

*Hubungan Antara Struktur Kepemilikan, Corporate Governance, dan Nilai Perusahaan:
Suatu Kajian Konseptual*

**HUBUNGAN ANTARA STRUKTUR KEPEMILIKAN,
CORPORATE GOVERNANCE,
DAN NILAI PERUSAHAAN: SUATU KAJIAN KONSEPTUAL**

Christian Herdinata

Program Studi International Business Management

Fakultas Ekonomi Universitas Ciputra

ABSTRAC

This research is a study koseptual studying relation between practice of corporate governance and company value where related to wedge (control rights - cash flow rights). Besides, studies relation between ownership of stock by the side of strangers foreigners but Indonesia original (ATI) and ownership of stock by the side of strangers foreigners non-Indonesia (ANI) to company value and practice of corporate governance. Based on review literature from former research and based on critical idea it is indicated that ownership structure hardly influences relation between practice of corporate governance and company value. Besides, to know relation between ATI and ANI with company value it is indicated that ownership of stock ATI will had lower influence to company value if it is compared to ownership of stock ANI. Side other, to know the relation of ATI and ANI with corporate governance, indicated ownership of stock ATI to have lower motivation than ownership of stock ANI to execute practice of corporate governance carefully.

Keyword: ownership structure, corporate governance, company value

PENDAHULUAN

Karakteristik Perusahaan Publik di Indonesia

Perusahaan di Indonesia memiliki karakteristik yang tidak berbeda dengan perusahaan di Asia pada umumnya. Perusahaan-perusahaan di Asia secara historis dan sosiologis adalah perusahaan yang dimiliki dan dikontrol oleh keluarga. Meskipun perusahaan tersebut tumbuh dan menjadi perusahaan publik, namun kontrol tetap dipegang oleh keluarga masih signifikan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Claessens, Stijin, Simeon Djankov dan Larry H.P ditemukan bahwa dalam tahun 1996 kapitalisasi pasar dari saham yang dikuasai oleh 10 perusahaan keluarga di Indonesia mencapai 57,7%. Untuk Filipina dan Thailand mencapai 52,5% dan 46,2%. Sedangkan kapitalisasi pasar dari saham yang dikuasai oleh 15 perusahaan keluarga di Korea sebesar 38,4% dan Malaysia sebesar 28,3%.¹ Pemegang saham mayoritas memanfaatkan kekuatannya pada perusahaan publik untuk kepentingannya yang sebenarnya merugikan pemegang saham minoritas. Hal-hal seperti inilah yang menjadi penyebab konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Di sisi lain, penegakkan hukum untuk berbagai kasus yang menyangkut praktik *bad corporate governance* juga belum tampak². Hal ini membuat skeptisme terhadap *corporate governance* sebagai salah satu solusi dalam meningkatkan kinerja perusahaan dan menciptakan iklim usaha yang kompetitif. Krisis moneter dan ekonomi menjadi bukti bahwa perilaku-perilaku negatif tersebut telah menjerumuskan perusahaan kedalam berbagai permasalahan yang semakin rumit dan berat.

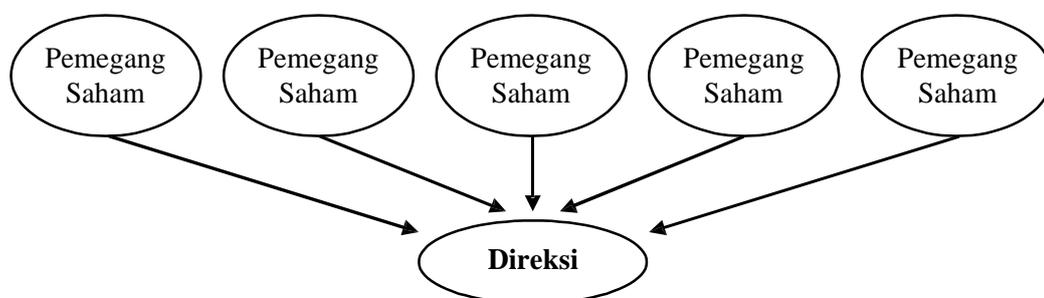
Krisis yang melanda Indonesia tidak terlepas dari pengaruh lemahnya penerapan *good corporate governance*. Hal ini ditandai dengan kurang transparannya pengelolaan perusahaan sehingga kontrol publik menjadi sangat lemah dan konsentrasi kepemilikan saham pada beberapa keluarga. Minimnya perlindungan pada pemegang saham minoritas menyebabkan hilangnya kepercayaan investor, terutama investor asing untuk tetap memegang saham-

¹ Claessens et al., "Who Controls East Asian Corporations," (Makalah, world Bank, 1999).

² Mohamad Nur Sodik, "Potret GCG di Indonesia" dalam The Essence of Good Corporate Governance.

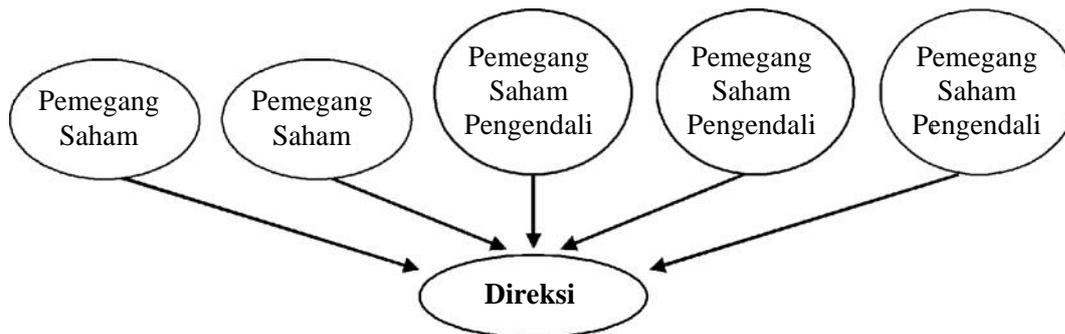
saham perusahaan publik di Indonesia. Pelaksanaan *corporate governance* di Indonesia sebatas wacana konsep dan jauh dari esensinya, walaupun ada beberapa perusahaan publik yang telah menerapkan *good corporate governance* namun jumlahnya belum signifikan dibanding perusahaan yang masih tergolong *bad corporate governance*. Oleh karena itu diperlukan suatu solusi dalam penerapan *good corporate governance* untuk mengatasi permasalahan yang dihadapi oleh pemegang saham minoritas dalam melindungi haknya sebagai pemegang saham.

Berdasarkan struktur kepemilikan perusahaan yang ditemukan, La Porta et al. (1998,1999) dan Claessens et al. (1999a) mengemukakan masalah keagenan yang harus diperhatikan dalam perusahaan modern adalah masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan minoritas terutama di negara-negara yang sedang berkembang. Claessens et al. (1999b) memperlihatkan terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas dengan data asia. La Porta et al. (2002), Claessens et al (2002), Burkart et al. (2003), Joh (2003), Kappler and Love (2004), serta Durnev dan Kim (2005) memperlihatkan terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas baik langsung atau tidak langsung. Disisi lain, La Porta et al. (1998, 2000) mengemukakan pentingnya peranan praktik *corporate governance* untuk memproteksi pemegang saham minoritas. Indra dan Ivan (2006) menyatakan bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tersebar kepada *outside investors* perlu menerapkan *corporate governance* untuk meningkatkan kewenangan yang dimiliki para pemegang saham publik dalam rangka menyeimbangkan pihak manajemen seperti pada gambar 1 sebagai berikut :



Gambar 1.
Struktur Kepemilikan Perusahaan yang Tersebar (*Dispersed Ownership*)

Sedangkan perusahaan dengan struktur kepemilikan yang memiliki *control* pada segelintir pemegang saham perlu menerapkan *corporate governance* untuk meminimalkan potensi konflik kepentingan yang timbul antara pengendali perusahaan dan *outside investor* (pemegang saham publik) seperti pada gambar 2 sebagai berikut :



Gambar 2.
Struktur Kepemilikan Perusahaan dengan Pengendali pada Segelintir Pemegang Saham
(Concentrated Ownership)

Selain itu hubungan praktik *corporate governance* dengan nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh tingkat *wedge* (*control right – cash flow right*) dimana telah banyak diteliti oleh La Porta et al., 2002; Claessens et al., 2002; Black, Jang, dan Kim, 2003. Oleh karena itu menjadi penting untuk mempelajari hubungan antara struktur kepemilikan, praktik *corporate governance* dan nilai perusahaan bagi perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia, dengan tujuan yaitu : (1) Mempelajari hubungan antara praktik *corporate governance* dan nilai perusahaan dimana dikaitkan dengan *wedge* (*control rights – cash flow rights*); (2) Mempelajari hubungan antara kepemilikan saham oleh pihak asing tetapi asli Indonesia (ATI) dan kepemilikan saham oleh pihak asing *non-Indonesia* (ANI) terhadap nilai perusahaan dan praktik *corporate governance*.

REVIEW LITERATUR

Permasalahan *Ownership* dan *Control*

Pemegang saham yang memiliki *control* sebenarnya memiliki insentif secara lebih dekat untuk memonitor perusahaan serta manajemen yang

memberikan pengaruh positif bagi *corporate governance*. Sebaliknya, pemegang saham pengendali juga berpotensi untuk berkonflik dengan pemegang saham lain, khususnya pemegang saham minoritas. Konflik ini akan memberikan akibat buruk ketika pengendali perusahaan melakukan eksploitasi perusahaan yang dikontrolnya dengan *cost* yang juga di tanggung para pemegang saham lain, khususnya para pemegang saham minoritas. Pemegang saham minoritas bukan satu-satunya korban, pengendali perusahaan sendiri akan menanggung *cost* dari buruknya *corporate governance* dalam bentuk rendahnya valuasi atas nilai saham yang dimiliki pada perusahaan bersangkutan, terbatasnya akses ke pasar saham, dan kesulitan dalam mewujudkan rencana-rencana bisnis serta mengakses potensi pasar yang ada diluar.

Tingginya *concentration ownership* dapat diasumsikan bahwa tingginya konsentrasi kepemilikan saham akan ditemui pada kondisi dimana hak milik tidak mampu dilindungi oleh negara. Dengan tidak adanya perlindungan dari negara, maka pengendali perusahaan akan mendapatkan kekuasaan (*power*) melalui *voting right* dan isentif (melalui tingginya *cash flow right*). Kekuasaan itu berguna mempengaruhi negosiasi dan pelaksanaan kontrak-kontrak perusahaan terhadap para stakeholders, termasuk pemegang saham minoritas, para manajer, para supplier, tenaga kerja, kreditor, konsumen, dan pemerintah³. Disisi lain akan berdampak negatif karena negara tidak dapat melindungi hak pribadi, dimana tingginya konsentrasi kepemilikan perusahaan khususnya dominasi oleh group bisnis keluarga akan menghadapi kendala berupa lemahnya sistem hukum, penegakkan hukum, dan korupsi. Bisnis group dan pengendalian oleh keluarga merupakan cara yang digunakan untuk melakukan transaksi-transaksi dimana biaya transaksi antara perusahaan keluarga atau terafiliasi akan mengurangi kadar keterbukaan informasi yang mana hal itu tidak akan terjadi jika transaksi dilakukan dengan pihak diluar dalam hubungan keluarga maupun afiliasi.

Dari Tabel 1 dibawah ini memperlihatkan 90% *listed company* yang ada mempunyai pengendali, dengan rata-rata 87% dan pengendali yang dominan berasal dari pihak keluarga atau individu.

³ Claessens dan Joseph P.H. Fan, Op.cit.,hlm 4

Tabel 1.
Ultimate Control of Publicly Traded Companies in Selected Countries⁴

Country	Widely Held	Controlling Shareholder			
		Family	State	Widely Held Financial	Widely Held Corporation
Argentina	0.0	65.0	15.0	5.0	15.0
Meksiko	0.0	100.0	0	0	0
Cina Taipei	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4
Hongkong	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8
Indonesia	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2
Korea	43.2	48.4	1.6	0.7	6.1
Malaysia	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7
Filipina	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7
Singapura	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5
Thailand	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3
Average	12.3	62.8	7.6	4.1	13.2

Note : Percentage of firms that are widely or with a particular kind of controlling shareholder where control is defined as having 20% or more of the voting rights.

Source : Claessens, et al. (2000) and La porta, et al. (1999)

Permasalahan seputar valuasi dengan *performance* perusahaan akan lebih kompleks jika pengendali merupakan negara. Ada beberapa alasan yaitu *pertama*, negara bukanlah pemilik terakhir, negara hanyalah agen dari warga negara. Apakah dengan besarnya kepemilikan (*cash flow right*) memberikan dorongan bagi negara untuk memaksimalkan valuasi kontrol yang dimilikinya? dimana insentif negara tersebut dapat saja menyimpang dari insentif yang dimiliki pemegang saham lainnya akibat pengaruh ekonomi politik, korupsi, kolusi, dan nepotisme. *Kedua*, negara sebagai pemilik perusahaan menghadapi banyak konflik kepentingan akibat kedudukan sebagai pemain dan di satu sisi sebagai regulator untuk mengontrol sistem perbankan. *Ketiga*, apabila negara mengontrol perusahaan dalam negara yang menganut paham *socialist* seperti Cina, akan timbul kesulitan untuk memahami hubungan antara *ownership* dan *performance* tanpa memperhitungkan struktur lembaga-lembaga yang ada, dimana berbeda dengan negara-negara yang menganut paham kapitalis.

⁴ Ibid., hlm. 14.

Hampir di semua negara berkembang maupun yang sedang dalam transisi memiliki sistem *corporate governance* yang menyoroti aspek tingginya tingkat konsentrasi ownership. Tingginya konsentrasi *ownership* memiliki *social cost* baik pada level perusahaan maupun pada level negara. Pada level perusahaan beban *cost* ini menyangkut eksploitasi yang dilakukan manajer dan *owner* perusahaan, kinerja perusahaan yang buruk, rendahnya pengelolaan risiko, dan masalah likuidasi yang mempersulit perdagangan saham oleh para investor. Pada level negara, beban *cost* yang dihadapi adalah tidak berkembangnya industri pasar modal. Struktur *ownership* (kepemilikan) juga dapat mempengaruhi keefektifan mekanisme-mekanisme dari *corporate governance* yang ada. Berikut ini mekanisme dari *corporate governance* bagi negara berkembang maupun yang sedang dalam masa transisi :

The corporate Governance Mechanisms in Developing and Transition Countries

Corporate Governance Mechanism	Relative Importance in Developing and Transition Countries	Relative Importance in Developing and Transition Countries
Large Blockholders	Likely to be the most important governance mechanism	Strengthen rules protecting minority investors without removing incentive to hold controlling blocks
Market for Corporate Control	Unlikely to be important when ownership is strongly concentrated; can still take place through debt contracts	Remove some managerial defenses; disclosure of ownership and control
Proxy Right	Unlikely to be effective when ownership is strongly concentrated	Technology improvements for communicating with and among shareholder; disclosure of ownership and control
Board Activity	Unlikely to be influential when controlling owner can hire and fire board members	Introduce elements of independence for directors; training of directors; disclosure of voting

Executive Compensation	Less important when controlling owner can hire and fire	Disclosure of compensation schemes, conflicts of interest rules
Bank Monitoring	Importance, but depends on health of banking system and the regulatory environment	Strengthen banking regulation and institutions; encourage accumulation of information credit histories; developed supporting credit bureaus and other information intermediate
Shareholder Activism	Potentially important, particularly in large firms with dispersed shareholders	Encourage interaction among shareholders. Strengthen minority protection. Enhance governance of institutional investors
Employee Monitoring	Potentially very importance, particularly	Disclosure of information to employees; possibly require board representation; assure flexible labor markets
Litigation	Depends critically on quality of general enforcement environment, but can sometimes work	Facilitate communication among share holders; encourage class- action suits with safeguards against excessive litigation
Media and Social Control	Potentially important, but depends on competition among and independence of media	Encourage competition in and diverse control of media; active campaign can empower public
Refutation and Self enforcement	Important when general enforcement is weak, but stronger when environment is stronger	Depend on growth opportunities and scope for rent seeking. Encourage competition in factor markets
Bilateral Private Enforment Mechanisms	Important, as they can be more specific, but do not benefit outsiders and can have downsides	Requiring functioning civil/commercial court
Arbitration, Auditors, Other Multilateral Mechanisms	Potentially important, often	

Sumber : Defond, investor protection and Corporate Governance : Evidence

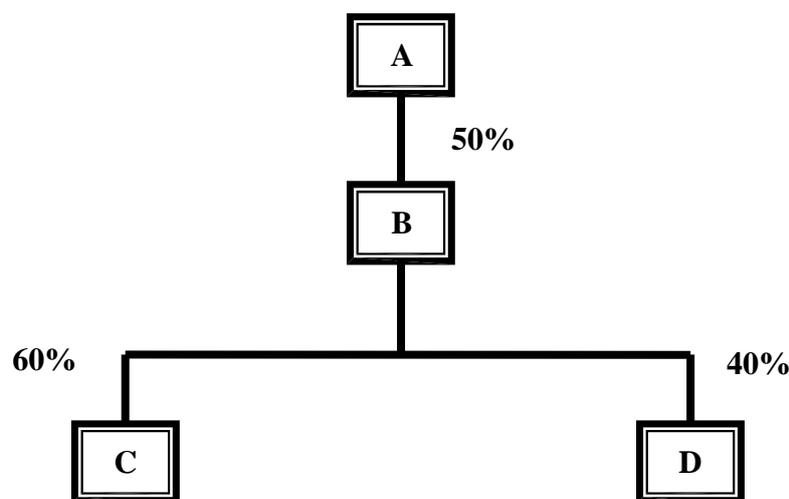
Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan

Loderer dan Martin (1997) menggunakan data akuisisi untuk menguji hubungan antara kepemilikan oleh orang dalam perusahaan (*insider ownership*) dan Tobin's Q sebagai variabel *endogen* dari nilai perusahaan berdasarkan metode persamaan simultan. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam gagal untuk memprediksi Tobin's Q, sedangkan Tobin's Q dapat berperan sebagai prediktor kepemilikan orang dalam. Cho (1998) mereplikasi penelitian Morck et al. (1988) dan menemukan bahwa Tobin's Q yang merupakan variabel dari nilai perusahaan berpengaruh pada struktur kepemilikan, tetapi hubungan sebaliknya tidak. Demzet dan Villalonga (2001) menginvestigasi hubungan antara struktur kepemilikan sebagai variabel endogen dan memakai metode persamaan simultan, ditemukan hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q tidak signifikan secara statistik. Hasil mereka konsisten dengan hubungan endogenitas antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Struktur kepemilikan ditentukan secara endogen, sehingga struktur kepemilikan tersebar mungkin membawa masalah keagenan, tetapi sekaligus keuntungan yang dapat menjadi kompensasi masalah keagenan. Penelitian-penelitian mengenai struktur kepemilikan dan nilai atau kinerja perusahaan memperhatikan dua hal yaitu masalah endogenitas dan bentuk hubungan empiris antara nilai perusahaan dan struktur kepemilikan. Ketika perangkat data diubah, hubungan antara dua variabel tersebut pun terus berubah, maka masih belum dapat dikatakan secara pasti. Namun secara keseluruhan para peneliti menyatakan bahwa pemegang saham besar (*large shareholders*) lebih mudah memonitor tim manajemen, sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Pola Struktur Kepemilikan dan Kontrol

La Porta et al (1999) mengidentifikasi pemegang saham pengendali akhir dari 671 perusahaan yang terdiri dari 27 negara untuk mengidentifikasi pemegang saham pengendali akhir, mereka menggunakan konsep *cash flow right* dan *control right*. *Cash flow right* merupakan bagian kepemilikan yang dipegang oleh pemegang saham akhir. Sementara itu, *control right* adalah persentase *voting*

rights yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali akhir. Dengan kata lain, *control rights* menyatakan besar hak keputusan dalam perusahaan. Mereka menemukan hampir semua negara sangat terkonsentrasi dan pemegang saham pengendali mempunyai *control right* yang jauh lebih besar daripada *cash flow* lewat *cross-holding* dan atau struktur piramidal (Gambar 3). Secara efektif pemegang saham pengendali akhir merupakan tim manajemen, maka dimungkinkan terjadi ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Selain itu, mereka menyatakan bahwa meskipun tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan-perusahaan yang diukur dengan *cash flow right* dari saham pengendali akhir di Asia tinggi, tetapi tingkat konsentrasinya tidak jauh berbeda dengan perusahaan-perusahaan dari benua lain. Implikasinya bahwa kemungkinan kepemilikan dan kontrol dapat terpisah, dan pemisahan antara kepemilikan dan kontrol bermanfaat bagi pemegang saham minoritas (La Porta et al.1999).



Gambar 3 : Control Pyramid Structure⁵

⁵ Didalam struktur kontrol piramida si pengendali bisa mempertahankan kemampuannya dalam mengendalikan perusahaan hanya dengan persentase saham (ownership) yang lebih kecil dari control yang dimilikinya. Misalnya seorang pengendali yaitu Mr. Christian Herdinata memiliki 100% saham di perusahaan A (A), kepemilikan A secara efektif di perusahaan B (B) sebesar 50%. B memiliki saham di perusahaan C (C) sebesar 60% dan perusahaan D (D) sebesar 40% yang berimplikasi pada efektivitas control yang dimiliki Mr. Christian Herdinata sebesar 30% di C (5 x 6) dan 20% di D (5 x 4). Dari gambaran tersebut Mr. Christian Herdinata memiliki control atas semua perusahaan tersebut.

Hal ini menunjukkan bahwa konflik keagenan bagi perusahaan yang besar terutama di negara-negara sedang berkembang. Mungkin bukan lagi konflik kepentingan antara tim manajemen dan pemegang saham lain, tetapi konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas.

Praktik *Corporate Governance*

Tabalujan (2002) mengkaji pengaruh hubungan keluarga dan nilai keluarga kepada praktik *corporate governance* bagi perusahaan di BEJ. Ia berpendapat meskipun praktik *corporate governance* diperbaharui selama periode 1990-an, tetapi pada tingkat tertentu akan terjadi penyimpangan praktik *corporate governance* yang disebabkan karena budaya lokal. Disisi lain, Kresnohadi (2003) meneliti dampak dari aset-aset yang transaksinya rendah pada kinerja keuangan perusahaan terbuka dalam periode 1990-1997 ditemukan tidak terbukti bahwa kepengurusan asing yang berasal dari negara lain dengan tingkat praktik *corporate governance* yang lebih baik dari Indonesia akan lebih baik dalam pengertian seluruh asset tersebut berdampak positif pada kinerja keuangan. Siregar (2005) meneliti antara lain efek struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, dan praktik *corporate governance* kepada *earning management*. Hasilnya memperlihatkan bahwa praktik *corporate governance* terhadap *earning management* tidak terbukti secara konsisten. Veronica dan Bachtiar (2005) meneliti hubungan *corporate governance*, informasi asimetrik dan *earnings management* dengan 144 perusahaan pada tahun 2000-2002. Mereka menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif pada *earning management*, namun aspek-aspek praktek *corporate governance* yaitu adanya komite audit berpengaruh negatif pada *earning management*. Arsjah (2005) meneliti hubungan *corporate governance*, nilai perusahaan, dan pengelolaan laba. Hasilnya menyatakan adanya pengaruh positif dan signifikan dari *corporate governance* terhadap kinerja yang diukur dengan ROE dan ROA, sedangkan CGI (*Corporate Governance Indeks*) berpengaruh positif terhadap kinerja pencipta nilai (PBV), tetapi tidak signifikan secara statistik.

Kepemilikan Saham Oleh Pihak Asing Pada Praktik *Corporate Governance* dan Nilai Perusahaan

Chhibber dan majumdar (1999) meneliti kepemilikan asing kepada kinerja perusahaan di India dengan 1000 perusahaan dalam periode 1988-1991. Hasilnya memperlihatkan bahwa makin meningkatnya kepemilikan orang asing makin meningkat pula kinerja perusahaan di India. Ketika kepemilikan orang asing lebih besar daripada 40%, yakni tingkat kepemilikan yang mengontrol secara total, kinerja perusahaan jauh lebih baik dan signifikan daripada tingkat kepemilikan yang lebih rendah. Wiwattanakantang (2001) membagi empat jenis pemegang saham, yaitu keluarga, investor asing, pemerintah dan campuran lebih dari dua pemegang saham dengan data dari negara Thailand. Ia menemukan bahwa adanya pemegang saham pengendali tidak merugikan perusahaan dan pemegang saham dari investor asing berhubungan positif dengan nilai perusahaan. Ia menjelaskan bahwa hal itu terjadi karena perusahaan yang dikontrol oleh pemegang saham asing mempunyai beberapa keunggulan seperti *know-how* teknologi.

PEMBAHASAN

Pengaruh Struktur Kepemilikan Pada Hubungan Nilai Perusahaan dan Praktik *Corporate Governance*

Perbedaan *control right* dan *cash flow right* (*wedge*) berdampak negatif kepada nilai perusahaan (Claessens et al., 2002; dan Lins, 2003). Hal ini disebabkan karena ketika *wedge* itu besar, pemegang saham pengendali mempunyai dorongan yang lebih kuat untuk melakukan berbagai bentuk ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas (Claessens et al., 2002). Disisi lain, hubungan simultan terjadi antara nilai perusahaan dan praktik *corporate governance* karena perusahaan yang tinggi nilainya dapat memilih untuk melaksanakan praktik *corporate governance*, karena hal itu dapat meningkatkan nilai perusahaan (Black, Jang, dan Kim, 2003). Sebaliknya perusahaan yang melaksanakan praktik *corporate governance* yang baik akan mempunyai nilai perusahaan yang tinggi (Johnson et al., 2000a; La Porta et al., 2002; Claessens et al., 2002). Oleh karena itu, besar atau kecilnya pengaruh praktik *corporate*

governance terhadap nilai perusahaan akan bergantung pada *wedge*. Jika *wedge*-nya rendah, maka insentif dari pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi juga rendah sehingga praktik *corporate governance* benar-benar digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Disisi lain, jika *wedge*-nya tinggi, insentif dari pemegang saham pengedali untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas tinggi, dimana hal itu menunjukkan bahwa praktik *corporate governance* hanya digunakan untuk “*show of*” dan praktik *corporate governance* menjadi tidak efektif.

Pengaruh Kepemilikan Saham Oleh Pihak Asing pada Nilai Perusahaan dan Praktik *Corporate Governance*

Menurut penelitian Khanna dan Palepu (1999) serta Wiwattanakantang (2001) adanya pemegang saham asing sebagai pemegang saham pengendali berpengaruh positif pada nilai perusahaan sebab perusahaan yang dikontrol oleh orang asing mempunyai keuntungan spesifik seperti *know-how* teknologi superior, memakai manajer profesional, dan perusahaan yang dimiliki orang asing dapat memperoleh berbagai keuntungan dalam promosi investasi dari pemerintah (Wiwattanakantang, 2001). Namun, kepemilikan saham oleh pihak asing tetapi asli Indonesia (ATI), tidak akan berdampak positif pada nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena pemegang saham yang termasuk dalam kelompok ini tidak membawa manfaat seperti pemegang saham asing dalam hal *know-how* teknologi dan manajer profesional (Wiwattanakantang, 2001). Maka persentase kepemilikan saham oleh pihak asing tetapi asli Indonesia (ATI) akan memiliki pengaruh yang lebih rendah terhadap terhadap nilai perusahaan jika dibandingkan dengan kepemilikan saham oleh pihak asing yang *non-Indonesia* (ANI).

Menurut Chhiber dan Majumdar (1999) serta Sarkar (2000), perusahaan yang dipegang oleh pemegang saham asing lebih baik dalam pelaksanaan praktik *corporate governance*. Menurut Lins (2003) ketika praktik *corporate governance* tidak baik, pemegang saham yang tidak termasuk dalam kelompok manajemen berfungsi sebagai sistem alternatif *corporate governance*. Dengan kata lain,

adanya pemegang saham yang bukan kelompok manajemen berpengaruh positif pada pelaksanaan praktik *corporate governance*. Pemegang saham asing yang berasal dari negara-negara maju dapat menuntut pelaksanaan praktik *corporate governance* yang lebih baik seperti negara-negara maju kepada perusahaan-perusahaan di *emerging market*, misalnya mereka menuntut tingkat terbukanya informasi yang tinggi dan pengawasan yang lebih ketat (Doidge et al.,2004). Namun, pemegang saham oleh pihak asing tetapi asli Indonesia (ATI) tidak mempunyai motivasi seperti pemegang saham asing untuk meningkatkan praktik *corporate governance*. Hal ini terjadi karena meskipun mereka terdaftar sebagai pemegang saham asing tetapi sebenarnya mereka berasal dari Indonesia. Selain itu, mereka sendiri adalah pemegang saham pengendali atau mempunyai kepentingan yang sama dengan pemegang saham pengendali. Maka pelaksanaan *corporate governance* yang baik justru dapat menghalangi kepentingan mereka, jika mereka hendak melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Oleh karena itu, persentase kepemilikan saham oleh pihak asing tetapi asli Indonesia (ATI) mempunyai motivasi yang lebih rendah daripada kepemilikan saham oleh pihak asing yang berasal dari non-Indonesia (ANI) untuk melaksanakan praktik *corporate governance* dengan baik.

KESIMPULAN

Hubungan nilai perusahaan dan praktik *corporate governance* ketika dikaitkan dengan *wedge (control rights – cash flow rights)* menunjukkan bahwa pengaruh praktik *corporate governance* kepada nilai perusahaan dipengaruhi oleh tingkat *wedge*. Pada saat *wedge* rendah atau tinggi akan mempengaruhi praktik *corporate governance* dan nilai perusahaan. Disisi lain untuk mengetahui hubungan ATI dan ANI dengan nilai perusahaan diindikasikan kepemilikan saham oleh pihak asing tetapi asli Indonesia (ATI) akan memiliki pengaruh yang lebih rendah terhadap nilai perusahaan jika dibandingkan dengan kepemilikan saham oleh pihak asing yang *non-Indonesia* (ANI). Selain itu, untuk mengetahui hubungan ATI dan ANI dengan *corporate governance*, diindikasikan kepemilikan saham oleh pihak asing tetapi asli Indonesia (ATI) mempunyai motivasi yang

lebih rendah daripada kepemilikan saham oleh pihak asing yang berasal dari non-Indonesia (ANI) untuk melaksanakan praktik *corporate governance* dengan baik.

SARAN

Bagi Lembaga Pengawasan disarankan tidak hanya melakukan pengawasan tentang ada tidaknya suatu sistem *corporate governance* dalam perusahaan, tetapi juga proses pelaksanaan *corporate governance* atau efektivitas praktik *corporate governance*, dengan indikasi adanya *Fairness* (Kewajaran), *Accountability* (Akuntabilitas), *Responsibility* (Responsibilitas) *Disclosure/Transparency* (Keterbukaan/Transparansi). Di sisi lain, bagi perusahaan perlu mempublikasikan data struktur kepemilikan perusahaan sampai pemegang saham akhir, dimana hal ini menjadi bagian dari tindakan etis kepada pemegang saham akhir oleh karena dapat merugikan investor terutama pemegang saham minoritas.

DAFTAR PUSTAKA

- Arsjah, Regina, J., 2005, *Pengaruh Corporate Governance dan Kinerja Pencipta Nilai Perusahaan Terhadap Pengelolaan Laba di Bursa Efek Jakarta*, Disertasi Universitas Indonesia.
- Black, Bernard, Hasung Jang, dan Woochan Kim, 2003, *Does Corporate Governance Matter? Evidence From The Korean Market*, Working Paper, Stanford University.
- Burkart, Mike, Fausto Paununzi, and Andrei Shleifer, 2003, *Family Firms*, *Journal of Finance* 58 (5), 2167-2201.
- Chhibber, P.K., and S.K. Majumdar, 1999, *Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and The Performance of Firms in Indian Industry*, *Journal of Law and Economic*, 42, 209-238.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph R.H. Fan, and Larry H.P. Lang, 2002, *Disentangling The Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, *Journal of Finance* 57 (6) 2741-2771.
- Demsetz, H. and Belen Villalonga, 2001, *Ownership Structure and Firm Performance*, *Journal of Corporate Finance* 7, 209-233.

- Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi and Rene M. Sultz, 2004, *Why are Foreign Firms Listed in The U.S Worth More ?*, Journal of Financial Economics, 71, 205-238.
- Joh, Sung Wook, 2003, *Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence From Korea Before The Economic Crisis*, Journal of Financial Economic 68, 287-322.
- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach and Eric Friedman, 2000, *Corporate Governance in The Asian Financial Crisis*, Journal of Financial Economics 58, 141-186.
- Khanna T. and Palepu K., 1999, *Emerging Market Business Groups, Foreign Investors and Corporate Governance*, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 6955.
- Kresnohadi, Ariyoto Karnen, 2003, *Dampak Pengelolaan Aset Perusahaan Terbuka Indonesia Periode 1990-1995 pada Kinerja Keuangan Dikaji dari Teori Governan Korporat: Penelitian Empirik di BEJ Khususnya Perusahaan Manufaktur dan Pertambangan*, Disertai, Universitas Indonesia, Depok.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Sialanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 2002, *Investor Protection and Corporate Valuation*, Journal of Finance 57 (3), 1147-1170.
- Lins, Karl. V., 2003, *Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 159-184.
- Lukviarman, Niki, 2004, *Ownership Structure and Firm Performance: The Case of Indonesian*, Disertasi, Graduate School of Business, Curtin University of Technology, Perth.
- Tabalujan, Benny Simons, 2002, *Family Capitalism and Corporate Governance of Family-Controlled Listed Company in Indonesian*, University of New South Wales Law Journal, 25 (2).
- Wiwattanakantang, Yupana, 2001, *Controlling Shareholders and Corporate Value : Evidence from Thailand*, Journal of Financial Economic 9, 323-362.