

# GOOD CORPORATE GOVERNANCE DI SEKTOR KEUANGAN: DAMPAK GCG TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN (Kasus di Bursa Efek Jakarta)

Sukmawati Sukamulja

Fakultas Ekonomi Universitas Atma Jaya Yogyakarta

## Abstract

*Corporate governance has become an issue of global significance. The improvement of corporate governance practices is widely recognized as one of the essential elements in strengthening the foundation for the long-term performance of countries and corporation. It has also been linked to the broader issues of national governance and action against corruption at all levels of society within the economic framework of countries. In business, investors would pay a substantial premium for well governed companies. Indonesia as one of the emerging countries needs to implement the good corporate governance to cope with the global economy. The stream of interest in this empirical research examines the application of good corporate governance in companies based on annual report that affects to the company's market value, measured with Tobin's Q.*

**Keywords:** *good corporate governance, performance of corporation, financial, Tobin's Q*

## PENDAHULUAN

*Good Corporate Governance* (GCG) muncul kembali ke permukaan sewaktu kasus Lippo terkuak. Kasus yang menimpa Lippo sebenarnya bukan yang pertama dan mungkin pula bukan yang terakhir. Banyak manipulasi yang terjadi secara luas di luar negeri (contoh kasus Enron) lebih-lebih di negara-negara berkembang seperti di Indonesia. Kasus Enron telah membangunkan masyarakat Amerika dan dunia bahwa GCG amat diperlukan sebagai barometer akuntabilitas suatu perusahaan (CNNfn Transcripts, 2002). Pengelolaan perusahaan diperlukan karena tata kelola perusahaan yang baik berbanding lurus dengan tingkat ketidakpastian pengembalian investasi (Kelly, 2003).

Dalam sektor keuangan GCG amat diperlukan untuk mendapatkan *return*. Menurut penelitian yang dilakukan oleh McKinsey (Standard & Poor, 2002) pada Juni 2000 bahwa lebih dari 80 persen perusahaan bersedia membayar lebih untuk saham dengan perusahaan yang menerapkan GCG secara benar. Premium yang mau dibayarkan berkisar antara 18 sampai 27% di atas harga normal yang berlaku. Riset berikutnya dilakukan pada bulan Mei 2001 pada pasar modal berkembang dan ternyata 51 persen investor menuntut adanya transparansi sebagai acuan dalam melakukan pembelian oleh investor institusi (Standard & Poor, 2002). Hasil penelitian ini dikuatkan oleh penelitian lain yang telah menjadikan perusahaan kecil Apria Healthcare Group Inc. melesat naik dan terkenal serta

masuk dalam daftar perusahaan terbaik dalam pengelolaan perusahaan. Hal ini disebabkan dewan direksi perusahaan telah membatalkan proyek yang menyewa istri CEO Phillip L. Carter melalui mekanisme yang tidak jujur dan diikuti dengan pengunduran diri CEO tersebut (Business Week, 7 Oktober 2002).

Topik *corporate governance* bukanlah suatu topik yang baru, banyak penelitian yang mengupas tentang topik ini, telah dilakukan sejak tahun 1940-an. Coase (1937, 1960), Alchian (1965), Demsetz (1964), Cheung (1970, 1983), dan banyak penelitian lagi, telah menunjukkan interaksi antara hak kepemilikan dengan pengaturan institusi dalam membentuk perilaku ekonomi. La Porta *et al.* (1997, 1998, 1999) merupakan orang-orang pertama yang menyoroti masalah *corporate governance* secara khusus. La Porta *et al.* (1999) menekankan pentingnya penegakan hukum atas pengelolaan sebuah perusahaan, pengembangan pasar, dan pertumbuhan ekonomi. Teori pertamanya menyediakan teknik untuk membandingkan kerangka kerja institusi antar negara dan mempelajari efek-efeknya dalam sejumlah dimensi.

Usulan Masyarakat Investor Sekuritas Indonesia (Missi) mengenai ketentuan bahwa komisioner atau pejabat Bapepam dapat dihukum jika melakukan pelanggaran atas UU Pasar Modal merupakan langkah maju agar transparansi, kewajaran, akuntabilitas dan tanggung jawab penerapan GCG menjadi nyata. Selain itu penerapan GCG bagi para emiten dengan adanya landasan hukum yang bersifat mengikat (wajib) membuat GCG tidak hanya dijadikan *euforia* tetapi nyata dalam

prakteknya. Menurut majalah Fortune, dari 500 perusahaan hanya 30 persen dewan pengawas (komisaris) berfungsi aktif sebagai pengawas dalam evaluasi dan selebihnya tidak berfungsi seperti seharusnya. Tata kelola yang baik merupakan bagian integral dari tanggung jawab perusahaan secara sosial terhadap pihak-pihak yang berkepentingan seperti para pemegang saham, pegawai, pengelola, pengawas, dan masyarakat (Wheelen and Hunger, 2002).

Paper ini membahas bagaimana GCG dapat digunakan untuk menilai kinerja dan meningkatkan nilai perusahaan dan pertumbuhan jangka panjang yang tercermin pada nilai pasar perusahaan. Melalui peningkatan kinerja perusahaan dan penurunan biaya modal, investasi terhadap perusahaan akan meningkat dan harga saham perusahaan akan meningkat, *value of the firm* akan meningkat memberikan sumbangan terhadap pertumbuhan jangka panjang, meningkatkan kesempatan kerja serta mempunyai andil dalam pengentasan kemiskinan. Paper ini terdiri atas Pendahuluan kemudian dilanjutkan bagian II mengenai hubungan GCG dengan nilai perusahaan. Bagian III membeberkan pelaksanaan GCG di Indonesia dan parameter yang digunakan untuk menilai nilai perusahaan diungkapkan pada Bagian IV. Bagian V merupakan hasil studi empiris di Bursa Efek Jakarta untuk perusahaan di sektor keuangan. Bagian VI Penutup, memberikan rangkuman bagaimana GCG dalam sektor keuangan dapat mendorong peningkatan kemakmuran semua lapisan kehidupan masyarakat dan negara

## **GOOD CORPORATE GOVERNANCE DAN NILAI PERUSAHAAN**

Masalah *corporate governance* sebenarnya muncul sejak perusahaan (dalam konteks korporat) pertama kali dibentuk. Ada dua filosofi yang mendasari konsep perusahaan korporat, yaitu bahwa kekuasaan untuk mengelola perusahaan berasal dari kepemilikan dan pemilik seharusnya bisa menjalankan kekuasaannya tersebut sesuai dengan nilai investasi mereka (Tricker, 1994). Untuk menjalankannya, pemilik perusahaan akan mendelegasikan kekuasaan kepada suatu tim profesional yang disebut manajemen untuk mengelola investasinya.

Pemisahan status antara pemilik dan pengelola perusahaan menimbulkan suatu masalah yang biasa disebut *agency problems*, terjadi antara pemilik perusahaan atau *shareholders* di satu sisi dengan manajemen selaku pengelola di sisi lain. Posisi manajemen yang sangat dominan dalam suatu perusahaan membuat manajemen sering keluar dari batas yang ditentukan dan melupakan esensi keberadaan pihak manajemen, yaitu meningkatkan kesejahteraan pemilik perusahaan. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Amerika menunjukkan bahwa prinsip-prinsip kuno pengelolaan perusahaan, yang seharusnya menjadi dasar perilaku dewan direksi, banyak dilupakan pada pelaksanaannya (Tearney, 2003).

Ide dasar pengelolaan perusahaan bersumber pada teori-teori ekonomi bersifat normatif, yaitu berdasarkan pada keyakinan bahwa pengelolaan perusahaan akan dilakukan oleh manajemen yang diberi delegasi tanggung jawab dan wewenang oleh perusahaan. Manajemen

melaporkan tanggung jawabnya pada para pemegang saham dalam Rapat Umum Para Pemegang Saham (RUPS). *Stewardship theory* dari *corporate governance* seperti di atas merupakan bagian dari teori manajemen klasik. Teori tersebut muncul dengan keyakinan bahwa orang akan selalu berbuat dengan benar dan jujur, selalu bertindak demi kebaikan orang lain, dan berlandaskan hukum (Tricker, 1994).

Sebuah teori yang muncul kemudian, yaitu *agency theory*, memberikan cara pandang yang baru mengenai *corporate governance*. Perusahaan ditunjukkan sebagai suatu hubungan kerja sama antara prinsipal (pemegang saham atau pemilik perusahaan) dan agen (manajemen). Adanya *vested interest* manajemen mengakibatkan perlunya proses *check and balance* untuk mengurangi kemungkinan penyalahgunaan kekuasaan oleh manajemen.

*Good corporate governance* merupakan bentuk pengelolaan perusahaan yang baik, di dalamnya tercakup suatu bentuk perlindungan terhadap kepentingan pemegang saham (publik) sebagai pemilik perusahaan dan kreditur sebagai penyanggah dana ekstern. Sistem *corporate governance* yang baik akan memberikan perlindungan efektif kepada para pemegang saham dan kreditur untuk memperoleh kembali atas investasi dengan wajar, tepat dan seefisien mungkin, serta memastikan bahwa manajemen bertindak sebaik yang dapat dilakukannya untuk kepentingan perusahaan (www.fcgi.com). Dengan demikian, *corporate governance* dapat didefinisikan sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan

antara pemegang saham, pengelola perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta pihak-pihak yang berkepentingan lainnya baik intern maupun ekstern; yang berkaitan dengan hak dan kewajiban mereka. Tujuan utama *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan atau *stakeholders* (*Forum for Corporate Governance in Indonesia*, 2002).

Lebih jauh Van den Berghe dan DeRidder (1999) menyebutkan *corporate governance* sebagai salah satu aspek yang menjadi dasar bagi fundamental ekonomi suatu negara. *Corporate governance* yang buruk, tidak hanya merugikan perusahaan tetapi juga akan merusak kinerja ekonomi nasional dan bahkan stabilitas finansial global. Krisis ekonomi yang dihadapi oleh negara-negara di Asia, Rusia, dan negara-negara lain menjadi bukti yang nyata dari pentingnya *good corporate governance* (Bangkok Post, 11 Juli 2002). Meskipun kondisinya berbeda-beda, penyebab krisis yang dihadapi memiliki karakteristik yang sama, yaitu disebabkan oleh terdistorsinya struktur pengelolaan perusahaan yang menyebabkan terjadinya pengambilan keputusan ekonomi yang tidak efisien. Semakin lama hal ini membuat perusahaan semakin memburuk dan menyebabkan kekacauan pada bursa saham.

Anne Simpson ([www.gcgf.org](http://www.gcgf.org)) dalam *Global Corporate Governance Forum* mengungkapkan bahwa sejak 1990 telah terjadi privatisasi dengan nilai yang amat menakjubkan, \$850 milyar. Liberalisasi melalui runtuhnya hambatan-hambatan *trade*, kemajuan teknologi yang luar biasa melalui aliran dana dari negara satu ke negara lain, dan penyebaran informasi-

komputerisasi telah mendorong globalisasi. Tantangan globalisasi menuntut GCG direformasi. Adanya tingkat pertumbuhan yang tinggi dalam investasi oleh institusi, meningkatnya kompetisi sehingga kinerja perusahaan menjadi taruhan menarik atau tidaknya perusahaan tersebut, pembagian kepemilikan, munculnya skandal, korupsi dan kekacauan dalam perusahaan, dan penurunan pembiayaan oleh publik melalui perubahan ujud bantuan menjadi investasi, mendorong reformasi dalam GCG.

Sebagai respon, para investor menuntut adanya standarisasi secara global (tercermin pada riset McKinsey), adanya forum-forum untuk stabilitas keuangan, inisiatif internasional (dilakukan oleh organisasi-organisasi internasional), respon dari sektor swasta, reformasi publik seperti dalam pengkodean, *listing*, hukum perusahaan, dan aturan-aturan yang berlaku. Standar yang berlaku secara global digunakan agar semua orang di manapun berada dapat mengukur dengan ukuran yang sama, misal dengan IOSCO, IASC (The Independent, 10 Mei 2002). *Corporate governance* dianggap menarik bagi banyak orang, karena dipercaya bisa memberikan pengaruh yang positif bagi perusahaan dan masyarakat pada umumnya (Armstrong, 2002). Perusahaan yang melaksanakan *corporate governance* yang baik akan membuat nilai perusahaan meningkat di mata investor, bahkan investor bersedia membayar premium antara 18 sampai 27% di atas harga normal, bila perusahaan tersebut menerapkan *good corporate governance* (McKinsey, 2002). Penelitian yang dilakukan oleh La Porta *et al.* (1999),

menyebutkan bahwa negara-negara yang memberikan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas akan memiliki pasar sekuritas yang lebih besar, kepemilikan saham yang tidak terkonsentrasi, dan nilai saham-saham minoritas yang lebih besar.

Peneliti lain melakukan pengamatan atas pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan di dalam satu negara; Black (2001) untuk perusahaan Rusia, Gompers *et al.* 2003 untuk perusahaan Amerika, dan Black *et al.* (2003) bagi perusahaan Korea. Semua penelitian menunjukkan bahwa *corporate governance* merupakan faktor yang penting dalam menentukan nilai perusahaan.

Lingkungan yang dibutuhkan agar GCG dapat secara nyata diterapkan (King Committee in West African Bankers Association Conference in South Africa, 2002) adalah: (1) ***corporate discipline***, merupakan komitmen manajemen senior suatu perusahaan untuk bertindak benar dan pantas serta sadar untuk mendasarkan diri pada tata kelola *good governance*; (2) ***transparency***, kemudahan pihak luar untuk menganalisis tindakan perusahaan baik dalam aspek fundamental ekonomi ataupun pada aspek non keuangan. Transparansi ini mengukur seberapa baik manajemen menyediakan informasi secara apa adanya, akurat, dan tepat waktu, tidak hanya data yang sudah diaudit saja tetapi juga laporan umum maupun *press releases*. Melalui laporan ini investor akan mendapatkan gambar yang benar mengenai apa yang sedang terjadi di dalam perusahaan; (3) ***independence***, kondisi ini diperlukan untuk menghindari adanya potensi konflik kepentingan yang

mungkin timbul oleh seorang CEO atau para pemegang saham mayoritas. Mekanisme ini menuntut adanya rentang kekuasaan antara komposisi komisaris, komite dalam komisaris, dan pihak luar seperti auditor. Keputusan yang dibuat dan proses yang terjadi harus objektif tidak dipengaruhi oleh kekuatan pihak-pihak tertentu; (4) ***accountability***, individu atau kelompok dalam sebuah perusahaan yang membuat keputusan harus bersikap akuntabilitas baik untuk keputusan maupun tindakannya. Mekanisme yang ada dan efektivitas harus didasarkan atas sifat akuntabilitas. Para investor harus memperhatikan dan menilai tindakan komisaris dan komisi-komisi yang dibentuk dalam perusahaan; (5) ***responsibility***, bertanggung jawab atas perilaku, melakukan tindakan korektif, dan menindak adanya *mismanagement*. Manajemen bertanggung jawab terhadap *stakeholders* perusahaan agar perusahaan tetap berada pada arah yang benar; (6) ***fairness***, sistem yang dibangun harus seimbang untuk semua pihak-pihak di dalam perusahaan untuk sekarang maupun untuk yang akan datang. Semua kelompok harus diakomodasi dan dihormati, sebagai misal bunga untuk para pemegang saham minoritas harus diberikan berdasarkan atas konsiderasi yang sama dengan para pemegang saham mayoritas; (7) ***social responsibility***, perusahaan yang dikelola secara baik akan memperhatikan dan memberikan respon terhadap issue-issue sosial dan memberikan porsi yang seimbang dengan standar etika. Sebagai warga perusahaan yang baik akan terlihat jika tidak melakukan diskriminasi, tidak mengeksploitasi, dan bertanggung jawab terhadap lingkungan dan issue-issue

hak asasi. Perusahaan yang peduli dengan tanggung jawab sosial akan memperoleh keuntungan ekonomi secara tidak langsung seperti meningkatnya produktivitas dan reputasi perusahaan.

Reputasi dan persepsi masyarakat terhadap perusahaan (lihat kasus Apria Healthcare Group Inc.) akan meningkatkan “kelas” perusahaan dari *no body* menjadi *somebody*. Perusahaan dengan tata kelola yang buruk akan dihindari dan dikucilkan dalam forum-forum nasional dan internasional. Tidak ada pengecualian bagi perusahaan di manapun perusahaan tersebut berada tuntutan adanya GCG berlaku di manapun juga.

Ketujuh prinsip dasar tersebut merupakan prinsip-prinsip yang bersifat umum dan berlaku secara global, sedangkan untuk pelaksanaan teknisnya bersifat relatif tergantung pada negara masing-masing dan karakteristik perusahaan. Untuk menghindari kebingungan dan menjembatani perbedaan pemahaman yang terjadi, maka Pemerintah Republik Indonesia melalui SK Menteri Koordinator Bidang Ekonomi, Keuangan, dan Industri No.: Kep-10/M.EKUI/08/1999 telah membentuk Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG). KNKCG sendiri dalam melaksanakan tugasnya telah menerbitkan Pedoman *Good Corporate Governance* sejak tahun 2001.

Pedoman ini dibuat sebagai acuan pelaksanaan *good corporate governance* di Indonesia (Salim, 2001). Mengingat adanya perbedaan karakteristik antar perusahaan, maka Pedoman yang dibuat hanya merupakan prinsip-prinsip dasar saja dan pelaksanaannya harus memper-

timbangankan kekhususan karakter perusahaan.

## **PELAKSANAAN CORPORATE GOVERNANCE DI INDONESIA**

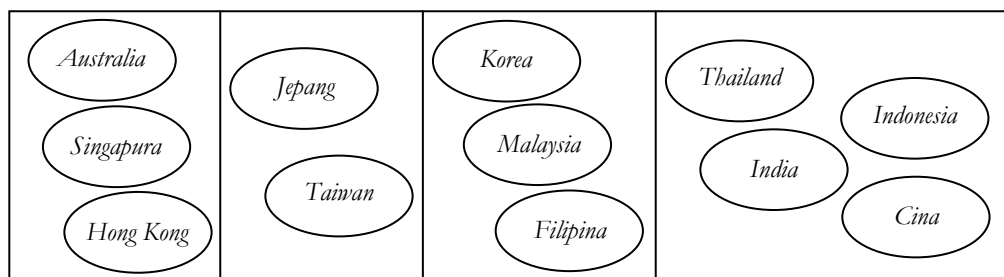
Bagaimanakah penerapannya di Indonesia? Dari penelitian McKinsey & Company, yang dikemukakan dalam *Corporate Governance Investor Forum* di Jakarta pada tanggal 19 Juni 2000 (merupakan kerjasama Bank Dunia, Asia Development Bank (ADB), dan Komite Nasional *Good Corporate Governance*) terlihat bahwa Indonesia menempati peringkat terendah dari lima negara Asia yang diteliti dalam pelaksanaan GCG. Isue ini disebabkan lebih dari 75 persen responden menyatakan bahwa pemerintah dan para pemegang kendali tidak serius menjalankan GCG. Dalam penelitian tersebut juga diungkapkan bahwa sebenarnya rata-rata para investor bersedia membayar 27 persen premium jika perusahaan-perusahaan di Indonesia menerapkan prinsip GCG (The Jakarta Post, 27 Juli 2000). Dari survei terlihat bahwa para investor bersedia memberikan premium masing-masing sebesar 20 persen untuk perusahaan Jepang dan Taiwan yang menerapkan GCG, 24 persen untuk Korsel, 26 persen untuk Thailand, dan 25 persen untuk Malaysia. Dari hasil penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa selama Indonesia belum menerapkan prinsip GCG secara sungguh-sungguh, maka para investor asing tidak akan datang ke Indonesia (Kompas, 20 Juni 2000).

Pelaksanaan *corporate governance* di Indonesia memang tertinggal dibandingkan dengan negara-negara lain, baik di dunia,

kawasan Asia, bahkan kawasan Asia Tenggara (Anonim, 2002). Ada banyak indikasi yang menunjukkan hal ini, antara lain lemahnya fundamental ekonomi korporasi dan negara yang menyebabkan sulitnya Indonesia untuk pulih dari krisis ekonomi di tahun 1997. Rendahnya penilaian investor terhadap perusahaan-perusahaan Indonesia, ditunjukkan dalam suatu penelitian yang dilakukan terhadap investor-investor di Singapura (www.fcgi.com). Indonesia dan Cina dinilai investor sebagai negara-negara yang kurang memperhatikan GCG, dan dikelompokkan sebagai negara-negara yang paling buruk bersama dengan India dan Thailand. Sedangkan negara-negara Asia Tenggara lainnya seperti Singapura, Malaysia, dan Filipina mendapat penilaian lebih baik dari investor.

Bursa Efek Jakarta. Dominasi keluarga yang kuat pada perusahaan ini, membuat nilai-nilai yang dianut suatu keluarga menjadi suatu hal yang berperan penting dalam *corporate governance* perusahaan tersebut. Pemusatan kekuasaan pada suatu keluarga membuat kepentingan pemegang saham publik dan pemegang saham minoritas menjadi terabaikan. Hal ini sudah melanggar prinsip kesamaan hak antar pemegang saham.

Penelitian Tabalujan (2003a) juga menyebutkan bahwa budaya dalam sistem hukum di Indonesia masih sangat jauh dari baik. Masih rendahnya kesadaran bangsa Indonesia terhadap pentingnya perlindungan terhadap *shareholder* dan *stakeholders*, membuat pelaksanaan *corporate governance* belum bisa berjalan dengan baik. Kebiasaan-kebiasaan buruk dalam



*Paling Baik*

*Paling Buruk*

**Gambar 1. Penerapan *Good Corporate Governance* di Berbagai Negara**  
(Sumber: www.fcgi.com)

Penelitian Tabalujan dan Simon (2003a, 2003b) juga menunjukkan bahwa kinerja *corporate governance* perusahaan-perusahaan Indonesia masih buruk. Tabalujan (2003b) melihat bahwa dominasi kepemilikan saham perusahaan oleh satu keluarga banyak terdapat pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di

dunia bisnis, seperti suap menyuap, uang pelicin, korupsi, kolusi, dan nepotisme, membuat posisi manajemen menjadi suatu posisi yang sangat kuat, sehingga pemegang saham publik menjadi pihak yang sangat miskin informasi, oleh sebab itu menjadi tidak terwakili kepentingannya dalam perusahaan.

Banyak upaya yang telah dilakukan Pemerintah untuk memperbaiki pelaksanaan *corporate governance* di Indonesia. Salah satu upaya yang telah diambil adalah dengan membentuk Komisi Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) pada tahun 1999. Komisi ini bertugas untuk memberikan pendidikan kepada masyarakat terutama dunia bisnis, mengenai pelaksanaan GCG. Salah satu hasil kerja keras KNKCG adalah Pedoman Pelaksanaan *Good Corporate Governance* yang dapat diberlakukan bagi perusahaan di Indonesia.

Dari uraian di atas terlihat bahwa tuntutan untuk membuat GCG terletak pada isue siapa yang mengarahkan perusahaan dan untuk kepentingan siapa? Untuk menjawab siapa yang mempunyai kontrol riil dan siapa yang mempunyai suara dalam mengarahkan perusahaan ada beberapa pihak, yaitu para pemegang saham, manajemen, *board of directors*, dan *stakeholders* lainnya seperti: pegawai/karyawan; kreditor; badan-badan keuangan; serta komunitas lain yang terkait seperti kantor pajak, pemerintah dan masyarakat (Yeo dan Koh, 2001). Semua pihak yang terkait terutama yang mempunyai fungsi struktural untuk melakukan kontrol harus melaksanakan tugasnya (The New York Times, 2001). Itulah sebabnya Missi mengusulkan bahwa pejabat Bapepam dapat dihukum kalau melakukan pelanggaran atas UU Pasar Modal. Selain itu dewan pengawas (komisaris) yang bertujuan memonitor kinerja manajemen agar bertindak sesuai dengan prinsip-prinsip GCG, independen dan bertindak sesuai dengan mandat yang diberikan oleh para pemegang saham, bukan pihak pengelola perusahaan. Selain itu adanya

kriteria bahwa BUMN yang mempunyai aset lebih dari Rp. 1 triliun, perusahaan yang bergerak dibidang keuangan, atau perusahaan yang akan *go public* harus memiliki komite audit. Keberadaan komite audit tersebut diharapkan akan membantu terciptanya pengawasan internal yang memadai.

Pelaksanaan GCG yang baik, dan sesuai dengan peraturan yang berlaku, akan membuat investor memberikan respon yang positif terhadap kinerja perusahaan dan meningkat nilai pasar perusahaan. Respon tersebut akan sangat bermanfaat bagi perusahaan dalam kegiatan operasionalnya, antara lain dengan berkurangnya biaya modal (*cost of capital*) yang harus ditanggung.

Penelitian-penelitian di negara lain, seperti Amerika Serikat, Rusia, dan Korea Selatan, menunjukkan bahwa ada pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang memiliki *rating* GCG yang tinggi, atau telah melaksanakan GCG dengan baik sesuai dengan kebijakan negara setempat.

*Market value of the firm* dalam hal ini diwakili oleh *Tobin's Q*, tidak hanya dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan dikelola (*corporate governance*). Ada banyak hal lain yang bisa jadi ikut menentukan tinggi atau rendahnya nilai pasar perusahaan, antara lain *rating* hutang perusahaan, ukuran perusahaan (*company size*), profitabilitas, dan usia perusahaan. Dalam penelitian ini ada tiga faktor yang diamati, yaitu profitabilitas, usia perusahaan, dan *size* perusahaan, sesuai dengan penelitian dari Black *et al.* (2003). Dalam penelitian ini, variabel kontrol yang digunakan adalah:



1. Profitabilitas, variabel kontrol ini akan diwakili oleh salah satu rasionya yaitu *Return on Asset* (ROA), dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets} \dots\dots(1)$$

2. *Company Size*, diwakili dengan *Total Asset* perusahaan.
3. Usia Perusahaan, diwakili dengan lama perusahaan tersebut telah *listing* pada BEJ, dalam satuan tahun.

Hipotesis 1

Ha = Pelaksanaan GCG di Bursa Efek Jakarta; dengan didukung faktor profitabilitas, *company size*, dan usia perusahaan; memberikan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan.

Hipotesis 2

Ha = Bersama-sama dengan faktor profitabilitas, dan usia perusahaan; pelaksanaan GCG memberikan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan, khususnya pada perusahaan-perusahaan yang berukuran besar.

## NILAI PERUSAHAAN DAN PARAMETER PENILAI

Opini-opini yang berkembang di kalangan akademisi dan peneliti yang menyatakan bahwa hubungan antara GCG dan *market value of the firm* adalah signifikan ternyata telah dapat dibuktikan oleh ketiga penelitian yang dilakukan di beberapa negara dengan kadar dan signifikansi yang berbeda-beda. Penelitian Black (2001) dan Gompers *et al.* (2003)

masih menggunakan hasil penelitian dari institusi atau lembaga penilai lain dan menggunakan sistem ranking untuk mengetahui pelaksanaan GCG dalam perusahaan-perusahaan tersebut. Penelitian Black *et al.* di tahun 2003 bisa dikatakan sebagai penelitian yang terlengkap, karena dilakukan pada seluruh perusahaan yang terdaftar pada bursa efek pada satu negara, dan penilaian GCG perusahaan dilakukan sendiri oleh peneliti dengan dibantu oleh bursa efek Korea Selatan. Melihat kelengkapan, baik metode analisis dan alat analisis, maka metode penelitian yang dilakukan oleh Black *et al.* (2003) pada perusahaan di Korea Selatan tersebut digunakan sebagai dasar bagi penelitian ini.

Manajer dan investor sering lebih tertarik pada nilai pasar perusahaan. Fakta menunjukkan bahwa nilai kekayaan yang ditunjukkan pada neraca tidak memiliki hubungan dengan nilai pasar dari perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan memiliki kekayaan yang tidak bisa nampak dalam neraca, seperti manajemen yang baik, reputasi yang baik, dan prospek yang sangat cerah.

Untuk mengetahui nilai pasar perusahaan di mata investor, maka digunakanlah rasio-rasio keuangan. Rasio nilai pasar perusahaan memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan di masa lampau dan prospeknya di masa yang akan datang.

Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, misalnya *price-earning ratio* (PER), *market-to-book ratio*, *market-to-sales ratio*, *Tobin's Q*, dan *price/cash flow ratio*. Masing-masing rasio memiliki

karakteristik yang berbeda, dan memberikan informasi bagi manajemen maupun investor mengenai hal yang berbeda pula. Salah satu rasio yang dinilai bisa memberikan informasi paling baik adalah *Tobin's Q* atau *Q ratio*, karena rasio ini bisa menjelaskan berbagai fenomena dalam kegiatan perusahaan, seperti misalnya terjadinya perbedaan *cross-sectional* dalam pengambilan keputusan investasi dan diversifikasi (Claessens dan Fan, 2003); hubungan antara kepemilikan saham manajemen dan nilai perusahaan (Onwioduokit, 2002); hubungan antara kinerja manajemen dengan keuntungan dalam akuisisi (Gompers, 2003) dan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi (Imala, 2002).

Black *et al.* (2003) merumuskan nilai pasar dari aset sebagai penjumlahan dari nilai buku dari hutang, nilai buku dari saham preferen, dan nilai pasar dari saham biasa. Rasio ini sebenarnya memiliki banyak kemiripan dengan *market-to-book ratio*, namun ada beberapa perbedaan penting. Numerator Q yang digunakan, memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya unsur saham biasa. Aset yang diperhitungkan dalam *Tobin's Q* juga menunjukkan semua aset perusahaan tidak hanya ekuitas perusahaan. Semakin besar nilai rasio *Tobin's Q* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik dan memiliki *intangible asset* yang semakin besar. Hal ini bisa terjadi karena semakin besar nilai pasar aset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku aset perusahaan, semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut.

Brealey dan Myers (2000) menyebutkan bahwa perusahaan dengan nilai Q yang tinggi biasanya memiliki *brand image* perusahaan yang sangat kuat, sedangkan perusahaan yang memiliki nilai Q yang rendah umumnya berada pada industri yang sangat kompetitif atau industri yang mulai mengecil.

*Tobin's Q* ditemukan oleh seorang pemenang hadiah Nobel dari Amerika Serikat yaitu James Tobin. *Tobin's Q* dapat dirumuskan sebagai perbandingan nilai pasar aset dengan perkiraan jumlah uang yang harus dikeluarkan untuk mengganti seluruh aset tersebut pada saat ini, sehingga dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{market value of asset}}{\text{estimated replacement cost}}$$

Secara umum rasio ini hampir sama dengan *market-to-book ratio*, namun *Tobin's Q* memiliki karakteristik yang berbeda, antara lain:

#### 1. Replacement Cost vs Book Value

*Tobin's Q* menggunakan (*estimated replacement cost*) sebagai denominator, sedangkan *market-to-book ratio* menggunakan *book value of total equity*. Penggunaan *replacement cost* membuat nilai yang digunakan untuk menentukan *Tobin's Q* memasukkan berbagai faktor, sehingga nilai yang digunakan mencerminkan nilai pasar dari aset yang sebenarnya di masa kini, salah satu faktor tersebut misalnya inflasi. Seperti yang sudah disebutkan di atas, karena sistem pelaporan akuntansi di Indonesia yang menganut metode *historical cost*, maka nilai yang tercantum pada neraca tidak dapat menunjukkan nilai aset yang sebenarnya pada saat ini.

Hal ini membuat perhitungan *Tobin's Q* menjadi lebih valid. Meskipun demikian, proses perhitungan untuk menentukan *replacement cost* merupakan suatu proses yang panjang dan rumit, sehingga beberapa peneliti seperti Black *et al.* (2003), menggunakan *book value of total assets* sebagai pendekatan terhadap *replacement cost*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perbedaan nilai *replacement cost* dengan nilai *book value of total assets* tidak signifikan sehingga kedua variabel tersebut dapat saling menggantikan.

## 2. Total Assets vs Total Equity

*Market-to-book ratio* hanya menggunakan faktor ekuitas (saham biasa dan saham preferen) dalam pengukuran. Penggunaan faktor ekuitas ini menunjukkan bahwa *market-to-book ratio* hanya memperhatikan satu tipe investor saja, yaitu investor dalam bentuk saham, baik saham biasa maupun saham preferen. *Tobin's Q* memberikan wawasan yang lebih luas terhadap pengertian investor. Perusahaan sebagai entitas ekonomi, tidak hanya menggunakan ekuitas dalam mendanai kegiatan operasionalnya, namun juga dari sumber lain seperti hutang, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Oleh karena itu, penilaian yang dibutuhkan perusahaan tidak hanya dari investor ekuitas saja, namun juga dari kreditur. Semakin besar pinjaman yang diberikan oleh kreditur, menunjukkan bahwa semakin tinggi kepercayaan yang diberikan, hal ini menunjukkan perusahaan memiliki nilai pasar yang lebih besar lagi. Dengan dasar tersebut, *Tobin's Q* menggunakan *Market Value of Total Assets*.

Meskipun hasil perhitungan *Tobin's Q* sangat bermanfaat bagi para analis

keuangan, dalam melakukan proses perhitungannya diperlukan data dalam jumlah besar yang sulit diperoleh, dan memerlukan waktu dan tenaga ekstra karena perhitungannya sangat rumit. Dengan demikian, rumus atau konsep asli dari *Tobin's Q* menjadi suatu rasio yang tidak aplikatif dalam kehidupan sehari-hari untuk mendukung proses pengambilan keputusan yang cepat. Ini merupakan kelemahan *Q ratio* yang paling mendasar.

Untuk mempermudah perhitungan *Tobin's Q*, namun tetap mempertahankan akurasinya, maka Chung dan Pruitt (1994) mengusulkan rumus berikut:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{(\text{MVCS} + \text{PS} + \text{BVD})}{\text{Total Assets}} \quad \dots(2)$$

Keterangan:

MVCS = *Market Value of Common Stock*  
 PS = *Preferred Stock*  
 BVD = *Book Value of Debt*

Dalam rumus ini, Chung dan Pruitt (1994) mengasumsikan bahwa nilai *replacement cost* dari keseluruhan aktiva adalah sama dengan nilai buku aktiva tersebut. Hal ini juga berlaku untuk nilai hutang jangka panjang yang juga diasumsikan sama antara nilai buku dengan nilai pasarnya. Hasil perbandingan antara rumus *Tobin's Q* asli<sup>1)</sup> dengan

<sup>1)</sup> Chung dan Pruitt membandingkan hasil perhitungannya dengan hasil perhitungan dari Lang dan Litzenberger (1989) yang menggunakan rumus:

$$L - R_Q = \frac{(\text{PS} + \text{MVCS} + \text{LTDEBT} + \text{STDEBT} - \text{ADJ})}{(\text{TA} - \text{BKCAP} + \text{NETCAP})}$$

dimana ADJ adalah nilai bersih aset jangka pendek, BKCAP adalah nilai buku *net capital*

penyederhanaan dari Chung dan Pruitt ini menunjukkan bahwa rumus asli bisa digantikan oleh rumus Chung dan Pruitt (dengan  $R^2 = 0,966$ ).

### SAMPEL YANG DIGUNAKAN

Sampel diambil dari *Annual Report* tahun buku 2002 perusahaan-perusahaan yang telah *listing* di BEJ dan data *Financial Report* Triwulan II tahun buku 2003 dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Selain itu dibutuhkan data harga saham perusahaan (yang menjadi sampel penelitian) pada sesi penutupan perdagangan BEJ tanggal 31 Juli 2003 (penutupan Triwulan II tahun 2003). Tabel 1 memperlihatkan cara pengambilan sampel yang dilakukan.

dikeluarkan oleh perusahaan dengan GCG. Tingkat biaya modal yang dikeluarkan menjadi rendah karena para investor merasa yakin akan keamanan uangnya. Akibat rendahnya risiko yang harus ditanggung oleh semua pihak terhadap perusahaan dengan GCG menimbulkan produksi biaya rendah (*low cost production*). Kebalikannya, perusahaan dengan tata kelola buruk mempunyai tingkat risiko yang tinggi sehingga harus mengeluarkan biaya modal lebih tinggi dari biaya modal rata-rata dan perusahaan bekerja dengan *high cost production*.

Kinerja perusahaan yang baik dengan biaya modal rendah akan mendorong para investor melakukan investasi di perusahaan tersebut. Banyaknya investor yang tertarik menanamkan dananya di perusa-

Tabel 1. Seleksi Sampel

Keterangan	Jumlah Sampel yang Dibuang	Sisa Sampel
Perusahaan yang terdaftar di BEJ	-	336
Perusahaan dari sektor keuangan	280	56
Perusahaan yang tidak menerbitkan <i>Annual Report</i> tahun buku 2002 hingga 3 Agustus 2003	4	52

Sumber: *Financial Report* Triwulan II, 2003

### HASIL EMPIRIS

Adanya GCG akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dan pasar modal. Yang terpenting adalah dengan GCG perusahaan telah membuat investor aman. Dampak lanjutan dari investor yang merasa aman akan menurunkan besarnya *cost of capital* yang harus

haan akan meningkatkan permintaan investasi dan kemudian hukum ekonomi berlaku, jika permintaan naik harga saham akan naik pula. Kenaikan harga saham merupakan rantai pertumbuhan perusahaan dan peningkatan kemakmuran para *shareholders*, yang pada akhirnya akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi jangka panjang, meningkatkan kesempatan kerja dan mempunyai kontribusi bagi pengentasan kemiskinan. Jadi dampak

*stock*, NETCAP adalah *inflation-adjusted net capital stock*.

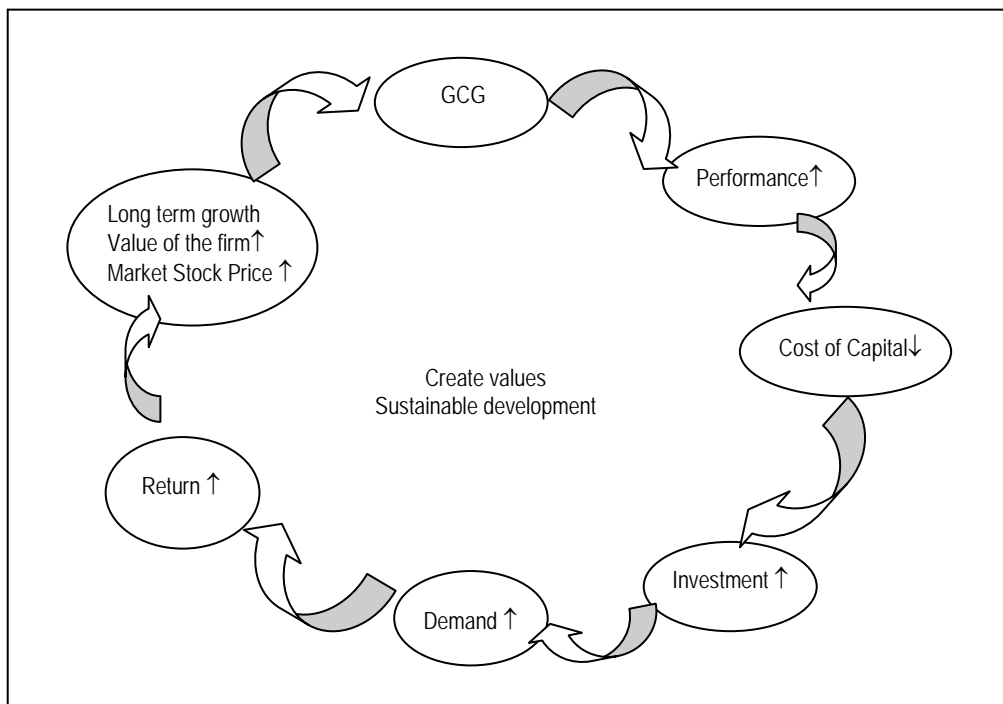
GCG tidak hanya dalam perusahaan tetapi juga konteks ekonomi nasional dan internasional (lihat Gambar 2). Dari siklus tersebut dapat diketahui bagaimana kinerja perusahaan, di dalam perusahaan dan di luar perusahaan, khususnya dalam konteks ekonomi nasional (Sukamulja, 2003). Kinerja perusahaan tidak berhenti pada *earnings* yang diperoleh para pemegang saham saja tetapi lebih jauh mencapai semua lapisan *stakeholders*, masyarakat dan negara.

Hasil penelitian di sektor keuangan dengan menggunakan 52 perusahaan menunjukkan secara rata-rata, pencapaian *Tobin's Q* oleh perusahaan-perusahaan sampel adalah 1,1937 (Tabel 2). Nilai ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan yang terdaftar pada BEJ, yang

terwakili oleh sampel, memiliki nilai pasar yang cukup baik karena lebih dari 1 (satu). Nilai *Q* tertinggi dicapai oleh PT Bank Danamon, Tbk. yaitu 5,38 (Tabel 3a), khususnya di sub-sektor Perbankan (Tabel 3b).

Sub-sektor Perbankan yang mendominasi sektor Keuangan terdiri dari 23 perusahaan. Sub-sektor ini memiliki nilai *Q* sedikit di atas rata-rata yaitu 1,231, sedangkan sub-sektor asuransi memiliki nilai *Q* yang paling rendah dibandingkan dengan yang lain (0,784). Ada 12 perusahaan atau 23,08% dari keseluruhan data yang memiliki nilai *Q* di atas rata-rata (1,195), yang terdistribusi sebagai berikut :

1. Sub-sektor Perbankan : 4 Perusahaan (BDMN, INPC, BBNI, BNLI)



**Gambar 2. Siklus GCG**  
(Sumber: Sukamulja, 2003)

**Tabel 2. Statistik Deskriptif dari Sampel Penelitian**

	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
<i>Tobin's Q</i>	52	0,22	5,38	1,1937	0,8714
<i>BV Asset</i>	52	31185	120000000	9483684	24550249,01
ROA	52	-0,0934	0,1053	0,0166	0,03639
<i>Years Listed</i>	52	1	21	8,48	5,69
CGI	52	2	76	19,40	15,77

Sumber: data diolah

**Tabel 3a. Sepuluh Besar Pencapaian *Tobin's Q* Tertinggi**

No Urut	Nama Emiten	Kode	<i>Tobin's Q</i>
1	Bank Danamon, Tbk.	<i>BDMN</i>	5,38
2	Pacific Utama, Tbk.	<i>LPPF</i>	4,34
3	Artha Pacific Securities, Tbk.	<i>APIC</i>	3,30
4	Asia Kapitalindo Securities, Tbk.	<i>AKSI</i>	2,12
5	Asuransi Harta Aman P., Tbk.	<i>AHAP</i>	1,77
6	Lippo Securities, Tbk.	<i>LPPS</i>	1,66
7	Equity Development Invest., Tbk.	<i>GSMF</i>	1,46
8	Artha Securities, Tbk.	<i>ARTA</i>	1,35
9	Bhakti Capital Indonesia, Tbk.	<i>BCAP</i>	1,29
10	Inter-Pacific Bank, Tbk.	<i>INPC</i>	1,25

Catatan: perhitungan *Tobin's Q* dengan formula (2) dari Chung dan Pruitt (1994)

- Sub-sektor Lembaga Pembiayaan:  
0 Perusahaan
- Sub-sektor Perusahaan Efek :  
4 Perusahaan (APIC, AKSI, ARTA, BCAP)
- Sub-sektor Asuransi:  
1 Perusahaan (AHAP)
- Sub-sektor Lainnya:  
3 Perusahaan (LPPF, LPPS, GSMF)

Nilai *Tobin's Q* yang dicapai menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia terutama yang terdaftar pada BEJ di sektor Keuangan, secara keuangan

masih memiliki kemampuan dan peluang yang cukup baik untuk melakukan investasi. Selain itu nilai *Q* juga menunjukkan bahwa pada tahun 2002, perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada BEJ memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi. Nilai rata-rata sebesar 1,1937 ini masih lebih baik dibandingkan dengan yang dicapai Korea Selatan pada tahun 2001 menurut penelitian Black *et al.* (2003), yaitu sebesar 0,85.

Meskipun menunjukkan nilai yang cukup baik, nilai rasio *Q* yang dicapai harus diperhatikan dengan lebih teliti. Rumus *Tobin's Q* diperoleh dari

**Tabel 3b. Pencapaian *Tobin's Q* Berdasarkan Sub-Sektor Industri**

Klasifikasi	Jumlah Perusahaan	Tertinggi	Terendah	Rata-rata <i>Tobin's Q</i>	Std Deviasi
• Sektor Keuangan (Keseluruhan)	52	5,38	0,22	1,195	0,871
• Sub-sektor Perbankan	23	5,38	0,93	1,231	0,908
• Sub-sektor Lembaga Pembiayaan	7	1,08	0,39	0,795	0,240
• Sub-sektor Perusahaan Efek	7	3,30	0,77	1,530	0,901
• Sub-sektor Asuransi	8	1,77	0,22	0,784	0,469
• Sub-sektor Lainnya	7	4,34	0,75	1,611	1,246

**Catatan:** perhitungan berdasarkan formula (2) dari Chung dan Pruitt (1994)

penjumlahan nilai buku dari nilai hutang perusahaan (*total debt*), nilai buku dari saham preferen, dan nilai pasar dari saham biasa dan dibagi dengan nilai buku dari keseluruhan aset perusahaan. Sementara pada perusahaan-perusahaan pada Sektor Keuangan di BEJ merupakan perusahaan yang mengelola dana, yang berasal dari pihak ketiga, dalam bentuk tabungan (bank), premi (asuransi), ataupun investasi (perusahaan ekuitas). Dana dari pihak ketiga tersebut secara akuntansi dikategorikan sebagai hutang perusahaan. Hal tersebut membuat nilai *Q* dari perusahaan Keuangan relatif tinggi.

Nilai *Q* sebenarnya juga memperhatikan keberadaan saham preferen. Namun karena perusahaan sampel tidak ada satu pun yang menerbitkan saham preferen, maka nilai saham preferen pada penelitian ini diabaikan. *Market Value of Common Shares* diperoleh dengan mengalikan jumlah saham yang beredar dengan harga pada penutupan transaksi pada BEJ tanggal 30 Juni 2003 atau akhir Tri Wulan II tahun 2003. Harga saham dan data keuangan yang lainnya yang

digunakan adalah data per tanggal 30 Juni 2003 karena pada tanggal tersebut semua perusahaan telah menerbitkan *Annual Report* tahun buku 2002 dan investor dapat mengaksesnya. Aspek-aspek dalam *Annual Report* tahun buku 2002 bisa dinilai oleh investor sehingga investor dapat menentukan nilai pasar perusahaan berdasarkan *Annual Report* tersebut.

### **A. Corporate Governance Index (CGI)**

Nilai CGI menunjukkan seberapa banyak poin dalam Pedoman Pelaksanaan *Good Corporate Governance* dari KNKCG yang telah dilaksanakan oleh perusahaan dan diungkapkan dalam *Annual Report* perusahaan untuk tahun buku 2002. Semakin tinggi nilai CGI menunjukkan tingginya kepatuhan perusahaan pada Pedoman tersebut. Nilai maksimum yang mungkin dicapai adalah 175.

Rata-rata dari nilai kepatuhan keseluruhan perusahaan tersebut adalah 19,4. Dengan nilai tertinggi adalah 76, dan terendah adalah 2. Penilaian CGI terhadap perusahaan sampel diurutkan dari yang terbesar ditampilkan pada Tabel

4a. Sub-sektor Perbankan yang terdiri dari 23 perusahaan meraih rata-rata skor yang tertinggi (Tabel 4b). Dari sektor Keuangan secara keseluruhan, terdapat 18 perusahaan yang pelaksanaan GCG-nya berada di atas rata-rata industri, dan 14 perusahaan di antaranya berada pada sub-sektor Keuangan, atau sekitar 77,78%. Dominasi keberhasilan sub-sektor Perbankan menunjukkan bahwa sektor ini mendapatkan tekanan yang cukup kuat dari lembaga yang berwenang (seperti: BI,

BPPN, dan BEJ), untuk mengelola perusahaan dengan sangat hati-hati sesuai dengan asas utama perbankan yaitu asas *prudence*.

Pencapaian CGI oleh perusahaan-perusahaan di BEJ masih relatif rendah. Dari 175 item yang bisa diraih, tidak ada satu perusahaan pun yang bisa mencapai CGI lebih dari separoh total item. Ada dua kemungkinan yang bisa terjadi sehubungan dengan masalah tersebut, pertama, perusahaan memang belum

**Tabel 4a. Hasil Penilaian CGI**

No	Kode Perusahaan	CGI	No	Kode Perusahaan	CGI	No	Kode Perusahaan	CGI
1	BNGA	76	19	BNLI	19	37	PNIN	10
2	BBNI	68	20	BEKS	18	38	APIC	9
3	BBCA	56	21	BGIN	18	39	ARTA	9
4	NISP	46	22	TRUS	17	40	PNLF	9
5	BDMN	43	23	LPPF	17	41	BBLD	8
6	ASBI	43	24	BDPC	16	42	CFIN	8
7	BABP	40	25	UNIT	16	43	ABDA	8
8	BBLA	29	26	LPGI	16	44	BKSW	7
9	BNII	28	27	MREI	14	45	MTFN	7
10	TRIM	28	28	MAYA	13	46	ASDM	6
11	BSWD	25	29	AKSI	13	47	MKDO	6
12	DEFI	25	30	PANS	13	48	MEGA	5
13	LPBN	24	31	LPPS	13	49	MITI	5
14	BFIN	24	32	BVIC	12	50	AHAP	5
15	INPC	23	33	INCF	12	51	GSMF	5
16	ANKB	22	34	BCAP	12	52	BHIT	2
17	BNPK	20	35	SMMA	11			
18	PNBN	20	36	BCIC	10			

**Sumber:** hasil *questioner* butir-butir yang membentuk *Corporate Governance Index*



**Tabel 4b. Hasil Penilaian CGI per Sub-Sektor**

Klasifikasi	Jumlah Perusahaan	Tertinggi	Terendah	Rata-rata CGI
Sektor Keuangan (Keseluruhan)	52	76	2	19,404
Sub-sektor Perbankan	23	76	5	27,739
Sub-sektor Lembaga Pembiayaan	7	25	5	14,143
Sub-sektor Perusahaan Efek	7	28	9	14,286
Sub-sektor Asuransi	8	43	5	13,875
Sub-sektor Lainnya	7	17	2	8,714

**Sumber:** hasil *questioner* butir-butir yang membentuk *Corporate Governance Index*

memiliki kepedulian terhadap GCG, seperti yang disinyalir oleh Kompas (Kompas, 2 Desember 2002) dan manajemen perusahaan tidak memberikan perlindungan terhadap hak pemegang saham, terutama pemegang saham minoritas, sehingga perusahaan tidak mematuhi atau mengikuti anjuran dalam Pedoman Pelaksanaan *Good Corporate Governance*.

Pedoman Pelaksanaan *Good Corporate Governance* sebenarnya lebih merupakan anjuran yang tidak bersifat wajib untuk dilaksanakan dalam perusahaan (Mesnard, 2002), meskipun ada beberapa item yang juga menjadi syarat yang diwajibkan oleh lembaga lain seperti Bank Indonesia, BEJ, dan Bapepam. Item-item tersebut antara lain kewajiban untuk mempublikasikan nama-nama anggota dewan komisaris lengkap dengan daftar riwayat hidup dan pekerjaan utama mereka di luar perusahaan. Perusahaan yang bergerak di bidang perbankan bahkan diikat dengan peraturan yang lebih ketat karena sifat kegiatan ekonominya yang melibatkan dana publik dalam jumlah besar.

Kegagalan pemenuhan Pedoman

Pelaksanaan *Good Corporate Governance* (PPGCG) dapat dilihat dari tabulasi total respon untuk tiap elemen dalam topik dan sub-topiknya. Masih ada item-item tertentu yang bahkan tidak mendapatkan respon sama sekali dari semua perusahaan, seperti misalnya proses pengawasan internal untuk memantau adanya *insider trading* (item no 16), keberadaan Komite Asuransi di bawah Dewan Komisaris (item no 68, 69), proses pencalonan anggota dewan-dewan dari luar perusahaan (item no 35, 83), pemberian kesempatan kepada *stakeholders* untuk melakukan pemantauan pemenuhan peraturan perundang-undangan oleh direksi (item no 137, 138), tanggung jawab Dewan Komisaris dan Direksi untuk menjaga kerahasiaan informasi pada saat masih menjabat dan setelah tidak menjabat lagi (item no 160, 161). Bahkan item-item yang diwajibkan oleh Bank Indonesia, BEJ, atau BAPEPAM, seperti status pemegang saham utama (item no 144 = 3 respon), dan kepemilikan saham silang (item no 145 = 2 respon) tidak mendapatkan respon yang positif dari *Annual Report* perusahaan.

Alasan kedua yang kemungkinan menjadi sebab rendahnya CGI adalah tidak dimasukkannya unsur pelaksanaan GCG dalam *Annual Report*. Perusahaan mungkin sudah melaksanakan GCG, namun perusahaan tidak mencantumkan-nya ke dalam *Annual Report*. Banyak perusahaan yang memandang *Annual Report* sebagai suatu bentuk laporan yang memuat laporan keuangan saja, tanpa ada penjelasan mengenai visi, misi, strategi, pengelolaan perusahaan, bagaimana manajemen memandang hak pemegang saham sekaligus melindunginya, siapa saja yang berperan dalam perusahaan, hubungan dengan pihak lain, komposisi pemegang saham, dan banyak komponen GCG lainnya yang tidak disebutkan dalam *Annual Report*.

Tiga subtopik yang paling banyak mendapat respon berturut-turut adalah:

### **1. Keterbukaan (334 respon)**

Sub-topik ini menjadi paling banyak mendapat respon terutama pada elemen 7.2., yaitu hal yang penting untuk mengambil keputusan. Elemen ini mendapat respon yang paling banyak terutama karena pada elemen ini banyak terdapat item yang bersifat wajib untuk dilaksanakan oleh perusahaan seperti pengungkapan riwayat hidup anggota Dewan Komisaris dan Direksi, pengungkapan faktor resiko dan penilaian manajemen atas faktor resiko tersebut. Penyebab lain adalah bahwa pada elemen ini terdiri dari item dalam jumlah yang relatif banyak dibanding elemen lain (16 item).

### **2. Sistem Audit (227 respon)**

Salah satu hal positif dari perusahaan

di BEJ adalah kesadaran untuk melakukan kontrol internal, antara lain dengan memenuhi item no. 110 yang juga merupakan kewajiban dari BEJ, yaitu pembentukan Komite Audit. Kecenderungan ini membuat elemen 4.2. tentang Komite Audit mendapat respon yang signifikan, yaitu 214 respon. Komite Audit adalah suatu komite yang berada di bawah Dewan Komisaris yang memiliki kewenangan untuk melakukan audit terhadap seluruh lapisan dalam struktur organisasi perusahaan, bahkan terhadap proses audit yang dilakukan oleh auditor eksternal. Keberadaan Komite Audit akan mengurangi kemungkinan timbulnya penyalahgunaan kekuasaan dalam perusahaan.

### **3. Dewan Komisaris (225 respon)**

Sistem perusahaan di Indonesia masih mengikuti konsep yang berasal dari daratan Eropa, yang ditunjukkan dengan adanya dua posisi pemimpin perusahaan. Satu sebagai wakil manajemen yaitu Dewan Direksi dan satu lagi berperan sebagai wakil dari pemegang saham, yaitu Dewan Komisaris. Dewan Komisaris tidak memiliki hak untuk mengelola perusahaan secara langsung, namun berperan sebagai pengawas bagi Dewan Direksi selaku pelaksana kegiatan operasional perusahaan. Oleh karena itu kedudukan dan posisi Dewan Komisaris yang penting harus dilindungi. Sub-topik mengenai Dewan Komisaris ternyata mendapat perhatian yang cukup serius dari perusahaan-perusahaan. Meskipun belum menjamin bahwa kuatnya posisi Dewan

Komisaris akan melindungi kepentingan para pemegang saham, namun setidaknya ada upaya dari manajemen untuk memberikan jalan bagi keberadaan fungsi pengawas dalam perusahaan.

## B. Variabel Kontrol

Dalam penelitian ini, digunakan empat buah variabel kontrol, yaitu profitabilitas (ROA), *company size* (*Book Value of Total Assets*), dan usia perusahaan (lama *listing* di BEJ). Tabel 5 memperlihatkan sepuluh perusahaan yang memperoleh hasil teratas.

Tingkat ROA rata-rata adalah 0,0166 atau 1,66%. ROA tertinggi dicapai oleh PT Sinar Mas Multiartha, Tbk (SMMA), yaitu 10,53%, sedangkan PT Pacific

Utama, Tbk (LPPF) memiliki ROA terendah yaitu -9,34%. Nilai ROA negatif terjadi bila pada periode pelaporan Laporan Keuangan, perusahaan tersebut mengalami kerugian.

Nilai aset rata-rata dari perusahaan sampel adalah Rp 9.483.684 juta. Nilai tertinggi dipegang oleh PT Bank Negara Indonesia, Tbk., yang terendah adalah PT Asuransi Harta Aman Pratama, Tbk. Dari 52 perusahaan sampel, 16 perusahaan memiliki aset terbesar dipegang oleh perusahaan dari sub-sektor Perbankan.

Rata-rata perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama 8,48 tahun. PT Bank Panin, Tbk. merupakan perusahaan yang paling lama terdaftar pada Bursa Efek Jakarta yaitu selama 21 tahun. Enam perusahaan yang

**Tabel 5. ROA, Total Assets, dan Lama Listing untuk Sepuluh Perusahaan Teratas**

Ranking	ROA		Total Assets		Lama Listing	
	Kode	Nilai	Kode	Nilai	Kode	Nilai
1	SMMA	0,1053	BBNI	123.867.853	PNBN	21
2	BBLD	0,1021	BBCA	117.014.700	PNIN	20
3	MREI	0,0844	BDMN	49.461.642	PNLF	20
4	PANS	0,0691	BNII	34.484.787	BDMN	14
5	BHIT	0,0614	BNLI	28.889.291	BNGA	14
6	BCAP	0,0535	LPBN	23.417.030	BNII	14
7	APIC	0,0500	BNGA	21.682.348	LPBN	14
8	BFIN	0,0453	PNBN	17.603.652	CFIN	14
9	TRIM	0,0426	BBLA	13.981.282	INCF	14
10	TRUS	0,0417	NISP	12.393.055	ABDA	14

**Sumber:** data diolah dengan menggunakan formula (1) untuk ROA, Total Asset untuk *company size*, dan lamanya perusahaan dihitung sejak *listing* pertama kali di BEJ.

terhitung sebagai paling baru di BEJ, karena baru terdaftar sejak tahun 2002, yaitu PT Bank Bumiputera, Tbk., PT Bank Kesawan, Tbk., PT Bank Swadesi, Tbk., PT Trust Finance, Tbk., PT Artha Pacific Securities, Tbk., dan PT United Capital Indonesia, Tbk.

Persamaan regresi digunakan untuk menguji hubungan antara *Tobin's Q* dengan CGI, ROA, *Total Asset*, dan lama perusahaan telah *listing* di BEJ.

$$Y' = A + B_1.X_1' + B_2.X_2' + B_3.X_3' + B_4.X_4' \quad \dots (3)$$

Keterangan:

- $Y'$  = Ln (*Tobin's Q*)
- A = Konstanta
- $B_i$  = Koefisien dari variabel independen
- $X_1'$  = Ln (CGI)
- $X_2'$  = Ln (ROA)
- $X_3'$  = Ln (*Total Asset*)
- $X_4'$  = Ln (Lama perusahaan *listing* di BEJ)

Untuk membentuk persamaan yang baik, maka data ekstrem (*outlier*) tidak dipakai (nilai di atas/di bawah +/- nilai 1,96; yaitu PT Bank Danamon, Tbk., PT Artha Pacific Securities, Tbk., PT Lippo General Insurance, Tbk., dan PT Panin Insurance, Tbk). Asumsi-asumsi klasik, seperti normalitas diuji dengan

Kolmogorov-Smirnov, pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Koenker-Bassett (KB), normalitas persamaan dengan *Q-Q plot for standardized residual*, multikolinieritas dengan melihat nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) dan autokorelasi dengan uji Durbin Watson (Heir *et al.*, 1998), maka hasil perhitungan dapat dilihat pada Tabel 6a dan 6b.

Dari hasil Tabel 6b. terlihat bahwa tidak ada satu variabelpun yang signifikan mempengaruhi nilai *Tobin's Q*. Ini mempunyai arti bahwa pelaksanaan GCG di BEJ, khususnya di sektor Keuangan tidak memberikan pengaruh positif signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Hal tersebut cukup menarik, mengingat penelitian-penelitian sejenis di negara lain menunjukkan hasil yang berkebalikan. Penelitian di Amerika Serikat, Korea Selatan, dan Rusia justru menunjukkan bahwa pelaksanaan GCG dalam suatu perusahaan, memberikan pengaruh yang positif signifikan bagi nilai pasar perusahaan tersebut. Hal ini cukup wajar, mengingat ada lebih dari empat (4) faktor di atas yang menentukan nilai pasar perusahaan. Faktor perilaku investor, ekonomi makro, ekonomi global, tren investasi, dan politik, juga memberikan pengaruh terhadap nilai suatu perusahaan.

Adapun beberapa hal yang mungkin menjadi penyebab: pertama, kurang sosialisasi pentingnya GCG oleh pihak

**Tabel 6a. Model Summary**

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Errof of the Estimate</i>
1	0,283	0,080	-0,017	0,27950

**Tabel 6b. Hasil Persamaan Regresi**

Model	Undstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (constant)	-0,234	0,296		-0,789	0,435
LN_ASSET	1,464E-2	0,026	0,112	0,562	0,578
LN_ROA	-4,472E-2	0,044	-0,182	-1,019	0,314
LN_YEARS	-5,395E-2	0,049	-0,175	-1,097	0,279
LN_CGI	-3,227E-2	0,062	-0,092	-0,521	0,606

Hasil tidak ada yang signifikan pada 5%

yang berwenang sehingga GCG tidak dilaksanakan dengan baik oleh manajemen perusahaan. Manajemen perusahaan dan para investor mungkin masih belum mengenal dengan jelas tentang pentingnya GCG. Hal tersebut menyebabkan pihak manajemen tidak melaksanakannya atau tetap melaksanakannya namun tidak mengungkapkan secara jelas.

Penyebab kedua adalah bahwa GCG belum menjadi dasar yang utama dalam proses pengambilan keputusan investor untuk melakukan analisis perusahaan. Ketidaktahuan investor sendiri membuat investor tidak memperhatikan keamanan bagi dirinya sendiri, dengan melakukan investasi yang bersifat jangka pendek dan tidak memperhatikan perusahaan yang telah melaksanakan GCG. Hal itu berbahaya bagi investor kecil yang biasanya memiliki informasi terbatas. Investor dengan modal relatif kecil akan melakukan investasi dengan cara mengikuti jejak investor besar (*leading indicator*). Aktivitas 'ikut-ikutan', membentuk pola yang bila dimanfaatkan oleh investor dengan modal kuat, akan menimbulkan fenomena 'saham gorengan' di lantai bursa.

## PENUTUP

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pengungkapan pelaksanaan GCG melalui *Annual Report* perusahaan akan memberikan efek yang signifikan kepada *market value*, diukur dengan parameter *Tobin's Q*. GCG merupakan aspek yang sangat penting untuk melindungi kepentingan *shareholders* dan *stakeholders*.

Pelaksanaan GCG diyakini akan membentuk suatu siklus untuk meningkatkan nilai perusahaan terutama di mata investor publik. Dengan adanya GCG, investor publik mendapatkan jaminan bahwa dana yang diinvestasikan ke dalam perusahaan akan dikelola dengan baik dan kepentingan investor publik akan aman. Kepercayaan investor publik kepada manajemen perusahaan memberi manfaat kepada perusahaan dalam bentuk pengurangan *cost of capital*.

Penelitian ini mengambil sampel sebanyak 52 perusahaan yang terdaftar pada BEJ, khususnya di sektor keuangan, belum memberikan hasil yang memuaskan. Dari hasil analisis empirik, pelaksanaan

GCG tidak memiliki peranan penting dalam menentukan nilai pasar perusahaan dilihat dari sisi profitabilitas, umur perusahaan dan ukuran perusahaan. Sektor Keuangan terdiri dari perusahaan bank dan lembaga keuangan lainnya. Perbankan merupakan tipe industri yang dalam kegiatan operasionalnya sangat ditekan oleh peraturan-peraturan dari berbagai instansi pemerintah. Tekanan tersebut mendorong sektor ini melaksanakan GCG. Prestasi bank-bank dalam pelaksanaan GCG relatif lebih baik dibandingkan dengan perusahaan lain pada jenis industri yang berbeda.

Situasi ekonomi makro di Indonesia sendiri di tahun 2002 cenderung sangat fluktuatif. Kinerja Tim Ekonomi Pemerintah RI yang sudah mulai nampak hasilnya di awal tahun 2002, menunjukkan penurunan di pertengahan tahun 2002. Di akhir tahun 2002, Indonesia diguncang dengan peristiwa bom Bali dan memperkeruh kondisi ekonomi Indonesia. Tekanan politik global melalui ancaman Amerika Serikat menyerang Irak, membuat harga minyak menjadi fluktuatif. Tekanan dari dalam maupun dari luar negeri membuat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) makin terpuruk, bahkan mencapai titik terendah sepanjang sejarah BEJ.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *Annual Report* perusahaan. Tujuan penggunaan *Annual Report* adalah untuk mengetahui pelaksanaan GCG dalam perusahaan. *Annual Report* dinilai sebagai satu-satunya sumber informasi bagi investor publik yang lengkap, diungkapkan oleh perusahaan melalui publikasi laporan kepada publik. Melalui publikasi ini, informasi yang diterima oleh

investor akan bersifat seragam, baik untuk investor dengan kemampuan dana yang besar maupun dengan kemampuan finansial yang terbatas.

Disadari bahwa ada hal-hal tertentu dalam pelaksanaan GCG yang mungkin sudah dijalankan dengan baik oleh manajemen, namun terbentur masalah pengungkapannya. Oleh karena itu perlu dicari cara lain untuk menilai pelaksanaan GCG yang lebih efektif dan obyektif.

Penelitian lanjut dapat dilakukan dengan memasukkan seluruh bidang industri untuk melihat pengaruh faktor industri (*industry effect*) terhadap pelaksanaan GCG, mengingat setiap bidang industri memiliki kekhasan yang berbeda dan mempengaruhi pelaksanaan GCG perusahaan.

GCG diperlukan di berbagai sektor, khususnya di sektor keuangan. Perusahaan yang dikelola melalui kaidah GCG yang baik akan dapat bertahan lama sehingga kepentingan jangka panjang *shareholders* terpenuhi. *Sustainable growth*, pertumbuhan yang berkelanjutan akan mendorong investasi di suatu perusahaan dan kemudian secara makro akan mendukung perkembangan yang berkelanjutan di suatu negara. GCG akan memberikan ketahanan ekonomi yang kuat dalam menghadapi perubahan-perubahan ekonomi yang terjadi. Lemahnya aplikasi di suatu perusahaan atau suatu negara disebabkan dilanggarnya sifat-sifat yang disyaratkan dalam aplikasi GCG, yaitu *corporate discipline, transparency, independence, accountability, responsibility, fairness, dan social responsibility*.

GCG merupakan suatu proses dan bukan merupakan tanggung jawab dewan

komisaris semata tetapi tanggung jawab kita semua, para pemegang saham, manajemen, *board of directors*, dan *stakeholders* lainnya seperti: pegawai/karyawan; kreditor; badan-badan keuangan; serta komunitas lain yang terkait seperti kantor pajak, pemerintah dan masyarakat. Semua pihak yang terkait, terutama yang mempunyai fungsi struktural, untuk melakukan kontrol. Berfungsinya semua bagian akan meningkatkan nilai perusahaan, meningkatkan laba, pertumbuhan penjualan, dan menurunkan biaya-biaya (McRitchie, 2001).

## DAFTAR PUSTAKA

- Alchian, A.A., 1965, *Some Economics of Property Rights, Economic Forces at Work*, Indianapolis: Liberty Press.
- Anonim, 2002, *The Essence of Good Corporate Governance – Konsep dan Implementasi Perusahaan Publik dan Korporasi Indonesia*, Jakarta: Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia dan Sinergy Communication.
- Armstrong, P., 2002. *Text of Address Delivered to the West African Bankers Association Conference on Corporate Governance*. West African Bankers Association (WABA) Conference on Corporate Governance in Abidjan, February 20.
- Bangkok Post, 2002, July 11. *Firms with Good Corporate Governance Practices Draw Institutional Investors*.
- Black, B. S., 2001, *Does Corporate Governance Matter? – A Crude Test Using Russian Data*, NBER Working Paper.
- Black, B. S., H. Jang, W. Kim, 2003, *Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? – Evidence from Korea*. NBER Working Paper.
- Brealey, R. A., and S. C. Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, Boston: McGraw-Hill.
- Business Week, 2002. *The Best and Worst Boards*. October 7
- Cheung, S.N.S., 1970, The Structure of A Contract and the Theory of Non-exclusive Resource, *Journal of Law and Economics*, 17, 34-51.
- Cheung, S.N.S., 1983. The Contractual Nature of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 25, 118-131.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt, 1994. A Simple Approximation of Tobin's Q, *Financial Management Journal*, 23, 3, 26-41.
- Claessens, S., and J. P.H. Fan, 2003. *Corporate Governance in Asia: A Survey*. Working Paper.
- CNNfn Transcripts, 2002. *Enron: 1 Year Later; Reform in Corporate Governance*. February 12.
- Coase, R.C., 1937. The Nature of the Firm, *Economica*, 2, 25-34.
- Coase, R.C., 1960. The Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics*, 4, 213-228
- Demsetz, H., 1964. The Exchange and Enforcement of Property Rights, *Journal of Law and Economics*, 9, 97-109.
- Emil Salim, 2001. *Membangun Good Corporate Governance*. The Indonesian Institute for Corporate Governance.

- Forum for Corporate Governance in Indonesia, 2002. [www.fcgi.com](http://www.fcgi.com)
- Gompers, P. A., J. L. Ishii, and A. Metrick, 2003. *Corporate Governance and Equity Prices*, NBER Working Paper.
- Hair Jr, J. F., R. E. Anderson, R. L. Tatham, and W. C. Black, 1998. *Multivariate Data Analysis*, 5<sup>th</sup> edition, New Jersey: Prentice-Hall International Inc.
- Imala, O.I., 2002. *Monitoring Compliance with International Financial Standards: Role of Central Banks*. WABA Seminar, Abijan, February.
- Kelly, M., 2003. *Four Ideas for Reforming Corporate Governance Post-Enron. Business Ethics*. Corporate Social Responsibility Report. January.
- King Committee, 2002. *West African Bankers Association: Corporate Governance Conference*. Abijan, South Africa. February 20.
- Kompas, 2000, 20 Juni. *Corporate Governance Investment Forum*, Jakarta.
- Kompas, 2002, 2 Desember. *Corporate Image*. Opini.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1997. Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52, 2112-2223.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1998. Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106, 321-339.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 1999. Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54, 1116-1132.
- Lang and Litzengerger, 1989. *Tobin's Q*, in Chung and Pruitt, 1994
- McKinsey & Company, 2002. *Global Investor Opinion Survey*. July
- McRitchie, J., 2001. *Corporate Governance: Enhancing the Return on Capital through Increased Accountability to Shareholders*, [www.corpgov.net/news.html](http://www.corpgov.net/news.html) December 12.
- Mesnard, M., 2002. *Corporate Governance Investment and Growth the OECD Principles and Their Use*. Corporate Affair Division, OECD-WABA Seminar, Abijan, February.
- Onwioduokit, E.A., 2002. *Current World Financial Crisis: Lessons to be Learnt*. Seminar on Corporate Governance and International Financial Standards, WABA-Seminar, Abijan, February 21-22.
- Simpson, A., 2001. *Corporate Governance Challenges in Globalization*. Global Corporate Governance Forum ([www.gcgf.org](http://www.gcgf.org))
- Standard & Poor's, 2002. *The Importance of Objective Analysis in Assessing Corporate Governance*. June.
- Sukmawati, S., 2003. Penerapan *Good Corporate Governance* di Sektor Keuangan, Seminar Bank Indonesia dan Universitas Gadjah Mada, April 10.
- Tabalujan and B. Simon, 2003a. *Family Capitalism and Corporate Governance of Family-controlled Listed Companies in Indonesia*, Working Paper.



- Tabalujan and B. Simon, 2003b. *Why Indonesian Corporate Governance Failed – Conjectures Concerning Legal Culture* Working Paper.
- Tearney, M, 2003. *Enron & Andersen: What Went Wrong?* Kuliah Umum Program Doktor dan MSi, 18 Maret.
- The Independent, 2002, May 10. *Shareholder Activism: Bob Monks' Ten Key Principles of Good Corporate Governance*. London.
- The Jakarta Post, 2000, July 27. *Good Corporate Governance Vital for Privatization*.
- The New York Times, 2001, May 5. *Five Enron Directors are not Responsible for the Company's Collapse?*
- Tricker, R. I., 1994. *International Corporate Governance*, Singapura: Prentice Hall.
- Van den Berghe, L., and L. DeRidder, 1999. *International Standardisation of Good Corporate Governance – Best Practises for the Board of Directors*, Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Wheelen, T. L., and J.D. Hunger, 2002. *Essentials of Strategic Management*. 3<sup>rd</sup> Prentice Hall.
- Yeo, V.C.S., and P. M. C. Koh, 2001. *The Role of Boards and Stakeholders in Corporate Governance*, Country Paper for Singapore, dipresentasikan pada *The Third Roundtable on Corporate Governance*, Singapura, 4-6 April 2001.