebutkan besaran sumber daya yang dialokasikan untuk evaluasi dan pengawasan kredit mempengaruhi NPL dan efisiensi bank. Manajer dihadapkan pada pilihan antara menghindari biaya jangka pendek untuk evaluasi dan pengawasan kredit sehingga meningkatkan profitabilitas, namun dalam jangka panjang akan menghasilkan peningkatan NPL. Perilaku penghematan memberi kesan bahwa bank sangat efisien dalam jangka pendek karena menilai dengan biaya yang lebih kecil dapat menghasilkan hasil yang sama, di satu sisi besaran NPL tumbuh dengan pesat. Berdasarkan hipotesis ini maka tingkat efisiensi yang semakin tinggi justru meningkatkan besaran NPL. Hipotesis empat, adalah hipotesis penyimpangan moral (*moral hazard hyphotesis*) yang menyebutkan manager dari bank yang memiliki permodalan kecil lebih menyukai risiko, oleh karena itu bank dengan permodalan yang kecil dapat menyebabkan peningkatan permasalahan kredit.

Non Performing Loan (NPL) atau kredit bermasalah merupakan salah satu indikator kunci untuk menilai kinerja fungsi bank. Salah satu fungsi bank adalah sebagai lembaga intermediari atau penghubung antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana.

Pendapatan terbesar suatu bank berasal dari pendapatan bunga atas kredit yang diberikan kepada masyarakat, dan sumber dana terbesar suatu bank juga berasal dari masyarakat dalam bentuk Dana Pihak Ketiga (DPK), sehingga aktivitas penghimpunan dana masyarakat yang memiliki kelebihan dana dan kemudian menyalurkan dana tersebut kembali ke masyarakat dalam bentuk kredit merupakan aktivitas atau fungsi utama suatu bank.

Kredit yang diberikan kepada masyarakat bukannya tidak berisiko gagal atau macet. Bank Indonesia (BI) melalui Peraturan bank indonesia (PBI) menetapkan bahwa rasio kredit bermasalah (NPL) adalah sebesar 5%. Adapun rumus perhitungan NPL adalah sebagai berikut :

$$NPL = \frac{\text{Total NPL}}{\text{Total Kredit}} \times 100\,\%$$

Misalnya suatu bank mengalami kredit bermasalah sebesar 50 dengan total kredit sebesar 1000, maka rasio NPL bank tersebut adalah 5 % (50/1000 = 0.05).

Sedangkan dalam kajian ini NPL dihitung berdasarkan besaran CKPN (Cadangan Kerugian Penurunan Nilai) sesuai dengan Surat Edaran Bank Indonesia Nomor 11/33/DPNP yang berlaku mulai tanggal 1 Januari 2010.CKPN merupakan penyisihan yang dibentuk apabila nilai tercatat kredit setelah penurunan nilai kurang dari nilai tercatat awal (PAPI, 2008). CKPN adalah jumlah yang diturunkan dari nilai tercatat hingga menjadi sebesar nilai yang dapat diperoleh kembali dari asset (Febriati, 2013). CKPN merupakan dana cadangan khusus yang dibentuk pihak perbankan untuk menanggulangi risiko kredit yang tidak dapat ditagih kembali. Pembentukan dana CKPN berdasarkan dari penilaian kredit yang dilakukan pihak perbankan. Penilaian kredit adalah proses menetapkan ukuran kuantitatif tunggal atau skor untuk peminjam potensial melalui perkiraan kinerja kredit peminjam di masa depan. Pedoman pengakuan dan pengukuran CKPN yang digunakan pihak perbankan adalah Pedoman Akuntansi Perbankan Indonesia (PAPI) 2008 yang mana telah mengacu pada PSAK 55 revisi 2011. Sehingga rumus perhitungan NPL yang digunakan oleh penulis adalah sebagai berikut :

$$NPL = \frac{\text{Total CKPN}}{\text{Total Kredit}} \times 100\,\%$$

c. Rasio Besaran Kredit/ *Bank Loan* (LDR)

LDR merupakan rasio yang dipergunakan untuk melihat besaran kredit dan likuiditas bank, rasio ini mengukur komposisi jumlah kredit yang diberikan dibandingkan dengan jumlah dana pihak ketiga yang

diterima bank. Ada enam teori pinjaman perbankan (*loan*) yang dikenal, yaitu :

1) *Loan Pricing Theory*

Bank tidak selalu dapat menetapkan tingginya tingkat bunga pinjaman. Bank harus mempertimbangkan permasalahan sileksi yang merugikan (*adverse selection*) dan tindakan moral yang tidak patut (*moral hazard*) karena pada awal pertemuan adalah sangat sulit untuk menilai karakter si peminjam (Stiglitz & Weiss, 1981). Jika bank menetapkan tingkat bunga pinjaman terlalu tunggi maka akan menimbulkan permasalahan *adverse selection* karena tipe peminjam yang suka mengambil risiko akan menerima tingkat bunga pinjaman yang tinggi tersebut. Ketika tipe peminjam seperti ini menerima pinjaman maka dapat menimbulkan perilaku menyimpang (*moral hazard*) karena mereka cenderung menanamkan modalnya pada proyek-proyek yang berisiko tinggi (Olokoyo, 2011). Berdasarkan pemikiran Stiglitz dan Weiss, kita tidak akan menemukan kenaikan tingkat bunga pinjaman adalah tepat bila mempertimbangkan risiko yang dihadapi peminjam.

2) *Credit market theory*

Model dari pasar kredit neo-klasik adalah menjadi dasar terminology kredit. Jika jaminan dan perjanjian tidak berubah maka tingkat bunga menjadi satu-satunya mekanisme harga. Bila permintaan kredit meningkat sedangkan penawaran kredit tetap maka tingkat bunga akan naik, begitu juga sebaliknya. Begitu juga, bila diyakini tingkat risiko bisnis yang dihadapi oleh peminjam lebih tinggi maka akan dikenakan tingkat bunga yang lebih tinggi (Ewert, Szczesmy & Schenk, 2000).

3) *Commercial Loan Theory*

Teori ini dianggap paling kuno, nama lain dari teori ini adalah *real bills doctrine*. Teori ini mulai dikenal sekitar 2 abad lalu. Kajian teori ini dilakukan oleh Adam Smith dalam bukunya yang terkenal *The Wealth of Nation* yang diterbitkan tahun 1776 (dalam *Online Library of Liberty*, 1981). Teori ini beranggapan bahwa bank hanya boleh memberikan pinjaman dengan surat dagang jangka pendek yang dapat dicairkan dengan sendirinya (*self liquiditing*). *Self Liquiditing* berarti pemberian pinjaman mengandung makna untuk pembayaran kembali.

4) *Shiftability Theory*

Shiftability theory yang dipelopori oleh Moulton (1918) adalah teori tentang aktiva yang dapat dipindahkan dan teori ini beranggapan bahwa likuiditas sebuah bank tergantung pada kemampuan bank untuk memindahkan aktivanya kepada orang lain dengan harga yang dapat diramalkan, misalnya dapat diterima bagi bank untuk berinvestasi pada pasar terbuka jangka pendek dalam portofolio aktivanya. Jika dalam kondisi deposan ingin menarik dananya maka bank hanya tinggal menjual investasi tersebut dan membayar kepada deposan.

5) *Anticipated Income Theory* (Teori Pendapatan yang Diharapkan)

Pada tahun 1930-an sampai 1940-an, bank-bank mengembangkan teori baru yang disebut dengan *anticipated income theory*. Teori ini menjelaskan bahwa setiap bank seharusnya dapat memberikan kredit jangka panjang di mana pelunasannya yaitu cicilan pokok pinjaman ditambah bunga dapat diharapkan dan dijadwalkan pembayarannya pada waktu yang akan datang sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan.

Jadwal pembayaran kembali nasabah berupa angsuran pokok dan bunga akan memberikan *cash flow* secara teratur yang dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan likuiditas bank.

6) *The Liability Management Theory*

Maksud dari teori ini adalah bagaimana bank dapat mengelola pasivanya untuk dapat digunakan sebagai sumber likuiditas (Kannan, 1996). Likuiditas yang diperlukan bagi bank adalah :

a) Untuk menghadapi penarikan oleh nasabah.
b) Memenuhi kewajiban bank yang jatuh tempo.
c) Memenuhi permintaan pinjaman nasabah.

LDR dapat juga digunakan untuk menilai strategi manajemen bank. Manajemen bank yang konservatif biasanya memiliki LDR relatif rendah, sebaliknya jika LDR melebihi batas toleransi dikatakan manajemen bank sangat ekspansif/agresif. Semakin tinggi rasio tersebut memberikan indikasi semakin rendahnya kemampuan likuiditas bank yang bersangkutan, disebabkan jumlah dana yang diperlukan untuk membiayai kredit menjadi semakin besar. Rasio ini juga sebagai indikator kerawanan dan kemampuan dari suatu bank. Batas aman dari LDR suatu bank adalah sekitar 80% dengan batas toleransi berkisar antara 85% dan 100% (Dendawijaya, 2009).

Fitch (2006) mendefinisikan likuiditas sebagai kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Dalam dunia perbankan definisi ini merupakan kemampuan suatu bank dalam mempertemukan kepentingan deposan ketika menarik simpanannya dengan kepentingan debitur/peminjam kredit. Hamonangan dan Siregar (2009) mengatakan bahwa *Loan to Deposit Ratio* (LDR) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan bank guna membayar semua dana masyarakat serta modal

DAFTAR PUSTAKA

Aberlof, B.A. (August 1970) "The Market Lemon's Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics* 84, pp.488-500.

Adam, Tim & Goyal Vidhan K. (2007). "*The* Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables "*Humboldt University and Hong Kong University of Science & Technology", Working Papers Series.*

Abiodun, Babalola, Y. (2013) "The Effect of Firm Size on Firms Profitability in Nigeria", *Journal of Economics and Sustainable Development*, Vol.4, No.5.

Abor, Joshua. (2005). "The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana". *The Journal Of Risk Finance Vol 6 No 5. Emerald Group Publishing Limited*

Abdullah, Faisal, (2005). *Manajemen Perbankan*. Cetakan Ketiga, UMM Press, Malang.

Achmad, T. & Kusuno, WK. (2003). "Analisis Rasio-Rasio Keuangan sebagai Indikator dalam Memprediksi Potensi Kebangkrutan Perbankan Indonesia", *Media Ekonomi dan Bisnis*, Vol XV, No 1, Juni, Hal 54-75.

Ademola, Osundina J.A. & Kemisola, Osudina. C. (July, 2014) "The Effect of Working Capital Management on Market Value of Quoted Food and Beverages Manufacturing Firms in Nigeria". *International Journal of Business and Social Science, Vol. 5, No. 8(1).*

Agenor, Pierre R. (2004),"*The Economics of Adjustment and Growth,*" Second Edition, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, and London, England.

Ahmad, Fawad. & Bashir, Taqadus (2013) "Explanatory Power of Macroeconomic Variables as Determinants of Non-Performing Loans : Evidence from Pakistan". *World Applied Sciences Journal 22 (2): 243-255.*

Ahmad, Nor Hayati; Ariff, Mohamed (2007), "Multi-country study of bank credit risk determinants", *International Journal of Banking and Finance*, Vol. 5, Issue 1.

Akoto, Richard K; Awunyo-Vitor D. & Lawer Peter A. (Dec, 2013) "Working capital management and profitability : Evidence from Ghanaian listed manufacturing firms", *Journal of Economics and International Finance*, Vol. 5(9), pp. 373-379.

Alam, Md. Mahmudul. & Uddin, Md. Gazi S. (2009), "Relationship between Interest Rate and Stock Price : Empirical Evidence from Developed and Developing Countries," *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 3

Albertazzi, U. & Gambacorta, L. (2009), "Bank Profitability and the business cycle," *Journal of Financial Stability*, vol. 5, issue 4, pp 393-409.

Alchian, A. A., (1950), "Uncertainty, evolution and economic theory", *Journal of Political Economy*, 58, 211–222.

Alessandri, Piergiorgio & Nelson, Benjamin (June, 2012), "*Simple banking : profitability and the yield curve*", Working Paper No. 452 - Bank Of England.

Alghifari, Syawal. Erik; Triharjono, Sigit and Juhaeni, Yuyu Siti (2013). "Effect of Return on Assets (ROA) Against Tobin's Q: Studies in Food and Beverage Company in Indonesia Stock Exchange Years 2007-2011". *International Journal Of Science and Research (IJSR). Vol 2.*

Alhusin.S. (2002). *Aplikasi Statistik Praktis dengan SPSS 10 for Windows*. Edisi Pertama. Yogyakarta : J & J Learning.

Al-Jarrah, Idries M., Ziadat, Khalifeh N., El-Rimawi, Salaheddin Y. (2010), " The Determinants of the Jordanian's Banks Profitability : A Cointegration Approach", *Jordan Journal of Business Administration, Volume 6, No. 2.*

Alkassim, Faisal A. (Sept, 2005), The Profitability of Islamic and Conventional Banking in the GCC Countries: A Comparative Study. Available from : http://www.failaka.com/downloads/ [Accesed 18 Agustus 2015]

Ali, Masyud, (2004). *Asset Liability Management*. Edisi Pertama, Jakarta : Alex Media Komputindo Kelompok Gramedia.

Alkhatib, Akram. & Harsheh, Murad (Feb, 2012) "Financial Performance of Palestinian Commercial Banks",

International Journal of Business and Social Science, Vol, 3. No. 3.

Almazari Ahmad A. (2014) "Impact of Internal Factors on Bank Profitability: Comparative Study between Saudi Arabia and Jordan". *Journal of Applied Finance & Banking*, vol. 4, no. 1, 2014, 125-140

Almilia, Luciana Spica dan Sifa, Lailul I (2006), "*Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance Perception Index pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta*," Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang, 23-26 Agustus.

Almilia, Luciana Spica, & Winny Herdiningtyas, (2005). "Analisa Rasio Camel terhadap Prediksi Kondisi Bermasalah pada Lembaga Perbankan Periode 2000-2002". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Volume 7 Nomor 2, STIE Perbanas, Surabaya, hal 12

Al Munani, A. Mohammad (July, 2013), "Impact of managerial Factor on Commersial Bank Profitability : Empirical Evidence from Jordan", *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol. 3, No. 3.

Almutai, Saud (2015) "Dynamic Of The Relationship Between Bank Loans And Stock Prices In Saudi Arabia". *International Business & Economics Research Journal* - May/June 2015. Volume 14, Number 3.

Al Najjar dan Ahmed Riahi Belkaoui. (2001). "Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities". *Journal of Managerial Finance*. Vol. 27, No.3, pp.72 - 99.

Al-Omoush, Bashar Hamad; AL-Shubiri, Faris Nasif (2013). " The Impact of Multiple Approaches Financial Perfoemance Indicators on Stocks Prices : An Empirical Study in Jordan". *Journal of Global Business & Economics ; Jan 2013, Vol. 6 Issue 1, p1*

Amba, Muni Sekhar. & Almukharreq, Fayza (2013) "Impact of the financial crisis on profitability of the Islamic banks vs conventional banks : evidence from GCC". *International journal of financial research*. - Vol. 4.2013, 3, p. 83-93

Ambarriani, A. Susty. (2003). "Faktor-faktor yang mempengaruhi efisiensi perbankan di Indonesia". *MODUS*. Vol 15 (1): 37-46

Amato, Louis H & Burson, Timothy E. (2007), "The effect of firm size on profit rates in the financial services", *Journal of Economics and Economic education Research*, Publication date : 01/01/2007

Ana, Kundid; Blanka Škrabić; Roberto Ercegovac. (2011) "Determinants of Bank Profitability in Croatia", *Croatian Operational Research Review (CRORR)*, Vol. 2.

Ani, W.U; Ugwunta D.O; Ezeudu I.J; Ugwuanyi G.O. (2013) "Determinants of bank profitability in Nigeria : an empirical assessment". *The African Business Review*. No. 57.

Ang, Robert (1997), *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Cetakan Pertama, Mediasoft Indonesia.Jakarta.

Aral, Sinan & Weill, Peter (2007). "IT Assets, Organizational Capabilities, and FirmPerformance: How Resource Allocations and Organizational Differences Explain Performance Variation". *ORGANIZATION SCIENCE*,Vol. 18, No. 5, September-October 2007, pp. 763-780 DOI: 10.1287/orsc.1070.0306.

Arif, Muhammad; Khan, Muhammad Z; Iqbal, Muhammad. (2013), "Impact of Bank Size on Profitability : Evidance from Pakistan," *International Journal of Applied Research*, Volume 2.

Asikhia Olalekan & Sokefun Adeyinka (Oct, 2013). "Capital Adequacy and Banks' Profitability : An Empirical Evidence from Nigeria", *American International Journal of Contemporary Research*, Vol. 3 No. 10.

Asogwa, Robert Chikwendu. (2009). "*Measuring the Determinants of Value Creation for Publicly Listed Banks in Nigeria: A Random Effects Probit (REP) Model Analysis*". Paper for Presentation at the 14th Annual Conference on Econometric Modelling for Africa.

Atarwaman, Rita. J. D. (2011), "Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Praktik Perataan Laba yang Dilakukan Oleh

Perusahaan Manufaktur", *Jurnal Ilmu Ekonomi Advantage,* Volume 2 No. 2

Athanasoglou, Panayiotis P; Brissimis, Sophocles; Delis, Matthaios D. (June, 2005), *"Bank-Specific, Industry-Specific and Macroeconomic Determinants of Bank Profitability"*, Bank of Greece Working Paper, No. 25.

Antoni, Abdurrahman & Nasri, Muhammad (2015) "Profitability Determinants of Go-Public Bank in Indonesia : Empirical Evidence after Global Finance Crisis". *International Journal of Business and Management Invention, Volume 4 Issue 1 || January. 2015 || PP.37-46*

Awo, Joyce P; Akotey, Joseph O. (2012), *"Financial Perfoemance of Rural Banks in Ghana : A Case Study of Naara Rural Bank"*, A Case Study – Catholic University College of Ghana.

Azeem, Amir. & Amara (June, 2014), "Impact of Profitability on Quantum of Non-Performing Loans", *International Journal of Multidiciplinary Consortium*, Vol.1, Issue, 1.

Babic, V. (2005), "Corporate Governance Problem in Transition Economics," *Ekonomist*, Vol.33, No.2. pp.133-143.

Bahtiar Usman, (April, 2003), "Analisis Rasio Keuangan Dalam MemprediksiPerubahan laba Pada Bank-Bank di Indonesia," *Media Riset Bisnis dan Manajemen*, Vol.3, No.1, pp.59-74

Barajas, Adolfo,. Steiner, Roberto,. Salazar, Natalia. (June, 1999), *"Interest Spreads in Banking in Columbia, 1974 – 1996"*, IMF Staff Papers, Vol. 46, No. 2.

Barney, J. (1991). "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage" *Journal of Management*, 17. 99-120.

Barnor, C. & Odonkor, TA. (2012), "Capital Adequacy and the Performance of Ghanaian Banks", *Journal of Business Research* – Vol. 6, No. 1-2.

Beaver, W.H., (1989), *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Second Edition, Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice-Hall Inc.

Becker, C.L., DeFond, M.L., Jiambalvo, J. and Subramanyam, K.R. (1998). " The Effect of Audit Quality On Earnings

Management," *Contemporary Accounting Research,* Vol. 15 no.1.

Berger, Allen N. & DeYoung, Robert. (1997), "Problem Loans and Cost Efficiency in Commercial Banks," Forthcoming, *Journal of Banking and Finance,* Vol. 21, 1997.

Bird, Rebecca B. & Smith, Eric A. (2005),"Signaling Theory, Strategic Iteraction, and Symbolic Capital," *Current Anthropology Volume 46, Number 2.*

Bhattacharya, Sudipto, (1979), " Imperfect information, dividend policy and The bird in the hand fallacy", *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.

Bhutta, Nousheen T. & Hasan, Arshad. (2013),"Impact of Firm Specific Factors on Profitability of Firms in Food Sector", *Open Journal of Accounting,* 2013, 2, 19-25

Black, Fischer. (1970), "Banking and interest rates in a world without money", *Journal of Bank Research, Autumn, 9-20*

Bodie, Zvi, Alex Kane & Alan J. Marcus. (2006), *Investments.* Translated by Zulaini Dalimunthe and Budi Wibowo. Jakarta: Salemba Empat.

Boediono, Gideon, (2005), "*Kualitas Laba Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba dengan Menggunakan Analisis Jalur*", Simposium Nasional Akuntansi VIII, Solo. 15-16 September.

Bolda, B. S. & Verma, Richa. (Oct, 2006), " Determinants of Profitability of Banks in India : A Multivariate Analysis," *Journal of Services Research, Vol. 6, Issue 2, p75*

Borhan, Joni T. & Towpek, Hedenan. (2006), *"Untung Dalam Sistem Perbankan Islam (Theory of Profit in Islamic Banking System)", A Case Study,* Kuala Lumpur : Department of Publication University of Malaya.

Bottazzi, L; Da Rin, M; Hellmann, T. (2008), "Who are the Active Investors? Evidence from Venture Capital", *Journal of Financial Economics,* 89(3), 488-512.

Brewer, E; Kaufman, G; Wall, L. (Dec, 2008). "Bank capital ratios across countries: Why do they vary?", *Journal of Financial Services Researches,* Vol 4, 177-201.

Brown, Stephen J. & Warner, Jerold B. (1984), "Using Daily Stock Returns - The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics 14 (1985) 3-31*. North-Holland.

Brynjolfsson, E. & Hitt, L. M, (1998), "Beyond the Productivity Paradox," *Communications of the ACM* (41:8), pp. 49-55.

Brigham, E.F & Gapenski. (2006), *Intermediate Financial Management*, The Dryden Press, 8thed, International Edition.,.

Brigham, Eugene F & Houston, Joel F. (2006), *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*.alih bahasa Ali Akbar Yulianto, Jakarta: PT. Salemba Empat.

Catapan, Anderson; Renato, da Costa. dos Santos; Ferreira, Daniel, F. dos S.; Edilson, Antonio. Catapan. (Oct, 2012), "The Relationship between profitability indicators and tobin's Q : A focus on Brazilian electric sector", *Universal Journal of Marketing and Business Research*, Vol.1 (4) pp. 104-111

Chakravarthy, Balaji S. (1986), "Measuring strategic performance", *Strategic Management Journal*, Volume 7, Issue 5

Chan, K.C; Karceski, Jason; Lakonishok, J. (1998),"The Risk and Return from Faktors", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33 (2), pp. 159-187.

Chen, Li-Ju. & Chen, Shun-Yu. (2011) "The Influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators", *Investment Management and Financial Innovations, Volume 8, Issue 3*.

Chang Kuo, Hsien; Huey Wang, Lie; Hsun Lai, Yi; Shuhui Yu, Chinfu Wu (2010), "Loan policy and bank performance : evidence from Taiwan", *Banks and Bank Systems*, Vol. 5, Issue 2.

Cheung, C. Sherman and Krinsky, Itzhak (July, 1994), "Information Asymmetry and Underpricing of Initial Public Offerings : Further Empirical Evidence," *Journal of Business Finance and Accounting*, p.739-747.

Chisti, K.A. (2012), "The Impact of Asset Quality on Profitability of Private Banks in India : A Case Study of JK, ICICI, HDFC &

SENSITIVITAS PERTUMBUHAN DAN NILAI PERUSAHAAN PERBANKAN

DI DALAM TEORI PASAR MODAL EFISIEN

Salah satu tujuan dalam mengelola usaha atau melakukan tata kelola usaha (*Corporate Governance*) adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk mencapai tujuan tersebut terlebih bagi perusahaan publik, perlu memperhatikan mekanisme tata kelola (*corporate governance*) yang meliputi Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Ukuran Dewan Komisaris, Komisaris Independen, Komite Audit, dan Kualitas Audit. Di balik tujuan yang ideal tersebut tidak selalu mendapatkan hasil secara linier, artinya sangat terbuka adanya konflik antara pemilik perusahaan sebagai *principal* di satu sisi dengan manajemen di sisi yang lain sebagai *agent*. Perusahaan yang berjalan lancar, secara normatif tidak terjadi adanya konflik antara *principal* dan *agent*, tetapi sebaliknya, yang terjadi akan memunculkan konflik diantara keduanya. Informasi-informasi seperti itu sebagai signal kepada pasar/investor dan akan di respon oleh teori efisiensi pasar modal (*Efficient Market Hypothesis*).

Kajian dalam buku ini adalah tentang sektor perbankan. Di antara *principal* dan *agent* sangat perlu memahami dalam melakukan penilaian tingkat kesehatan bank, adalah perlunya memperhatikan prinsip-prinsip umum sebagai landasan penilaian, pertama, Berorientasi Risiko. Kedua, Proporsionalitas. Ketiga, Materialitas dan Signifikansi. Keempat, Komprehensif dan Terstruktur.

Sensitivitas pertumbuahn perusahaan dan nilai perusahaan adalah sangat terkait dengan tingkat kemampuan perusahaan menghasilkan laba atau profitabilitasnya. Kemampuan perusahaan untuk terus meningkatkan profitabilitas adalah satu syarat utama bagi perusahaan untuk terus tumbuh dan berkembang dalam upayanya untuk *going concern*.

Dr. LUQMAN HAKIM
Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Persada Indonesia Y.A.I - Jakarta

SUGIANTO
Praktisi Perbankan

ISBN 978-623-315-178-8
9 786233 151788

pena persada