

ANALISIS GOOD CORPORATE GOVERNANCE DI SEKTOR MANUFAKTUR: PENGARUH PENERAPAN GOOD CORPORATE GOVERNANCE, RETURN ON ASSET, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PASAR PERUSAHAAN

Zulfikar

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Surakarta

E-mail: ppafeums@yahoo.co.id

Abstract

This study aims to test empirically the impact of implementation good corporate governance on the market value of firms. The Good Corporate Governance Perception Index (ICG) used in this study developed by KNKCGI (2001). Moreover, this study also investigated whether investors also consider other Good Corporate Governance variables.

This study examines twenty-eight companies that implemented Good Corporate Governance in Jakarta Stocks Exchange during 2001 to 2002. Regression model analysis is used to identify the effect implementation Good Corporate Governance on market value of firm. The result show that there are no positively impact to implementation Good Corporate Governance with market value of firms.

Keywords: *Good Corporate Governance, return on asset, market value of firm*

PENDAHULUAN

Agenda penting yang harus segera direalisasikan oleh pemerintah terkait dengan penandatanganan nota kesepahaman dengan *International Monetary Fund (IMF)* adalah melakukan perbaikan tata kelola perusahaan-perusahaan di Indonesia. Perbaikan tata kelola perusahaan tersebut dimaksudkan untuk meningkatkan kepercayaan investor baik domestik maupun asing. Standar tata kelola yang baik (*Good Corporate Governance*) secara internasional sudah banyak diterapkan oleh perusahaan-perusahaan berskala internasional. Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mempunyai

tanggungjawab untuk menerapkan standar *Good Corporate Governance* yang telah diterapkan di tingkat internasional (Warta Ekonomi, 2002).

Kepentingan pemegang saham (publik) sebagai pemilik perusahaan dan kreditor sebagai penyandang dana ekstern adalah merupakan salah satu alasan diterapkannya *Good Corporate Governance*. Sistem *Good Corporate Governance* yang diterapkan diyakini akan memberikan perlindungan yang efektif kepada pemegang saham dan kreditor untuk memperoleh kembali atas investasi yang ditanamkan. Sehingga *Corporate Governance* dapat diartikan sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengelola perusahaan,

pihak kreditor, pemerintah, karyawan, serta pihak-pihak lain yang berkepentingan baik intern maupun ekstern yang terkait dengan hak dan kewajiban mereka.

Pada prinsipnya *Good Corporate Governance* mencakup empat komponen utama yang diperlukan untuk meningkatkan profesionalisme dan kesejahteraan pemegang saham tanpa mengabaikan kepentingan *stakeholders* yang lain, yaitu: *fairness, transparency, accountability, dan responsibility*. (Linan 2000). Prinsip-prinsip tersebut disadari oleh berbagai pihak sangat penting untuk meningkatkan kepercayaan investor maupun calon investor potensial. Namun demikian masih banyak perusahaan di Indonesia yang belum menerapkan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* dikarenakan dorongan regulasi dan menghindari sanksi dibanding menganggap prinsip-prinsip tersebut sebagai bagian dari kultur perusahaan.

Beberapa institusi seperti kementerian BUMN, Dirjen pajak, Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ), Ikatan Akuntan Indonesia, dan Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* telah berupaya untuk mendorong penerapan *Good Corporate Governance* dan meningkatkan kualitas pengungkapan dalam informasi keuangan. Salah satunya adalah memberikan penghargaan kepada perusahaan *go public* yang dinilai telah memberikan informasi yang paling terbuka dalam laporan keuangan tahunannya (*Annual Report Award*). (Warta Ekonomi, 2002). *Annual Report Award* ini diberikan kepada perusahaan yang memenuhi kriteria kelengkapan dalam penyajian laporan keuangan tahunan,

khususnya untuk informasi mengenai profil perusahaan, pengungkapan visi dan misi perusahaan berkaitan dengan pelaksanaan *Corporate Governance*, analisis dan pembahasan manajemen atas kinerja perusahaan, laporan keuangan yang sesuai dengan prinsip akuntansi, dan ketentuan pasar modal yang berlaku serta informasi lain yang relevan dengan kebutuhan *stakeholder*.

Bagi akademisi, studi tentang penerapan *Good Corporate Governance* sangat menarik untuk dikaji. Penerapan *Good Corporate Governance* banyak dikaitkan dengan disiplin ilmu akuntansi dan keuangan, serta akuntansi keperilakuan. Pada disiplin ilmu akuntansi dan keuangan misalnya, beberapa studi membuktikan secara empiris bahwa penerapan *Good Corporate Governance* dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan (Beasley, et al 1998; Simanjuntak 2002; dan Sukmawati, 2004). Berdasarkan survei yang dilakukan oleh Beasley et al (1998) ditemukan bukti bahwa perusahaan yang menerapkan *Good Corporate Governance* menikmati valuasi pasar antara 10-12 persen. Hal ini merefleksikan tingkat kepercayaan investor terhadap konsep *Good Corporate Governance*. Hal ini juga akan menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan.

Studi yang dilakukan terhadap 189 perusahaan *go public* di enam *emerging market* seperti India, Malaysia, Mexico, Korea, Taiwan, dan Turkey menunjukkan keterkaitan yang sangat erat antara penerapan *Good Corporate Governance* dengan harga saham perusahaan-perusahaan tersebut (Lukuhay, 2002). Hasil survei tersebut juga menunjukkan bahwa 75% investor menganggap

keterbukaan dan pengungkapan mengenai *Good Corporate Governance* sama pentingnya dengan pengungkapan informasi keuangan yang dipublikasikan. Penelitian McKinsey dan Company (2001) pada bulan Juni 2000 menemukan bahwa lebih dari 80 persen perusahaan bersedia membayar lebih untuk saham dengan perusahaan yang menerapkan *Good Corporate Governance* secara benar.

Studi tentang penerapan *Good Corporate Governance* di Indonesia telah beberapa kali dilakukan. Mayangsari dan Murtanto (2002); Simanjuntak (2002); Sulistyanto dan Linggar (2002); dan Sukmawati (2004) telah membuktikan peran *Corporate Governance* dalam meningkatkan nilai perusahaan. Mayangsari dan Murtanto (2002) menguji apakah pengumuman pembentukan komite audit yang merupakan komponen penting dalam *Corporate Governance* di Indonesia akan direspon oleh pasar?. Hasil penelitian mereka membuktikan bahwa terdapat reaksi pasar yang positif terhadap pengumuman komite audit sebagai wujud *Good Corporate Governance*. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman tersebut mempunyai kandungan informasi yang menarik minat investor di pasar. Minat pasar tersebut merefleksikan kepercayaan masyarakat bahwa konsep *Corporate Governance* akan meningkatkan profesionalisme dan kesejahteraan pemegang saham.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, hasil penelitian Darmawati (2003) pada perusahaan manufaktur dan Sukmawati (2004) pada perusahaan sektor keuangan menemukan bukti yang berlawanan yaitu bahwa pelaksanaan *Good Corporate Governance* tidak memberikan

pengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan. Hasil tersebut cukup menarik mengingat penelitian-penelitian sejenis di negara lain menunjukkan hasil yang berkebalikan. Hal ini dianggap cukup wajar mengingat di samping faktor empat prinsip penerapan *Good Corporate Governance* masih banyak faktor lain yang menentukan nilai pasar.

Berdasarkan berbagai hasil penelitian baik di Indonesia maupun di negara lain, terdapat ketidakkonsistenan hasil pengujian antara penerapan prinsip *Good Corporate Governance* dan nilai pasar perusahaan. Agenda penting dalam penelitian berikutnya patut dicermati sebagaimana diisyaratkan oleh Darmawati dkk. (2004) bahwa pengumuman penerapan *Good Corporate Governance* dan pengukuran nilai pasar perusahaan umumnya menggunakan data tahun yang sama. Sedangkan *Corporate Governance* dalam laporan tahunan baru keluar di sekitar bulan Maret tahun berikutnya, sehingga data nilai pasar tahun berikutnya akan lebih baik untuk digunakan

Berdasarkan temuan-temuan penelitian sebelumnya dan latar belakang masalah yang telah dikemukakan di atas, beberapa masalah yang muncul dapat dirumuskan: a) Apakah penerapan *Good Corporate Governance* berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan?, b) Apakah *Return on Asset* berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan?, c) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan?

Terkait dengan rumusan masalah yang dikemukakan, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan membuktikan secara empirik a) pengaruh penerapan *Good Corporate Governance*

terhadap nilai pasar perusahaan, pengaruh *return on asset* terhadap nilai pasar perusahaan, pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai pasar perusahaan

Penelitian ini diharapkan akan memberikan kontribusi dalam pembuatan keputusan investasi bagi investor maupun calon investor potensial bahwa informasi tentang penerapan *Good Corporate Governance* sangat penting untuk menilai perusahaan. Di samping itu pertimbangan tentang *return on asset* dan ukuran perusahaan juga akan memberikan informasi yang berharga dalam menilai perusahaan. Penelitian di masa datang yang sejenis yang dilakukan oleh peneliti lain diharapkan mempertimbangkan hasil temuan dalam penelitian ini sebagai tambahan referensi.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Dalam konteks korporat, kekuasaan untuk mengelola perusahaan berasal dari tingkat kepemilikan dan pemilik seharusnya bisa menjalankan kekuasaannya tersebut sesuai dengan nilai investasi mereka. Umumnya untuk menjalankan kekuasaannya, pemilik akan mendelegasikan kepada suatu tim profesional yang disebut manajemen untuk mengelola investasi. Pemisahan status antara pemilik dan pengelola perusahaan tersebut akan menimbulkan suatu masalah *vested interest*. Posisi manajemen sebagai *agent* yang sangat dominan dalam pengelolaan perusahaan akan cenderung mementingkan dirinya sendiri dalam mengalokasikan sumber daya sehingga tidak meningkatkan nilai perusahaan. Sementara pemilik sebagai *principal* berkepentingan untuk menjaga sumber daya perusahaan agar

tingkat kepemilikan selalu bertambah. Namun karena adanya asimetri informasi, *principal* kesulitan untuk mengetahui apakah *agent* sudah bertindak sebagaimana mestinya. Adanya konflik kepentingan dalam pengelolaan perusahaan ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan naik jika pemilik bisa mengendalikan perilaku manajemen agar tidak menghamburkan sumberdaya perusahaan, baik dalam bentuk investasi yang tidak layak maupun dalam bentuk *shirking* (Eisenberg et al. 1998)

Good corporate governance didefinisikan sebagai suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah (*value added*) untuk semua *stakeholdernya*. Dua hal yang menjadi perhatian konsep ini adalah pertama, pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar, akurat, dan tepat pada waktunya serta, kedua, kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat pada waktunya, dan transparan mengenai semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan *stakeholder*. Kedua hal tersebut penting karena secara empiris terbukti bahwa penerapan prinsip *corporate governance* dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan (Beasley et al., 1998).

Chtourou et al. (2001) yang menguji apakah praktik *corporate governance* mempunyai pengaruh positif terhadap kualitas informasi keuangan yang dipublikasikan perusahaan juga menyimpulkan bahwa penerapan prinsip *corporate governance* akan menjadi *constrain* manipulasi yang dilakukan manajemen. Hal tersebut sejalan dengan penelitian Botosan (1997) yang membuktikan

adanya hubungan positif antara penerapan *corporate governance* dengan berkurangnya kecurangan (*fraud*) pada pelaporan keuangan (*financial reporting*) yang dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan yang dipublikasikan perusahaan.

Penelitian Tabalujan dan Simon (2003) dalam Sukmawati (2004) juga menunjukkan bahwa kinerja *corporate governance* perusahaan Indonesia masih buruk. Tabalujan dan Simon (2003) dalam Sukmawati (2004) melihat bahwa dominasi kepemilikan saham perusahaan oleh satu keluarga banyak terdapat pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di 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 (2003) dalam Sukmawati (2004) 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 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.

Penelitian McKinsey (2001) seperti dikutip oleh Luhukay (2002) membuktikan bahwa investor di negara-negara maju bersedia memberi premium yang cukup tinggi, mencapai sekitar 28%, kepada perusahaan yang menerapkan prinsip *corporate governance* dengan konsisten. Sebagai tambahan ditemukan bukti bahwa saham perusahaan-perusahaan tersebut menikmati valuasi pasar sampai dengan 10%-12%. Sejalan dengan penelitian tersebut, survei yang dilakukan di enam *emerging market* menunjukkan kaitan yang erat antara penerapan *corporate governance* dengan harga saham perusahaan-perusahaan publik tersebut (Luhukay, 2002). Hal tersebut terjadi karena hampir 75% investor di pasar menganggap keterbukaan dan informasi mengenai penerapan *corporate governance* sama pentingnya dengan informasi keuangan yang dipublikasikan oleh suatu perusahaan. Bahkan beberapa pihak menganggap keterbukaan dan informasi mengenai *corporate governance* lebih penting daripada informasi keuangan (Luhukay, 2002).

Sejalan dengan penelitian tersebut, Mayangsari dan Murtanto (2002) yang menguji apakah pengumuman pembentukan komite audit (*audit committee*) akan direspon oleh pasar juga menemukan bukti bahwa pasar akan bereaksi positif terhadap pengumuman tersebut. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman tersebut mempunyai kandungan informasi (*information content*) yang menarik minat investor di pasar. Penelitian tersebut mendukung beberapa penelitian sebelumnya yang menyimpulkan bahwa pengumu-

man mempunyai kandungan informasi (*information content*) yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan.

Penelitian Black *et al.* (2003) terhadap 526 perusahaan publik di Korea memberikan bukti bahwa profitabilitas perusahaan yang menerapkan *Corporate Governance* dengan semestinya dapat meningkatkan nilai pasar dua kali lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan yang belum melaksanakan *Good Corporate Governance*. Lebih jauh Black *et al.* (2003) menyatakan bahwa pengaruh praktik *Good Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan akan lebih kuat jika dibandingkan negara berkembang dibanding di negara maju. Hal tersebut disebabkan oleh lebih bervariasinya praktik *Corporate Governance* di negara berkembang.

Berbeda dengan penelitian Black *et al.* (2003), penelitian Sukmawati (2004) terhadap perusahaan sektor keuangan di Indonesia tidak berhasil membuktikan hubungan profitabilitas (*Return on Aset*) dan ukuran perusahaan sebagai variabel endogen dari *Good Corporate Governance* dengan nilai pasar perusahaan. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh kurang sosialisasi pentingnya penerapan *Good Corporate Governance* oleh pihak yang berwenang sehingga penerapan *Good Corporate Governance* tidak dilaksanakan dengan baik oleh manajemen perusahaan (Sukmawati 2004).

Senada dengan temuan Sukmawati (2004), penelitian Darmawati (2004) terhadap perusahaan sektor manufaktur di Indonesia juga tidak berhasil membuktikan hubungan ukuran perusahaan sebagai variabel endogen dari *Good Corporate Governance* dengan nilai pasar. Penyebab-

nya adalah kemungkinan respon pasar terhadap implementasi *Good Corporate Governance* tidak dapat secara langsung dirasakan (*immediate*) melainkan membutuhkan waktu.

Berdasarkan temuan-temuan penelitian sebelumnya maka hipotesis penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

- H1: Penerapan *good corporate governance* berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan.
- H2: Profitabilitas (*Return on Aset*) berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan.
- H3: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan.

METODE PENELITIAN

• Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 2001-2002. Pemilihan sampel dilakukan dengan *purposive sampling* yaitu perusahaan yang dipilih adalah perusahaan manufaktur yang masuk dalam pemeringkatan penerapan *corporate governance* yang dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG). Sampel yang digunakan juga harus melaporkan *financial report* selama tahun 2001-2002.

Berdasarkan kriteria tersebut, dari 153 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ hanya 52 perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan yang dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) tahun 2001. Seleksi sampel berikutnya diambil 28 sampel yang memenuhi persyaratan untuk menjadi sampel akhir dalam penelitian ini. Sedangkan 24 sampel lainnya dikeluarkan

karena alasan kelengkapan data keuangan. Distribusi pengambilan sampel penelitian disajikan pada tabel 1.

Tabel 1. Distribusi Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 2001	333 emiten
2	Perusahaan non manufaktur	(180) emiten
3	Perusahaan manufaktur yang tidak masuk <i>IICG</i>	(101) emiten
4	Perusahaan dengan data keuangan tidak lengkap	(24) emiten
Total perusahaan yang menjadi sampel akhir		28 emiten

• **Data dan Sumber Data**

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif yang didapatkan dari hasil dokumentasi (data sekunder). Data Sekunder, yaitu data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara atau dicatat oleh pihak lain. Data sekunder dalam penelitian ini diperoleh dari literatur-literatur ilmiah yang mempunyai hubungan erat dengan obyek penelitian, antara lain data penghargaan *Annual Report Award* (ARA) di Warta Ekonomi tahun 2002 dan Bapepam tahun 2002, serta peringkat penghargaan *good corporate governance* yang dimuat di Majalah Swa Sembada edisi September-Oktober 2001, dan data dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

• **Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya**

a. **Variabel Dependen**

Variabel dependen adalah variabel yang diramalkan atau tergantung oleh variabel lainnya. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependen adalah nilai pasar, yaitu nilai kekayaan yang tidak dapat dilihat dari neraca, seperti manajemen yang baik, reputasi yang baik, dan prospek yang sangat cerah. Rasio nilai pasar perusahaan memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan di masa lampau dan prospeknya di masa yang akan datang. Rasio yang dinilai bisa memberikan informasi paling baik adalah *Tobin's Q* atau *Q ratio* yang dirumuskan sebagai berikut (Chung dan Pruitt, 1994):

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Nilai pasar ekuitas} + \text{Nilai buku utang}}{\text{Nilai buku total aktiva}}$$

Semakin besar nilai Tobin's Q, maka perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik.

b. **Variabel Independen**

Variabel independen adalah variabel yang berdiri sendiri dan tidak tergantung oleh variabel lainnya. Dalam penelitian ini variabel independennya meliputi: *Good Corporate Governance*, *Return on Asset* dan ukuran perusahaan.

Variabel *Good Corporate Governance* diukur dengan *Corporate Governance*

Index (CGI). *CGI* menunjukkan seberapa banyak poin dalam Pedoman Pelaksanaan *Good Corporate Governance (KNKCG)* yang telah dilaksanakan oleh perusahaan. Semakin tinggi nilai *CGI*, maka makin tinggi tingkat kepatuhan perusahaan (nilai maksimal *CGI* adalah 100).

Variabel *Return on Asset (ROA)* sebagai proksi dari profitabilitas perusahaan yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Rasio *ROA* dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

Variabel ukuran perusahaan menunjukkan adanya perbedaan risiko usaha antara perusahaan besar dan kecil. Pengukuran variabel *size* atau ukuran perusahaan berdasarkan total aktiva.

• Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis kuantitatif dengan menggunakan teknik analisis berupa analisis regresi ganda. Adapun model persamaan regresi dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Tobin's } Q = a + b_1(\text{GCG}) + b_2(\text{ROA}) + b_3(\text{Size})$$

Pengujian hipotesis pertama, kedua dan ketiga dilakukan dengan uji t. Ada dan tidaknya pengaruh variabel *corporate governance*, *Return on Aset* dan *Size* dengan nilai pasar perusahaan dilihat dari nilai signifikansinya. Sebelum pengujian hipotesis, dilakukan pengujian asumsi klasik berupa uji normalitas, uji multikolinearitas, autokorelasi dan uji heteroskedastisitas seperti disarankan oleh Gujarati (1995).

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Statistik Deskriptif

Hasil penelitian di sektor manufaktur dengan menggunakan 28 perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 2.

Berdasarkan hasil statistik deskriptif, tampak bahwa rata-rata nilai pasar perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ yang terwakili oleh perusahaan-perusahaan sampel adalah 1,3139. Angka ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan-perusahaan sampel memiliki nilai pasar yang cukup baik karena lebih dari 1. Nilai *CGI* dari seluruh perusahaan sampel adalah 39,75. Nilai tertinggi 77,19 dicapai oleh PT Astra Internasional dan nilai terendah dimiliki

Tabel 2. Statistik Deskriptif

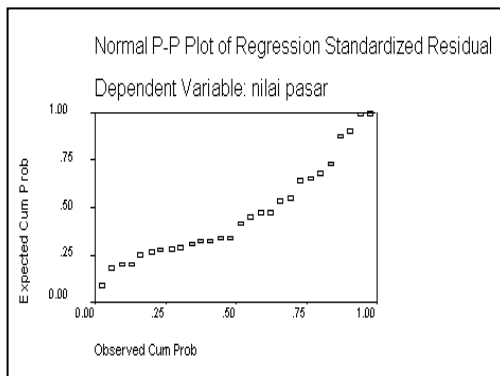
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
governance	28	.1010	.7719	.397529	.1968565
return on aset	28	-.0481	.3060	.080918	.0727520
ukuran	28	.0355	.7443	.145707	.1394286
nilai pasar	28	.1500	4.8000	1.313929	1.2004732
Valid N (listwise)	28				

oleh Pabrik Kertas Tjiwi Kimia. Hasil ini menunjukkan rendahnya kepatuhan perusahaan-perusahaan terhadap penerapan *Good Corporate Governance*. Karena dari 175 item yang disyaratkan oleh *IICG* tidak ada satu perusahaan pun yang bisa mencapai *CGI* lebih dari separuh total item.

B. Pengujian Asumsi Klasik

Untuk mendukung kebenaran interpretasi hasil analisis dengan model regresi perlu dievaluasi beberapa kriterium ekonometri yakni terpenuhinya sifat-sifat normalitas, homoskedastisitas, dan tidak adanya multikolinearitas pada model regresi linear yang digunakan.

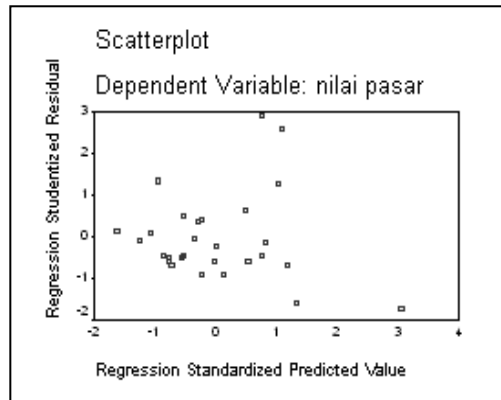
Pengujian atas asumsi normalitas ditunjukkan oleh *P-P Plot* atas residual yang menunjukkan pola yang mengikuti garis diagonal sehingga lolos uji atas normalitas, hasil ini tampak pada gambar 1.



Gambar 1. Uji Normalitas

Hasil pengujian *scatterplot residual* pada gambar 2 tidak menunjukkan adanya pola kurva tertentu. Hasil ini mengindikasikan persamaan model regresi tidak ada

heteroskedastisitas. Artinya asumsi homoskedastisitas terpenuhi.



Gambar 2. Uji Heteroskedastisitas

Asumsi berikutnya berkaitan dengan hubungan antara dua atau lebih variabel independen (multikolinearitas). Hasil pengujian atas asumsi ini menunjukkan bahwa model persamaan regresi lolos uji dari asumsi tersebut. Hal ini terlihat dari besarnya nilai *VIF* yang berkisar pada angka 1 dan besarnya nilai *tolerance* yang berkisar pada angka 0,8-0,9.

Tabel 3. Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF
GCG	0,801	1,249
ROA	0,815	1,227
SIZE	0,977	1,023

C. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis pertama, kedua dan ketiga dilakukan dengan memperhatikan tingkat signifikansi koefisien regresi dan arah hubungan masing-masing variabel. Pengujian ini bertujuan untuk melihat pengaruh variabel *Good Corporate Governance*, *Return on Aset*, dan *Size*

terhadap variabel *Tobin's q*. Hasil analisis regresi atas pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 4.

Tabel 4. Hasil Pengujian Regresi

Tobin's Q = a + β_1 (GCG) + β_2 (ROA) + β_3 (Size)			
Parameter	β	t-value	p-value
Konstanta	0,597	1,169	0,254
GCG	-0,175	-0,144	0,887
ROA	7,764	2,378	0,026*
SIZE	1,085	0,697	0,493
F Statistik	2,443		
Signifikan F	0,089**		
Adjusted R ²	0,138		

*signifikan pada tingkat 5%

** signifikan pada tingkat 10%

Hasil pengujian model regresi menunjukkan angka Adjusted R² sebesar 0,138 artinya variabel *GCG*, *ROA* dan *SIZE* kemungkinan hanya dapat menjelaskan variasi dalam variabel *Tobin's Q* sebesar 13,8 persen sedangkan sebagian besar dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan ke dalam model. Model regresi cukup fit digunakan (*goodnes of fit*) untuk memprediksi nilai pasar melalui variabel *GCG*, *ROA* dan *SIZE*. Hal ini dapat ditunjukkan dengan melihat angka F statistik sebesar 2,443 signifikan pada tingkat 10 persen.

Tabel 4 menunjukkan bahwa koefisien *GCG* pada model regresi adalah -0,175 (*t-value* = -0,144) dan tidak signifikan. Koefisien variabel *GCG* tidak sesuai dengan yang diharapkan dalam model dan hipotesis karena bertanda negatif. Meskipun bertanda negatif tetapi nilainya tidak signifikan sehingga hasil

pengujian ini tidak berhasil mendukung hipotesis pertama. Pengujian hipotesis pertama menyimpulkan bahwa penerapan *Good Corporate Governance* secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Pengujian terhadap hipotesis kedua ditunjukkan oleh koefisien regresi variabel *ROA* yakni sebesar 7,764 (*t-value* = 2,378) dan signifikan pada tingkat 5 persen. Hasil ini mengindikasikan bahwa apabila profitabilitas naik sebesar 1 persen, *ceteris paribus* maka nilai pasar perusahaan akan naik sebesar 7,764 persen atau sebaliknya.

Pengujian terakhir dilakukan dengan melihat koefisien regresi variabel *Size* sebesar 1,085 (*t-value* = 0,697) dan tidak signifikan. Meskipun koefisien regresi bertanda positif tetapi nilainya tidak signifikan. Oleh karena itu, hasil pengujian ini tidak berhasil mendukung hipotesis ketiga. Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pasar perusahaan.

D. Pembahasan

Berdasarkan hasil statistik deskripsi, pencapaian *CGI* oleh perusahaan-perusahaan manufaktur di BEJ masih relatif rendah. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh beberapa hal. Pertama, perusahaan memang belum memiliki kepedulian terhadap penerapan *Good Corporate Governance* sebagaimana yang disinyalir oleh Kompas 2/12/2002 (dalam Sukmawati 2004). Kedua, beberapa item yang digunakan dalam pemeringkatan *Good Corporate Governance* lebih merupakan anjuran yang bersifat tidak mengikat. Konsisten dengan hasil tersebut, analisis regresi atas hipotesis pertama menunjuk-

kan hasil yang tidak signifikan. Hasil ini juga konsisten dengan penelitian Sukmawati (2004) yang menyimpulkan penerapan *corporate governance* tidak memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai pasar.

Hasil pengujian terhadap seluruh hipotesis menunjukkan bahwa hanya profitabilitas yang mempengaruhi nilai pasar. Profitabilitas yang diukur dengan *Return on Aset* menunjukkan keberhasilan kinerja perusahaan. Untuk mengetahui nilai pasar perusahaan di mata investor maka digunakan rasio-rasio keuangan sebagai prediktornya. Rasio nilai pasar perusahaan memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan di masa lampau dan prospeknya di masa yang akan datang (Botosan 1997).

SIMPULAN

Penerapan *Good Corporate Governance* diyakini akan meningkatkan nilai pasar perusahaan terutama di mata investor. Sebagaimana penelitian di negara-negara lain seperti Amerika Serikat, Rusia dan Korea selatan menunjukkan bahwa ada pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang memiliki *rating Good Corporate Governance* tinggi atau telah melaksanakan *Good Corporate Governance* dengan baik sesuai dengan kebijakan negara setempat.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan di negara lain yakni penerapan *Good Corporate Governance* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di BEJ tidak memberikan pengaruh yang positif signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Beberapa penyebabnya yang mungkin adalah

kurangnya sosialisasi terhadap pentingnya penerapan *Good Corporate Governance* oleh pihak yang berwenang sehingga tidak dilaksanakan dengan baik dan investor belum menjadikannya sebagai dasar utama dalam pengambilan keputusan investasi.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, sampel penelitian ini dibatasi hanya pada perusahaan manufaktur yang masuk dalam pemerincikan oleh *IICG*. Sangat mungkin perusahaan publik memiliki kriteria-kriteria *Corporate Governance* sendiri. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan pedoman *Corporate Governance* masing-masing perusahaan. Kedua, penelitian ini menggunakan ukuran nilai pasar yang masih sederhana. Karena banyak unsur yang harus terlibat untuk mengukur nilai pasar perusahaan. Sehingga kemungkinan hasil pengukuran dalam penelitian ini kurang merepresentasi nilai pasar perusahaan sesungguhnya. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan ukuran nilai pasar sebagaimana yang diusulkan oleh Lang dan Lundholm (1993) dengan memasukkan unsur-unsur seperti: nilai buku *net capital stocks* dan *inflation adjusted net capital stocks*.

DAFTAR PUSTAKA

- Beasley, C., M. Defond, J. Jiambalvo, dan K.R. Subramanyam, 1998, "The Effect of Audit on The Quality of Earnings Management", *Contemporary Accounting Research*, 15 (spring).
- Botosan, C.A. 1997. "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital". *The Accounting Review* (July): 323-349
- Chtourou, S.M., J. Bedard, and L. Courteau. 2001, "Good Corporate

- Governance and Earnings Management”, <http://www.ssrn.com>
- Darmawati, D. 2003. "Corporate Governance dan Manajemen Laba: Suatu Studi Empiris". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 5 No. 1 hal 47-68.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M.T. Wells. 1998. "Large Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firm". *Journal of Financial Economics* 48: 35-54
- Gujarati, Damodar. 1995. *Basic Econometrics*. Singapore: McGraw Hill Inc.
- Lang, M., dan R. Lundhom. 1993. ' Cross Sectional Determinants of Analysis Rating of Corporate Disclosure'. *Journal of Accounting Research* 31: 246-271
- Luhukay, Jos, 2002, "Tata Pamong dan Nilai Perusahaan", *Warta Ekonomi*, No. 21/XIV/2 September.
- Linan, David, 2000, "Keberadaan *Good Corporate Governance* di Masyarakat Bisnis Sekarang dan Masa Datang". *Thesis Program Magister Hukum UGM*, Jogjakarta, tidak dipublikasikan.
- Mayangsari, Sekar, dan Murtanto, 2002, "Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pembentukan Komite Audit", *Proceeding Simposium Surviving Strategies to Cope With the Future*, Fakultas Ekonomi Universitas Atma Jaya Yogyakarta (FE UAJY).
- McKinsey dan Company, 2001. "Interpreting the Value of Corporate Governance". *Third Asian Roundtable on Corporate Governance*
- Panitia dan Dewan Juri Penghargaan Laporan Tahunan (Annual Report Award), 2002, Press release, download dari www.baepem.go.id.
- Simanjuntak, Djisman S., 2002, "*Good Corporate Governance in Post-crisis Indonesia: Initial Conditions, Windows of Opportunity and Reform Agenda*", Working paper.
- Sukamulja, Sukmawati, 2004, *Good Corporate Governance di Sektor Keuangan, Dampak GCG terhadap Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Jakarta. BENEFIT Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Vol. 8. Juni 2004.
- Sulistyanto, H. Sri, dan Linggar Y. Nugraheni, 2002, "*Good Corporate Governance: Berhasilkah Diterapkan di Indonesia*", working paper.
- Sulistyanto, H. Sri, dan Rika Lidyah, 2002, "Good Governance: Antara Idealisme dan Kenyataan", *MODUS Jurnal Ekonomi dan Bisnis FE UAJY*, Vol. 14.
- Veronica, Silvia dan Utama, Sidharta, 2005, Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba, *Jurnal Akuntansi* Vol. VIII. September 2005.
- Warta Ekonomi, No. 21/XIV/2 Agustus 2002.