EFEKTIVITAS INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL

(Studi tentang Good Corporate Governance dan Firm Value Creation)

Oleh:
Dr. Etty Indriani,MM.,M.Si

Program Magister Manajemen
Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Adi Unggul Bhirawa Surakarta
2014

EFEKTIVITAS INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL
(Studi tentang Good Corporate Governance dan Firm Value Creation)

Dr. Etty Indriani,MM.,M.Si

Program Magister Manajemen
Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Adi Unggul Bhirawa Surakarta

Diterbitkan oleh:
AUB PRESS PUBLISHING
ISBN: 978-602-7333-73-4
2014

KATA PENGANTAR

Corporate Governance merupakan isu yang menarik sejak dekade terakhir. Di Asia, termasuk Indonesia, konsep *Good Corporate Governance* (GCG) mulai banyak diperbincangkan pada pertengahan tahun 1997, yaitu saat krisis ekonomi melanda kawasan ini. Dampak dari krisis tersebut menunjukkan banyak perusahaan yang tidak mampu bertahan, salah satu penyebabnya adalah karena pertumbuhan yang dicapai selama ini tidak dibangun di atas landasan yang kokoh sesuai prinsip pengelolaan perusahaan yang sehat. Disamping itu banyak penelitian tentang implementasi corporate governance terhadap nilai perusahan, namun terjadi kesenjangan hasil penelitian empirik.

Buku ini ditulis dari hasil penelitian yang berdasarkan perbedaan teoretis dan hasil penelitian empirik (*research gap)* tersebut didukung dengan fenomena bisnis yang terjadi pada perusahaan publik di Indonesia yaitu: (1) belum optimalnya implementasi *good corporate governance* di Indonesia; (2) adanya tuntutan dari dinamika lingkungan bisnis (*stakeholder*) dan tuntutan yuridis tentang tanggungjawab sosial perusahaan (*corporate social responsibility*). Oleh karena itu buku ini mengembangkan sebuah model teoretikal untuk mengisi kesenjangan hasil penelitian empiris tentang pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap penciptaan nilai perusahaan.

Beberapa dasar pemikiran dalam pengembangan model teoretikal tersebut antara lain adanya: (1) perubahan paradigma konsep *Corporate Governance* yaitu perluasan paradigma teoretis dari *agency theory* ke dalam *stakeholder theory perspective*. Pergeseran paradigma *corporate governance* dari konsep tradisional nilai pemegang saham bergeser pada konsep yang lebih luas nilai masyarakat pemangku kepentingan. Hal ini mendorong untuk pendefinisian kembali pada tujuan perusahaan; (2) *Sustainability development* yang berkaitan dengan isu *Corporate Social Responsibility* (CSR). Proses pencapaian tujuan akhir perusahaan *sustainability development* diantaranya adalah menyeimbangkan antara kinerja ekonomi, kesejahteraan sosial, dan peremajaan serta pelestarian lingkungan hidup yang dapat dihasilkan melalui kebijakan investasi perusahaan.

Berdasarkan beberapa dasar pemikiran tersebut diatas maka studi ini mengusulkan konsep baru yang diderivasi dari sintesa dari *agency theory* dan *stakeholder theory*. Konsep yang diusulkan mengarah pada *outcome* strategi orientasi kebijakan investasi perusahaan yang hasilnya mampu mengakomodasi secara seimbang kepentingan *stakeholder* untuk pencapaian tujuan perusahaan

berkelanjutan. Konsep yang dikembangkan adalah Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial. Konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial berimplikasi pada reputasi dan nilai perusahaan.

Buku ini disusun sebagai referensi bahan ajar mata kuliah *financial management*. Penulis berharap materi dari buku ini memberikan kontribusi pada pengambangan ilmu pengetahuan.

Surakarta, Desember 2014

Etty Indriani

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR iii
DAFTAR ISI v
DAFTAR TABEL viii
DAFTAR GAMBAR ix

BAB 1 KORPORASI DAN CORPORATE GOVERNANCE 1

1. Pendahuluan..... 1
2. *Research Gap* Dalam Penelitian *Corporate Governance* 4
3. Implementasi *Corporate Governance* pada Perusahaan yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia 15
4. Isu *Corporate Social Responsibility* (CSR) dalam *Corporate Governance* 20
5. Dasar pemikiran konsep untuk mengisi *research gap corporate governance* terhadap nilai perusahaan 22
6. Tujuan dan Konribusi Pengembangan Konsep Baru..... 25

BAB 2 TEORI DAN STRUKTUR CORPORATE GOVERNANCE..... 28

1. Landasan Filosofis *Corporate Governance*..... 28
2. Konsep *Good Corporate Governance* (GCG) 30
3. Azas *Good Corporate Governance*..... 32
4. Manfaat dan Faktor Penerapan GCG 35
5. Struktur Kepemilikan Saham dan *Board of Directors* sebagai Struktur dan Mekanisme Internal *Corporate Governance* 38
6. Kerangka Kerja Teoretik *Board of Directors* sebagai Mekanisme *Corporate Governance* 41

BAB 3 CORPORATE CITIZENSHIP..... 48

1. Pendahuluan 48
2. Tanggungjawab Sosial Perusahaan (*Corporate Social Responsibility*) 49
3. Teori dan Konsep Dasar *Corporate Social Responsibility* 50
4. Prinsip-prinsip *Corporate Social Responsibility*..... 52
5. *CSR* sebagai Bagian *Good Corporate Governance*..... 54

BAB 4 PENGEMBANGAN PROPOSISI: EFEKTIVITAS INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL 55

1. *Agency Theory* dan kebijakan Investasi 55

2. *Stakeholder theory* dan Investasi Bertanggung jawab Sosial (*Socially Responsible Investment)*..... 58
3. Sintesis *Stakeholder - Agency theory*..... 59
4. Keterkaitan Kinerja Keuangan Perusahaan dan Kinerja Sosial Perusahaan 62
5. Proposisi Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial 63
6. *State of the Art* Proposisi Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial 69
7. Indikator Proposisi Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial 70
8. Model Teoretikal Dasar 74

BAB 5 MODEL PENELITIAN EMPIRIK (*EMPIRICAL RESEARCH MODEL*): EFEKTIVITAS INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL 77

1. Pengembangan Hipotesis 77
2. Model Penelitian Empiris 87

BAB 6 METODE DAN HASIL PENELITIAN 89

1. Desain Penelitian 89
2. Deskripsi Obyek Penelitian 92
3. Deskripsi Variabel Penelitian 93
4. Pengujian Model Penelitian Empiris 94
5. Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris 96
6. Pengujian Kelayakan Model Penelitian Empiris 96
7. Pengujian Hipotesis Model Penelitian Empiris 97

BAB 7 EFEKTIVITAS INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL: MENGISI KESENJANGAN PENELITIAN PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP NILAI PERUSAHAAN 99

1. Pengaruh Struktur dan Mekanisme *Corporate Governance* Terhadap Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial..... 99
2. Efektivitas investasi berkomitmen sosial sebagai pemediasi pengaruh *corporate governance* (aspek intensitas peran dewan dan konsentrasi kepemilikan) dalam peningkatan nilai perusahaan 104
3. Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan 108
4. Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial mengisi kesenjangan penelitian tentang *corporate governance* dalam peningkatan nilai perusahaan 110

BAB 8 INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL: IMPLIKASI TEORETIK 112

1. Implikasi Teoretik 112

BAB 9 INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL: SEBAGAI STRATEGI PENINGKATAN NILAI PERUSAHAAN 118

1. Investasi Berkomitmen Sosial dan Reputasi Perusahaan ... 118
2. Strategi Investasi Berkomitmen Sosial dalam Peningkatan Nilai Perusahaan 121
3.

DAFTAR PUSTAKA 124

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	*Research Gap* Terhadap Isu yang Berhubungan dengan Mekanisme Internal dan Struktur *Corporate Governance* dalam Penciptaan Nilai Perusahaan	14
Tabel 1.2	Data rata-rata variabel Struktur Kepemilikan, Komposisi *Board*, Investasi dan Nilai Perusahaan pada perusahaan listing di BEI periode 2005-2008	17
Tabel 1.3	Hasil Survei CLSA dan ACGA tentang Implementasi *Good Corporate Governance* (GCG) Perusahaan Terdaftar pada Bursa Saham untuk 10-11 Negara Asia Tahun 2001-2007.....	20
Tabel 2.1	Tiga Perspektif Teori pada *Board of Directors*.....	45
Tabel 6.1	Definisi Operasional dan pengukuran Variabel Penelitian	91
Tabel 6.2	Statistik Deskriptif Variabel yang Digunakan Dalam Penelitian	93
Tabel 6.3	Nilai Rata-rata Kategori Indikator Variabel	94
Tabel 6.4	Ringkasan Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris	96
Tabel 6.5	Ringkasan Hasil Evaluasi *Goodness of Fit* Model Penelitian Empiris	97
Tabel 6.6	Hasil Uji Hipotesis	97
Tabel 6.7	Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung *IPD*, *KK*, dan *KM* Terhadap *Q* yang Dimediasi oleh *EIBS* dan *RP*.....	98
Tabel 8.1	Temuan Hasil Penelitian dan Implikasi Teoretis	112

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Model keterkaitan antara *Board of Directors* dan Kinerja Perusahaan dalam perspektif Teori *Agency*, Ketergantungan Sumber daya dan *Stakeholder*.....	46
Gambar 3.1	Konsep *Triple Bottom Line*.....	50
Gambar 4.1	Model Piktografis Proposisi	68
Gambar 4.2	Diagram *State of The Art* Konsep Efektivitas Investasi berkomitmen Sosial	70
Gambar 4.3	Usulan Model Teoretikal Dasar	74
Gambar 5.1	Model Penelitian Empirik	88
Gambar 6.1	Diagram Hasil Analisis Jalur Model Penelitian Empiris Pengaruh Struktur *Corporate Governance* Terhadap Nilai Perusahaan Mediasi EfektivitasInvestasi Berkomitmen Sosial dan Reputasi Perusahaan	95
Gambar 7.1	Alternatif 1 Efektivitas Investasi berkomitmen Sosial Mengisi Kesenjangan Penelitian Struktur dan Mekanisme *Corporate Governance* dalam Penciptaan Nilai Perusahaan	110
Gambar 7.2	Alternatif 2 Efektivitas Investasi berkomitmen Sosial dan Reputasi Perusahaan Mengisi Kesenjangan Penelitian Struktur dan Mekanisme *Corporate Governance* dalam Penciptaan Nilai Perusahaan	111

BAB 1

KORPORASI DAN CORPORATE GOVERNANCE

Tujuan belajar:
Setelah mempelajari bab ini, diharapkan mampu:

1. Menjelaskan pentingnya *corporate govenance* sebagai suatu sistem guna terciptanya keselarasan kepentingan sehingga tujuan perusahaan dapat dicapai;
2. Menganalisis adanya kesenjangan penelitian empirik (*research gap*) tentang *corporate governance* dalam peningkatan nilai perusahaan;
3. Menjelaskan praktek atau implementasi *corporate governance* pada perusahaan terbuka di Indonesia;
4. Menjelaskan keterkaitan isu *corporate social responsibility* dengan *good corporate governance;*
5. Menjelaskan dasar pemikiran konsep untuk mengisi *research gap corporate governance* terhadap nilai perusahaan.

1. Pendahuluan

Tujuan pengelolaan keuangan perusahaan secara normatif adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga sahamnya (Wright dan Ferris, 1997; Walker, 2000; dan Qureshi, 2006). Tujuan itu dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan tepat dan hati-hati, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 1998). Berle dan Means (1932) menyatakan bahwa perusahaan mulai menjadi besar maka perlu memisahkan antara kepemilikan dan pengendalian (*separation of ownership and control*). Para pemegang saham memiliki perusahaan dan manajer (secara teknis, pejabat atau eksekutif) mengendalikan perusahaan. Situasi ini muncul karena investor pemilik perusahaan publik tidak bisa secara kolektif membuat keputusan sehari-hari yang dibutuhkan untuk menjalankan bisnis, oleh karena itu membutuhkan manajemen khusus.

Berle dan Means (1932) dalam tulisannya, *The Modern Corporation and Private Property*, mengajukan tesis ‘hegemoni manajerial’, yaitu bahwa di perusahaan besar dan moderen dengan kepemilikan yang tersebar (*dispersed*), manajemen eksekutif mengambil alih kendali dan menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingannya sendiri dengan mengorbankan kepentingan pemilik. Dalam struktur kepemilikan atas perusahaan yang sangat tersebar, masing-masing pemilik hanya memiliki proporsi hak kepemilikan yang sangat kecil sehingga akan mengurangi insentif mereka untuk mengawasi manajemen secara efektif (Fama dan Jensen, 1983). Hal tersebut menyebabkan manajemen akan meminimalkan upaya produktif serta memberi organisasi tempat mereka bekerja dan para pemiliknya *return* yang sekecil mungkin.

Pada saat pengelolaan perusahaan tidak lagi dilakukan pemilik (*principal*) tetapi diserahkan kepada pihak lain (*agent*), maka muncul potensi konflik dalam

hubungan antara pemilik dengan agen. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa pemilik atau yang disebut sebagai prinsipal, melakukan kontrak dengan agen (manajer) untuk menjalankan organisasi atas nama pemilik. Agen dan prinsipal keduanya memaksimumkan utilitas oleh karena itu ada kemungkinan bahwa manajer mungkin tidak berfungsi selaras dengan kepentingan pemilik atau pemegang saham. Konflik kepentingan tersebut menjadikan manajer kemungkinan melakukan tindakan/keputusan yang meningkatkan kesejahteraannya dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Salah satu cara untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemilik dengan agen adalah pemilik mengeluarkan biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Masalah keagenan (*agency problem*) yang terbesar adalah hubungannya dengan eksekutif perusahaan karena mereka memiliki paling banyak kekuasaan dan pengendalian dalam perusahaan.

Masalah keagenan menurut kajian Shleifer dan Vishney (1997) adalah berkaitan tentang manajer meminjam uang dari pemodal maupun dari pemegang saham untuk menempatkannya pada penggunaan yang produktif. Para pemodal melakukan kontrak dengan manajer untuk memastikan bahwa uang mereka benar dimanfaatkan secara benar. Kontrak tidak bisa menjadi kontrak lengkap sehingga ada kemungkinan manajer menggunakan kesempatan hak residual. Hak-hak residual memberi mereka keleluasaan untuk bertindak dengan cara sesuai dengan keinginan manajer. Hal ini memungkinkan manajer dapat bertindak melawan kepentingan pemodal, sehingga sangat penting untuk mengurangi oportunisme manajerial semaksimal mungkin.

Munculnya masalah keagenan tersebut diatas sebagai konsekuensi dari pemisahan pemilik dan pengendalian (Berle dan Means, 1932), oleh karena itu diperlukan suatu sistem guna terciptanya keselarasan kepentingan sehingga tujuan perusahaan dapat dicapai yaitu *corporate governance*. *Corporate governance* dapat didefinisikan sebagai sistem yang terdiri atas mekanisme dan struktur yang mengendalikan dan mengkoordinasikan berbagai partisipan dalam menjalankan bisnis perusahaan. Mekanisme atau proses digunakan untuk mengarahkan dan mengelola aktivitas-aktivitas bisnis yang direncanakan dalam rangka mencapai tujuan perusahaan, menyelaraskan perilaku perusahaan dengan ekspektasi dari masyarakat, serta mempertahankan akuntabilitas perusahaan kepada pemegang saham. Struktur akan menspesifikasikan pendistribusian hak-hak dan tanggung jawab di antara berbagai partisipan dalam organisasi seperti Dewan Komisaris, manajer, pemegang saham, serta pemangku kepentingan lainnya, dan menjelaskan aturan-aturan maupun prosedur-prosedur untuk pengambilan keputusan dalam hubungan perusahaan.

Tata kelola yang baik (*Good Corporate Governance* - GCG) merupakan upaya untuk menjaga keseimbangan antara pencapaian tujuan-tujuan ekonomi dan tujuan-tujuan sosial, serta antara tujuan-tujuan individu dan tujuan-tujuan masyarakat. Sasaran pelaksanaan GCG adalah untuk menyelaraskan kepentingan pribadi, kepentingan perusahaan, dan kepentingan masyarakat. Tantangan dalam penerapan GCG adalah mencari cara untuk memaksimumkan penciptaan kesejahteraan sedemikian rupa, sehingga tidak memberikan beban biaya yang tidak patut kepada pihak ketiga atau masyarakat luas (Kim *et al*., 2010)

Corporate governance mensyaratkan adanya struktur perangkat dalam perusahaan untuk mencapai tujuan dan pengawasan atas kinerja perusahaan. Dalam konteks sistem tata kelola di Indonesia menganut sistem dua tingkat atau *Two Tiers System*, artinya perusahaan mempunyai dua badan terpisah, yaitu dewan pengawas (dewan komisaris) dan dewan manajemen (FCGI, 2002). Struktur *corporate governance* di Indonesia terdiri dari dewan manajemen, dewan komisaris, pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya. Struktur *corporate governance* merupakan suatu susunan organ di dalam perusahaan yang menjalankan fungsi tata kelola sebagai pihak pengawas dan pihak yang menjalankan perusahaan.

Menurut Wals dan Seward (1990), Dennis dan McConnell (2003) dan *World Bank* (1999) mekanisme pengendalian *corporate governance* dibagi menjadi dua, yaitu mekanisme internal dan eksternal. Mekanisme eksternal melalui mekanisme pasar antara lain terdiri dari pasar modal, pemberi dana, konsumen, *regulator*. Mekanisme internal melalui struktur dan mekanisme *corporate governance* antara lain terdiri dari: dewan komisaris termasuk komite-komite di bawahnya, dewan direksi atau manajemen, dan para pemegang saham (Fama, 1980; dan Fama dan Jensen, 1983). Berjalannya mekanisme dengan instrumen pasar tentunya akan efektif pada kondisi pasar relatif sempurna dan efisien serta informasi yang tersedia cukup memadai. Kondisi pasar modal di negara berkembang termasuk Indonesia, belum mempunyai karakteristik ini, sehingga diperlukan mekanisme *corporate governance* internal yang dapat memberikan solusi.

Beberapa jenis atau aspek yang berbeda dari mekanisme *corporate governance* internal antara lain: (1) *board of directors* yang terkait komposisi dewan, karakteristik dewan, struktur dan proses (Zahra dan pearce, 1989); (2) keterlibatan pemegang saham atau struktur kepemilikan antara lain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan konsentrasi kepemilikan; (3) pengungkapan (Gill *et al*., 2009); (4) insentif atau sistem kompensasi eksekutif.

Tata kelola perusahaan *(corporate governance)* didefinisikan secara luas oleh Berle dan Means (1932) sebagai keseluruhan sistem pengendalian untuk memberikan arah dan mengendalikan perusahaan, serta fokus utamanya terletak pada peran *board of director* dalam menata-kelola *(governance)* perusahaan. Sedangkan pemilik (*shareholder)* memegang peran penting dalam penentuan struktur perusahaan, meliputi: ukuran dan jenis bisnis, arah pengembangan bisnis, jumlah pemilik yang dominan, pertimbangan pajak, strategi perusahaan, kebijakan penggunaan profesional, struktur modal perusahaan, pertimbangan pembiayaan perusahaan, kebijakan investasi, alokasi risiko, dan bentuk pengendalian (Colley Jr *et al*., 2003). Pemilik dengan wewenang dan kuasanya, akan efektif dalam menentukan hal tersebut, selama tidak terjadi masalah keagenan. Hal ini merupakan bagian yang tidak terpisahkan dengan mekanisme tata kelola internal. Aspek-aspek dari mekanisme *corporate governance* tersebut dipandang efektif untuk mengurangi biaya agensi dan menghasilkan pengaruh positif dan efisiensi kinerja keuangan perusahaan yang lebih baik.

Secara historis, banyak penelitian tata kelola perusahaan didasarkan pada model universal yang digariskan oleh teori *principal-agent* (Fama, 1980; Jensen,

1993). Premis utama dari kerangka ini adalah bahwa manajer dan pemegang saham memiliki derajat akses yang berbeda ke informasi spesifik perusahaan, dan manajer sebagai agen dari pemegang saham (prinsipal) dapat terlibat dalam perilaku mementingkan diri sendiri yang dapat merugikan pemegang saham maksimalisasi kekayaan. Aliran penelitian ini mengidentifikasi situasi di mana berkaitan dengan kepentingan pemegang saham dimana manajer cenderung menyimpang dan mengusulkan mekanisme yang dapat mengurangi perilaku *selfserving* manajer. Dalam paradigma ekonomi keuangan, tata kelola perusahaan sepakat dengan masalah keagenan tentang pemisahan manajemen dan keuangan. Karena itu, pertanyaan mendasar tata kelola perusahaan adalah bagaimana meyakinkan pemodal bahwa mereka mendapatkan laba atas investasi keuangan mereka (Shleifer dan Vishny, 1997). Secara ringkas, banyak penelitian *corporate governance* dengan dasar teori keagenan terutama berkaitan dengan efisiensi dari perspektif pemegang saham, yang menginvestasikan sumber daya dan mencari hasil maksimal atas investasi mereka.

2. *Research Gap* dalam Penelitian *Corporate Governance*

Mekanisme *corporate governance* internal perusahaan sebagai suatu sistem elemen yang saling terkait yang memiliki komplementaritas strategis atau melembaga (Aguilera *et al.*, 2008). Mekanisme *corporate governance* saling bergantung dan efektivitas keseluruhan tergantung pada operasi simultan dari beberapa mekanisme untuk membatasi oportunisme manajer (Rediker dan Seth, 1995). Mekanisme *corporate governance* yang berbeda dapat menggantikan atau saling melengkapi (Daily *et al*., 2003; Hoskisson *et al*., 2002). Pendapat ini didukung oleh Rediker dan Seth (1995) yang menunjukkan bahwa kombinasi dari mekanisme tata kelola diperlukan untuk mengurangi biaya dan menyelaraskan kepentingan prinsipal dan agen.

Survey literatur penelitian empirik tentang tata kelola perusahaan mengidentifikasi tiga struktur dan mekanisme *corporate governance* yang penting yaitu *board of directors*, struktur kepemilikan dan pengungkapan (*disclosures*). Hasil survey menunjukkan tidak ada kebulatan suara diantara para peneliti mengenai dampak dari struktur dan mekanisme *corporate governance* pada nilai perusahaan (Gill *et al*., 2009). Hasil temuan sementara penelitian empirik menunjukkan sepakat pada hubungan positif antara pengungkapan dan kinerja perusahaan, namun pada hubungan antara *board of directors* dan nilai perusahaan menunjukkan hasil beragam. Demikian juga penelitian empirik tentang hubungan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan menunjukkan hasil yang beragam. Kesenjangan hasil penelitian (*research gap*) ditemukan pada penelitian empirik tentang pengaruh mekanisme *corporate governance* - dari aspek *board of directors* dan struktur kepemilikan - terhadap nilai perusahaan. Secara lebih detil kesenjangan hasil penelitian ditemukan dari penelitian empirik mekanisme *corporate governance* tentang: (1) aspek *board of directors* yang berkaitan dengan atribut komposisi dan karakteristik struktur dewan yaitu independensi dewan (*independence board*); (2) aspek struktur kepemilikan berkaitan dengan konsentrasi kepemilikan (*ownership concentration*); dan (3) aspek struktur kepemilikan berkaitan dengan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*).

Berikut ini adalah uraian dari tiga *research gap* dari isu yang berhubungan dengan struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan.

a. *Research Gap* 1: *Board of Directors* dan Nilai Perusahaan

Board of Directors adalah salah satu mekanisme yang paling penting yang digunakan oleh para pemegang saham untuk memantau manajemen (Perry dan Shivdasani, 2005). Dalam konteks sistem tata kelola di Indonesia yang menjalankan fungsi pemantauan (*monitoring*) terhadap manajemen adalah Dewan Komisaris dan selanjutnya disebut dewan. Monitoring dewan menjadi perhatian penting dalam penelitian tata kelola perusahaan, dimana dewan digambarkan sebagai puncak dari sistem pengendalian internal (Jensen, 1993: 862). Dewan merepresentasikan pemilik organisasi dan bertanggung jawab untuk memastikan bahwa organisasi dikelola secara efektif. Dewan bertanggung jawab mengadopsi mekanisme kontrol untuk memastikan bahwa perilaku manajemen dan tindakan yang sesuai dengan kepentingan pemilik. Mekanisme kontrol penting antara lain seleksi, evaluasi dan, apabila diperlukan mengusulkan pemberhentian *Chief Executive Officer* (CEO) dan manajemen puncak berkinerja buruk, penentuan insentif manajerial dan pemantauan dan penilaian kinerja organisasi (Mizruchi, 1983; Zahra dan Pearce, 1989). Dalam mekanisme kontrol, kewajiban dewan adalah memastikan bahwa manajemen beroperasi untuk kepentingan pemegang saham perusahaan. Kewajiban dewan antara lain adalah pengawasan, evaluasi dan regulasi tindakan manajemen puncak.

Mainstream dari penelitian ekonomi bidang manajemen keuangan berfokus pada hasil yang dicapai organisasi dengan komposisi dan karakteristik struktur dewan yaitu independensi dewan (*independence board*). Independensi dewan dianggap sebagai pendorong penting dari *good corporate governance*. Independensi dewan berdasarkan pada teori keagenan membahas inefisiensi yang muncul dari pemisahan kepemilikan dan kontrol (Fama dan Jensen, 1983). Menurut perspektif teori keagenan, dewan (dan anggota khususnya independen atau *outsider*) diletakkan pada posisi untuk memantau manajer atas nama pemegang saham (Lynall *et al*., 2003). Dewan memiliki kewenangan formal untuk meratifikasi inisiatif manajemen, untuk mengevaluasi kinerja manajerial dan untuk mengalokasikan imbalan dan hukuman kepada manajemen atas dasar kriteria yang mencerminkan kepentingan para pemegang saham. Konsisten dengan teori agensi, dewan terdiri dari komisaris independen lebih mungkin untuk memberikan pengawasan yang efektif pada eksekutif perusahaan. Komisaris independen umumnya diyakini akan lebih efektif dalam melindungi kepentingan pemegang saham, sehingga kinerja perusahaan yang lebih tinggi (Filatotchev dan Bishop, 2002).

Beberapa penelitian empiris mencoba untuk memverifikasi apakah dewan independen menjalankan fungsi tata kelola secara efektif terhadap kinerja perusahaan namun ternyata memberikan hasil yang tidak konsisten. Beberapa peneliti mengeksplorasi hubungan antara independensi dewan dan kinerja dengan menggunakan metodologi meta-analisis (Dalton *et al.*, 1998, 1999; Rhoades *et al*., 2000). Meta-analisis adalah teknik sintesis penelitian statistik yang memungkinkan untuk menngumpulkan hasil seluruh penelitian terpisah untuk mendapatkan perkiraan tentang hubungan antara dua variabel dalam populasi.

Dalton *et al*. (1998), menggunakan 54 studi empiris dengan komposisi dewan dan kinerja keuangan, dan hasilnya tidak mengidentifikasi efek signifikan komposisi dewan terhadap kinerja perusahaan (Dalton *et al*., 1999; Rhoades *et al*., 2000).

Sejumlah penelitian empirik menunjukkan bahwa dewan dapat memantau perusahaan dengan lebih ketat dan mengambil tindakan *governance* yang sesuai, jika memiliki cukup dewan independen untuk memastikan pemantauan yang efektif (Jensen, 1993). Pendapat tersebut didukung peneliti lainnya (misalnya: Baysinger and Butler, 1985; Ezzamel and Watson, 1993; Rosenstein and Wyatt, 1990; Raheja, 2005; dan Setia-Atmaja, 2009). Raheja (2005) membahas model interaksi orang dalam perusahaan (*insider*) dan pihak luar (*outsider*) pada dewan perusahaan dan membahas pertanyaan tentang ukuran ideal dewan dan komposisi. Dalam model ini, dewan bertanggung jawab untuk memantau proyek investasi dan membuat keputusan suksesi CEO. *Insider* mempunyai informasi yang lebih baik tentang kualitas proyek investasi perusahaan, tetapi *outsider* dapat menggunakan suksesi CEO untuk memotivasi orang dalam untuk mengungkapkan informasi yang unggul dan membantu dewan melaksanakan proyek nilai yang lebih tinggi. Struktur dewan yang optimal ditentukan oleh *trade-off* antara memaksimalkan insentif bagi orang dalam (*insider*) untuk mengungkapkan informasi pribadi mereka, meminimalkan biaya koordinasi di antara orang luar dan memaksimalkan kemampuan orang luar untuk menolak proyek investasi yang tidak menguntungkan. Raheja (2005) menunjukkan bahwa ukuran dewan dan komposisi optimal adalah fungsi dari *board* dan karakteristik perusahaan.

Selain daripada itu, beberapa peneliti tidak menemukan hubungan statistik yang signifikan antara dewan independen dan kinerja keseluruhan perusahaan (MacAvoy *et al*., 1983; Hermalin dan Weisbach, 1991; Bathala dan Rao, 1995; Mehran, 1995; Barnhart dan Rosenstein, 1998; Klein, 1998; Pablo de Andres *et al.*, 2005; Beiner *et al.*, 2006; Harris and Raviv, 2008; Drakos dan Bekiris, 2010; Bohren dan Strom, 2010). Beberapa peneliti telah menyimpulkan bahwa ada korelasi negatif antara dewan dengan nilai perusahaan (Agrawal dan Knoeber, 1996; En Hsu, 2010). Ketidak adanya kesimpulan yang konsisten ini disorot oleh Finegold *et al.* (2007) dalam kajian *board of directors* dan kinerja perusahaan.

Temuan terhadap perbedaan hasil implementasi *corporate governance* dalam konteks fungsi *board of directors* dalam menciptakan nilai perusahaan merupakan isu yang perlu dikaji lebih lanjut, karena hal ini tidak sejalan dengan teori Keagenan. Teori Keagenan menjelaskan bahwa kontribusi dewan terhadap kinerja organisasi adalah penyelarasan kepentingan sehingga dengan mengurangi *agency cost* yang timbul dari ketidak-patuhan eksekutif terhadap tujuan dan prosedur, dengan mengartikulasikan tujuan pemegang saham dan memfokuskan perhatian pada kinerja eksekutif melalui monitoring dan pengambilan keputusan strategis (Mizruchi , 1983).

Argumentasi yang menjelaskan perbedaan hasil penelitian empiris tentang fungsi *board of directors* dalam *corporate governance* untuk menciptakan nilai perusahaan dijustifikasi dari pendapat beberapa peneliti antara lain Filatotchev dan Nakajima (2010) yang menyatakan bahwa kajian penelitian empiris banyak berfokus pada penelitian empiris dengan kerangka teori keagenan sehingga beberapa teori organisasi mulai berdebat bahwa peran karakteristik dewan pada

tata kelola perusahaan menurut perspektif keagenan masih jauh dari universal. Hal ini merupakan studi penting yang menunjukkan bahwa banyak postulat *taken for granted* pada teori keagenan masih jauh dari universal bila dianggap dalam konteks organisasi yang lebih luas. Filatotchev dan Nakajima (2010) dan Aguilera *et al*. (2008), menjelaskan bahwa sifat dan tingkat konflik keagenan mungkin berbeda tergantung pada konteks organisasi tertentu. Efektivitas peran *board of directors* terhadap kinerja perusahaan mungkin bergantung pada konteks organisasi tertentu, seperti tingkat kinerja perusahaan (Ramdani dan van Witteloostuijn, 2010), tahap tertentu dalam siklus kehidupan organisasi (Filatotchev dan Wright, 2005; Lynall *et al*., 2003) dan dinamika lingkungan organisasi (Filatotchev dan Nakajima, 2010).

Argumen kedua adalah pendapat Pfeffer (1972) menyatakan pandangan tentang perluasan peran dewan berdasarkan perpektif teori organisasi lain selain teori keagenan. Teori ketergantungan sumber daya menekankan bahwa selain fungsi kontrol, dewan juga mungkin memainkan peran pelayanan dan strategis dalam proses pengambilan keputusan. Dewan dianggap sebagai instrumen untuk menghadapi lingkungan organisasi. Teori *Agency* menekankan fungsi utama *board* sebagai mekanisme pemantauan dan pengendalian namun ada pengakuan yang berkembang dalam penelitian manajemen bahwa dewan juga merupakan sumber daya organisasi yang kritis. Perspektif teori ketergantungan sumber daya, memandang adanya perluasan perilaku dan sosial-kognitif *board* dengan penjelasan bahwa perilaku pro-aktif oleh direktur non-eksekutif tidak hanya tergantung pada sejauh mana kemandirian dewan, tetapi juga pada perspektif strategis dan basis pengalaman yang dibawa ke dalam organisasi (Beatty dan Zajac, 1994; Carpenter dan Westphal, 2001; Carpenter *et al*., 2003).

Teori ketergantungan sumber daya melihat perusahaan sebagai suatu sistem terbuka, tergantung pada organisasi eksternal dan kontinjensi lingkungan (Pfeffer dan Salancik, 1978). Pendukung perspektif ini melihat dewan perusahaan sebagai penyedia sumber daya. Empat jenis sumber daya yang disediakan oleh dewan: 1) nasihat dan bimbingan, 2) legitimasi, 3) saluran untuk mengkomunikasikan informasi antara perusahaan dan organisasi eksternal, dan 4) akses khusus terhadap komitmen atau dukungan dari elemen-elemen penting di luar perusahaan (Hillman *et al.*, 2000; Pfeffer dan Salancik, 1978). Dengan menghubungkan perusahaan dengan lingkungan eksternal, membantu mengurangi ketergantungan sumber daya eksternal (Pfeffer dan Salancik, 1978), mengurangi ketidakpastian lingkungan (Pfeffer, 1972) dan biaya transaksi yang lebih rendah (Williamson, 1985), dan pada akhirnya meningkatkan kinerja perusahaan. Baik dewan direksi dari dalam dan luar yang dapat membawa hubungan penting dan merupakan sumber daya bagi *board*, sehingga organisasi akan lebih termotivasi untuk menyediakan sumber daya tersebut (Hillman dan Dalziel, 2003).

Perbedaan pendapat dan temuan tentang pengaruh karakteristik dan komposisi *board of directors* terhadap kinerja perusahaan secara ringkas disebabkan karena antara lain keragaman perspektif *framework* teoretik tentang peran *board of directors* dalam *corporate governance* (Zahra dan Pearce, 1989; Filatotchev dan. Nakajima, 2010; Pfeffer, 1972). Posisi studi ini untuk memperjelas bagaimana peran *board of directors* dalam beberapa *framework* teori

yang berdampak terhadap penciptaan nilai perusahaan. Penelitian ini memperluas penelitian Keagenan dengan mengusulkan analisis yang menggabungkan blok bangunan dasar dari teori agensi, seperti asimetri informasi dan perilaku manajerial mementingkan diri sendiri, dengan penelitian organisasi yang lebih luas yang menekankan pada faktor yang kemungkinan dapat mempengaruhi efektivitas peran dewan (*board of directors*) dalam tata kelola perusahaan dalam menciptakan nilai perusahaan. Peran *board of directors* dalam penciptaan nilai perusahaan dikembangkan dengan menggunakan *framework* beberapa teori, antara lain Teori Keagenan (*Agency Theory*), *Resource Dependence Theory* dan *Stakeholder Theory*.

b. *Research Gap* 2: Konsentrasi Kepemilikan dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan terkonsentrasi merupakan fenomena yang lazim ditemukan dinegara dengan ekonomi sedang bertumbuh seperti Indonesia dan di negara-negara *Continental Europe*. Sebaliknya, di negara-negara *Anglo-Saxon* seperti Inggris dan Amerika Serikat, struktur kepemilikan relatif menyebar (La Porta *et al*., 1999). Kepemilikan saham dikatakan terkonsentrasi jika sebagian besar saham dimiliki oleh sebagian kecil individu atau kelompok, sehingga pemegang saham tersebut memiliki jumlah saham yang relatif dominan dibandingkan dengan lainnya (Dallas, 2004). Konsentrasi kepemilikan dapat menjadi mekanisme internal pendisiplinan manajemen sebagai salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk meningkatkan efektivitas *monitoring*, karena dengan kepemilikan yang besar menjadikan pemegang saham memiliki akses informasi yang cukup signifikan untuk mengimbangi keuntungan informasional yang dimiliki manajemen (Hubert dan Langhe, 2002). Jika ini dapat diwujudkan, maka tindakan *moral hazard* manajemen nerupa menyembunyikan informasi dapat dikurangi.

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang (Iturriaga dan Sanz, 2001) yaitu: pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan diantara berbagai pemegang klaim. Pendekatan ketidak-seimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidak-seimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal (Leland dan Pyle, 1977; Berström dan Rydqvist, 1990). Struktur kepemilikan dalam hal ini adalah konsentrasi kepemilikan adalah merupakan bagian yang tidak terpisahkan dengan mekanisme tata kelola internal.

Ada dua mekanisme yang lazim digunakan pemegang saham pengendali untuk mengendalikan suatu perusahaan melalui perusahaan lain yaitu kepemilikan piramida *(pyramid ownership*) dan lintas kepemilikan (*cross-holding*). Kepemilikan piramida adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik melalui perusahaan publik maupun perusahaan non publik. La Porta *et al.* (1999) menyatakan bahwa mekanisme kepemilikan yang paling lazim di negara berkembang adalah struktur kepemilikan piramida. Dengan pisah batas hak kontrol 20%, kepemilikan piramida yang paling tinggi terjadi di Belgia (79%), Israel (53%), dan Swedia (53%). Pada pisah batas

hak kontrol yang sama, Claessens *et al.* (2000a) menemukan kepemilikan piramida paling tinggi terjadi di Indonesia (67%) dan Singapura (55%). Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa kepemilikan piramida paling tinggi terjadi di Norwegia (34%) dan Belgia (25%) pada pisah batas hak kontrol 20%. Lintas kepemilikan adalah kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan lainnya.

Melalui rangkaian kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan, seorang pemegang saham pengendali dapat memisahkan hak aliran kas dan hak kontrol. Hak aliran kas adalah klaim pemegang saham terhadap keuangan perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas terdiri atas hak aliran kas langsung dan hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil perkalian persentase saham dalam setiap rantai kepemilikan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas tidak langsung menunjukkan klaim pemegang saham pengendali terhadap dividen secara tidak langsung melalui mekanisme kontrol terhadap perusahaan. Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan. Ada dua jenis hak kontrol, yaitu hak kontrol langsung dan hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya pada sebuah perusahaan. Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan (La Porta *et al.*, 1999).

Cara langsung untuk menyelaraskan hak aliran kas dan hak kontrol dari investor luar adalah konsentrasi kepemilikan saham. Hal ini dapat berarti bahwa satu atau beberapa investor dalam perusahaan memiliki kepemilikan saham minoritas besar, seperti 10 atau 20 persen (Shleifer dan Vishny, 1997). Pemegang saham minoritas besar memiliki insentif untuk mengumpulkan informasi dan memantau manajemen, sehingga menghindari masalah *free rider*. Konsentrasi kepemilikan memiliki suara kontrol yang cukup untuk menekan manajemen dalam beberapa kasus, atau mungkin bahkan untuk memberhentikan manajemen atau melalui pengambilalihan (Shleifer dan Vishny, 1986). Dalam kasus yang lebih ekstrim, pemegang saham besar memiliki kontrol langsung terhadap perusahaan dan manajemen dengan kepemilikan 51 persen atau lebih. Pemegang saham besar dapat mengatasi masalah keagenan dalam pengertian bahwa mereka memiliki kepentingan umum dalam maksimalisasi keuntungan, dan pengendalian yang cukup atas aktiva perusahaan agar kepentingan mereka dihargai.

Konsentrasi kepemilikan memiliki dampak yang signifikan dalam mekanisme *corporate governance* dalam mengurangi atau bahkan memperburuk masalah keagenan. Masalah keagenan dapat dikurangi dengan adanya *blockholders* dengan insentif yang lebih besar dan lebih banyak kekuatan untuk memantau manajemen (Shleifer dan Vishny, 1986). Beberapa penelitian antara lain oleh Cubin dan Leech (1983), Zeckhouser dan Pound (1990), Lloyd *et al.* (1987), Dinga dan Stratling (2009), dan Mandaci dan Gumus (2010) menunjukkan bahwa adanya konsentrasi kepemilikan maka mudah untuk memonitor manajer dan pemilik dapat mempengaruhi kinerja perusahaan.

Namun, Leech dan Leahy (1991) memberikan bukti bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki dampak negatif pada rasio penilaian, *profit margin* dan pertumbuhan aktiva bersih pada perusahaan Inggris. Slovin dan Sushka (1993) menunjukkan hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan dan nilai perusahaan. Cronqvist dan Nilsson (2003) menemukan efek negatif yang signifikan konsentrasi kepemilikan dan nilai perusahaan yang diukur dalam *Tobin's Q* dan ROA untuk perusahaan Swedia.

Perbedaan temuan studi empiris tersebut disebabkan karena adanya pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol dalam konsep struktur kepemilikan, hak aliran kas dan hak kontrol tidak berjalan secara bersamaan dan keduanya memiliki implikasi yang berbeda terhadap kebijakan dan nilai perusahaan (Claessens *et al.*, 2000). Hak aliran kas merupakan sumber insentif keuangan yang mampu membatasi tindakan ekspropriasi. Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al*., 1999). Pemegang saham pengendali memiliki insentif yang kuat untuk mengawasi manajer dan memaksimalkan laba ketika ia mempunyai hak aliran kas yang substansial. Hal ini menunjukkan komitmen pemegang saham pengendali untuk tidak melakukan ekspropriasi. Ini mengimplikasikan efek *alignment*. *Alignment* adalah tindakan pemegang saham pengendali yang selaras dengan kepentingan saham non pengendali. Pendapat ini sejalan dengan Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan pengaruh positif konsentrasi kepemilikan terhadap nilai perusahaan.

Namun sebaliknya, hak kontrol merupakan sumber insentif untuk memperoleh manfaat pribadi. Hak kontrol adalah hak pemegang saham biasa untuk memilih dewan direktur dan kebijakan-kebijakan perusahaan lainnya seperti penerbitan sekuritas, pemecahan saham, dan perubahan-perubahan substansial dalam operasi perusahaan. Sedangkan ekspropriasi adalah suatu proses penggunaan hak kontrol atau kendali seseorang untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al*., 2000). Ekspropriasi sangat mungkin dilakukan karena keterbatasan hukum *civil* yang diterapkan di Indonesia. Perlindungan hak pemegang saham non pengendali di Indonesia sangat rendah. Hal ini menjadi insentif bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi pemegang saham non pengendali. Peningkatan ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali mengimplikasikan efek *entrenchment*. *Entrenchment* adalah tindakan pemegang saham pengendali yang dilindungi oleh hak kontrolnya untuk melakukan ekspropriasi. Hal ini sejalan dengan Shleifer dan Vishny (1997) dalam menjelaskan hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan dengan nilai perusahaan (La Porta *et al.*, 2002).

Claessens *et al.* (2000, 2002), La Porta *et al.* (2002), Lemmons dan Lins (2003), mengajukan dua argumen yang berbeda tentang pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap nilai perusahaan, yaitu *positif incentive effect* dan *negatif entrenchment effect*. Argumen *positif incentive effect* menyatakan bahwa pemegang saham pengendali tidak akan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas karena pemegang saham pengendali merupakan pihak yang paling merasakan dampak negatif dari penurunan nilai perusahaan atas tindakan ekspropriasi tersebut. Dengan argumen *positif incentive effect*, kemampuan pemegang saham pengendali untuk mengendalikan manajemen tidak

ditujukan untuk kepentingan pribadi, melainkan justru untuk menunjukkan kepada pemegang saham minoritas bahwa tidak terjadi ekspropriasi dalam perusahaan. Inti argumen ini adalah konsekuensi ekspropriasi terlalu mahal bagi pemegang saham pengendali.

Argumen *negatif entrenchment effect* menyatakan bahwa pemegang saham pengendali menggunakan kemampuannya mengendalikan manajemen untuk kepentingan pribadi dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi ditunjukkan oleh besar kecilnya kontrol yang dimiliki pemegang saham pengendali tersebut terhadap perusahaan. Pemegang saham minoritas (investor luar) yang waspada terhadap kemampuan pemegang saham pengendali mempengaruhi kebijakan perusahaan untuk kepentingan pribadi akan menilai perusahaan lebih rendah. Karena itu, argumen ini menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Inti argumen ini adalah pemegang saham pengendali lebih tertarik untuk mendapatkan manfaat privat atas kontrol yang dimiliki. Uraian diatas menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan dalam menciptakan nilai perusahaan masih menjadi perdebatan para peneliti, oleh karena itu studi ini berupaya untuk memperoleh kejelasan hubungan antara konsentrasi kepemilikan dengan penciptaan nilai perusahaan.

c. *Research Gap* 3: Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham telah memicu penelitian yang luas pada hubungan antara kepemilikan saham oleh manajer dan kinerja perusahaan. Penjelasan masalah agensi dalam kaitannya dengan kepemilikan manajerial, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan menyatakan bahwa tindakan dan keputusan yang dibuat bersifat *non-value maximizing* timbul ketika manajer memiliki saham perusahaan dalam jumlah yang sangat sedikit. Ketika jumlah kepemilikan saham manajer meningkat maka manajer memiliki kepentingan (*interest*) sehingga tindakan manajer lebih bersifat *value maximizing*. Tindakan ini menyebabkan peningkatan nilai perusahaan.

Hasil penelitian terdahulu yang memberikan hasil pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan antara lain adalah penelitian Simoneti, *et al*. (2004), Shen, *et al.* (2006) dan Mahija dan Spiro (2000). Temuan empiris Simoneti, *et al.* (2004) menunjukkan bahwa partisipasi manajer dalam kepemilikan perusahaan memiliki rata-rata efek positif pada kinerja perusahaan. Ini memberikan konfirmasi tambahan untuk argumen teoritis mengklaim bahwa manajer memiliki saham perusahaan membuat mereka berperilaku lebih seperti pemilik, lebih fokus untuk memaksimalkan nilai pemegang saham, memanfaatkan peluang bisnis yang lebih baik dan lebih mengadopsi keputusan berorientasi jangka panjang. Shen *et al.* (2006) menguji hubungan antara struktur kepemilikan, nilai perusahaan, dan faktor-faktor yang membentuk nilai perusahaan. Dengan analisis regresi struktur kepemilikan dan nilai buku per saham menunjukkan hubungan yang signifikan positif dengan rasio kepemilikan direksi dan pengawas, yang mengindikasikan bahwa ketika pemegang saham pengendali mengoperasikan perusahaan, mungkin menghasilkan efek menginduksi positif. Demikian pula hasil penelitian Makhija dan Spiro (2000) menemukan bahwa nilai

saham positif berkaitan dengan kepemilikan saham asing dan kepemilikan manajerial.

Di sisi lain, terdapat penelitian terdahulu tentang kepemilikan manajerial yang berpengaruh negatif dengan nilai perusahaan antara lain oleh Lundstrum (2009) dan Mandaci dan Gumus (2010). Lundstrum (2009) mengivestigasi hubungan antara kepemilikan saham manajerial dan perubahan perusahaan dalam *leverage* sekitar penerbitan sekuritas. Temuan penelitian ini adalah para manajer bertahan (*entrenched*) lebih mungkin untuk menerbitkan saham. Manajer melakukan *leverage* yang lebih rendah dengan memilih emisi hutang yang lebih kecil dan penerbitan ekuitas yang lebih besar daripada yang dipilih oleh manajer yang tidak *entrenchment.* Pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman penerbitan ketika kepemilikan saham manajerial tinggi. Mandaci dan Gumus (2010) menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan manajerial terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan non-keuangan yang terdaftar pada Istanbul *Stock Exchange* (ISE) dalam konteks pasar yang berkembang. Dengan mengontrol intensitas investasi, *leverage*, pertumbuhan dan ukuran, menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Stulz (1990) menemukan bahwa pada tingkat kepemilikan saham oleh manajer dalam jumlah yang rendah, nilai perusahaan akan meningkat karena menurunnya insentif manajer untuk bertindak konsumtif dan adanya pengawasan dari berbagai pihak. Namun ketika kepemilikan saham perusahaan tinggi maka meningkatnya kepemilikan manajerial akan menimbulkan adanya pembentengan manajer (*entrenchment)* yaitu suatu posisi kepemilikan di mana manajer dapat dengan bebas memaksimumkan utilitasnya tanpa takut adanya akuisisi dari perusahaan lain.

Penelitian yang dilakukan oleh Demsetz dan Villalonga (2001) menemukan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara kepemilikan saham terhadap kinerja perusahaan. Demsetz dan Villalonga (2001) menyelidiki hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan dan kepemilikan saham diperlakukan sebagai variabel endogen. Hasil penelitian tidak menemukan hubungan statistik yang signifikan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Sundaramurthy *et al.* (2005) menyajikan hasil meta analisis antara kepemilikan eksekutif dan institusional serta kinerja keuangan menunjukkan tidak ada asosiasi substantif terhadap kinerja perusahaan.

Chen (2006), Mura (2007), dan Bos *et al. (*2011) menyajikan hasil hubungan *non-linear* antara saham ekuitas yang dimiliki oleh direktur eksekutif dan kinerja keuangan. Penelitian Bos *et al.* (2011) menunjukkan bahwa pengendalian kunci dan ambang pengungkapan berdampak hubungan *non-linear* antara saham ekuitas yang dimiliki oleh direktur eksekutif dan kinerja keuangan perusahaan Inggris. Temuan penelitian ini adalah bahwa kekayaan pemegang saham dimaksimalkan ketika kepemilikan saham oleh eksekutif di bawah 5% dari modal saham. Kinerja perusahaan menurun pada saat kepemilikan saham oleh manajemen (*managerial ownership*) berkisar antara 5% dan 15%, sementara saham ekuitas melebihi batas kepemilikan 15% memiliki efek meningkatkan nilai pemegang saham dengan memicu persyaratan pengungkapan yang lebih besar.

De Miguel (2004) menjelaskan mengenai model kepemilikan *insider* di Spanyol yang memberikan hasil mengkonfirmasi efek penyelarasan kepentingan dan efek pembentengan, meskipun orang dalam (*insider)* Spanyol bisa bertahan di tingkat kepemilikan lebih tinggi dari rekan-rekan mereka di AS dan Inggris. Pada tingkat kepemilikan saham oleh manajemen antara 0 sampai 35% meningkatkan nilai perusahaan, pada tingkat kepemilikan saham oleh manajemen antara 35 sampai dengan 70% menurunkan nilai perusahaan dan diatas 70% meningkatkan nilai perusahaan.

Secara teoritis ada dua hipotesis utama tentang dampak kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Hipotesis *convergence of Interest*, yang menghubungkan peran kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976; Jensen, 1993), mengajukan pendapat bahwa kepemilikan saham manajer akan membantu dalam menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer. Hal ini bertentangan dengan argumen Shleifer dan Vishny (1997) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan terjadinya pembentengan manajer *(entrenchment),* yaitu tindakan yang bertujuan untuk mengamankan kepentingan manajer sebagai pemegang saham mayoritas tersebut. Hipotesis *entrenchment* menyatakan bahwa nilai perusahaan menurun ketika manajemen memegang saham besar dalam perusahaan (Stulz, 1988; Fama dan Jensen, 1983). Stulz (1988) menunjukkan bahwa nilai perusahaan adalah positif terkait kepemilikan manajerial dengan fraksi hak suara yang rendah, dan nilai perusahaan akan negatif terkait dengan kepemilikan manajerial dengan fraksi hak suara yang besar. Implikasinya adalah bahwa lebih banyak saham yang dipegang para manajer, maka akan terjadi pembentengan manajer (*entrenchment).* Hal ini memungkinkan manajer mengambil alih sumber daya perusahaan untuk keuntungan mereka sendiri sehingga mengakibatkan berkurangnya kinerja perusahaan (Morck *et al*.,1988; Harris dan Raviv, 1988 ; Stulz, 1988). Kedua pandangan ini merupakan teori efek pemantauan *(monitoring effect theory)* dan teori pembentengan manajerial *(managerial entrenchment theory).*

Berdasarkan uraian dari tiga *research gap* dari isu yang berhubungan dengan struktur dan mekanisme *corporate governance* diatas menunjukkan bahwa struktur dan mekanisme *corporate governance* dalam menciptakan nilai perusahaan masih menjadi perdebatan para peneliti. Oleh karena itu studi ini berupaya untuk memperoleh kejelasan hubungan antara struktur dan mekanisme *corporate governance* dengan nilai perusahaan serta implikasinya. Penciptaan nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan kinerja keuangan perusahaan baik berbasis akuntasi maupun berbasis pasar. *Research gap* dari beberapa peneliti terhadap isu yang telah dibicarakan di atas disajikan pada tabel 1.1.

Tabel 1.1
Research Gap Terhadap Isu yang Berhubungan dengan
Struktur dan Mekanisme *Corporate Governance* dan Nilai Perusahaan

Research Gap	Isu/Peneliti	Temuan
Gap:1 Terdapat perbedaan temuan antara Independensi Dewan (atribut dari *Board of Directors*) dan nilai perusahaan	Isu: Pengaruh *Corporate Governance* dari aspek *Board of Directors* terhadap penciptaan Nilai Perusahaan Baysinger and Butler (1985); Ezzamel and Watson (1993); Rosenstein and Wyatt (1990); Raheja (2005); Setia-Atmaja (2009) Agrawal dan Knoeber (1996); En Hsu (2010) Hermalin dan Weisbach (1991); Bathala dan Rao (1995); Barnhart dan Rosenstein (1998); Klein (1998); Pablo de Andres *et al.* (2005); Beiner *et al.* (2006); Harris dan Raviv (2008); Drakos dan Bekiris (2010); Bohren dan Strom (2010)	Independensi dewan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Independensi dewan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan Independensi dewan berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan
Gap 2: Terdapat perbedaan pendapat dan temuan dari pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap penciptaan nilai perusahaan	Isu: Konsentrasi Kepemilikan dan Nilai Perusahaan. Cubin dan Leech (1983); Zeckhouser dan Pound (1990); Dinga dan Stratling (2009); Mandaci dan Gumus (2010) Leech dan Leahy (1991); Slovin dan Sushka (1993); Cronqvist dan Nilsson (2003).	Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Lanjutan .....

Lanjutan Tabel 1.1

Research Gap	Isu/Peneliti	Temuan
	De Miguel *et al.* (2004); Selarka (2005); Iturriaga dan Crisostomos (2010)	Terjadi hubungan non-linier antara konsentrasi kepemilikan dengan nilai perusahaan.
*Gap:*3 Terdapat perbedaan pendapat dan temuan tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap penciptaan nilai perusahaan.	Isu: Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan Makhija dan Spiro (2000); Simoneti *et al. (*2004); Shen *et al.* (2006). Stulz (1990); Lundstrum (2009); Mandaci dan Gumus (2010); De Miguel, *et al*. (2004); Chen (2006); Mura (2007); Bos *et al*. (2011);	 Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hubungan non-linier antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

Sumber : Beberapa penelitian terdahulu dan dikembangkan

3. Implementasi *Corporate Governance* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Menurut FCGI (*Forum for Corporate Governance in Indonesia*, 2002) definisi *corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan. Tujuan *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan. (*stakeholders*). Secara lebih rinci, terminologi *corporate governance* dapat dipergunakan untuk menjelaskan peranan dan perilaku dari dewan direksi, dewan komisaris, pengurus perusahaan, dan para

pemegang saham. Ada empat mekanisme *corporate governance yang* sering dipakai dalam berbagai penelitian mengenai *corporate governance* yang bertujuan untuk mengurangi konflik keagenan, yaitu komite audit, komisaris independen, struktur kepemilikan (konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan manajerial).

Corporate Governance merupakan isu yang menarik sejak dekade terakhir. Di negara maju, *corporate governance* ditelaah secara mendalam sejak tahun 1980. Implementasi *corporate governance* sejalan dengan kebutuhan sistem perekonomian untuk menanggapi banyaknya kebangkrutan pada bebeberapa perusahaan papan atas (Syakhroza, 2003). Di Asia, termasuk Indonesia, konsep *Good Corporate Governance* (GCG) mulai banyak diperbincangkan pada pertengahan tahun 1997, yaitu saat krisis ekonomi melanda kawasan ini. Dampak dari krisis tersebut menunjukkan banyak perusahaan yang tidak mampu bertahan, salah satu penyebabnya adalah karena pertumbuhan yang dicapai selama ini tidak dibangun di atas landasan yang kokoh sesuai prinsip pengelolaan perusahaan yang sehat. Dengan kata lain, buruknya *praktik* Tata Kelola Perusahaan telah membuat perusahaan-perusahaan gagal dalam menghadapi krisis tersebut. Dari penelitian yang dilakukan oleh *Asian Development Bank* (ADB) dapat disimpulkan bahwa di negara-negara Asia, termasuk di Indonesia, kondisi yang sering terjadi dalam penerapan *corporate governance* adalah; (1) tidak berfungsinya mekanisme pengawasan dewan komisaris (*board of commisioner*), dan sistem audit suatu perusahaan dengan efektif dalam melindungi kepentingan pemegang saham, serta (2) belum dilakukannya pengelolaan perusahaan secara profesional (Laporan *Corporate Governance Perception Index*, 2004).

Sejalan dengan hal tersebut, Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) berpendapat bahwa perusahaan di Indonesia mempunyai tanggung jawab untuk menerapkan standar GCG yang telah diterapkan di tingkat internasional. Namun, walaupun menyadari pentingnya GCG tetapi banyak pihak yang melaporkan masih rendahnya perusahaan yang menerapkan prinsip tersebut. Sebagian perusahaan menerapkan prinsip GCG karena dorongan regulasi dan menghindari sanksi yang ada dibandingkan yang menganggap prinsip tersebut sebagai bagian dari kultur perusahaan.

Berdasarkan hasil survei awal data sekunder yang berkaitan dengan struktur *corporate governance* antara lain komposisi dewan dan struktur kepemilikan perusahaan yang terdaftar di Indonesia tahun 2005-2008 disajikan berikut ini.

Tabel 1.2

Data rata-rata Komposisi *Board*, Struktur Kepemilikan, Investasi dan Nilai Perusahaan pada perusahaan listing di BEI periode 2005-2008

Variabel	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**
Proporsi *Independent Board*	0,31	0,40	0,45	0,41
Board Size	6,56~7	5,67~6	5,67~6	5,44~5
Managerial Ownership	0,0670	0,0546	0,0860	0,0947
Market to book value of asset	0,85	0,90	1,04	0,85
Tobin's Q	1,36	1,45	1,40	1,41

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang diolah kembali.

Tabel 1.2 di atas menunjukkan data tentang: (1) proporsi *independent board* dan *board size* merepresentasikan *corporate governance* dari aspek *board of directors*; (2) *managerial ownership* merepresentasikan *corporate governance* dari aspek struktur kepemilikan; (3) *Market to book value of asset* sebagai proksi investasi dan; (4) *Tobin's Q* sebagai proksi nilai perusahaan.

Perkembangan struktur kepemilikan perusahaan publik di Indonesia dengan data akhir tahun 2007 menunjukkan kepemilikan saham oleh pemegang saham terbesar (*the largest shareholder*) rata-rata mencapai 49%. Sedangkan kepemilikan saham oleh pemegang saham yang memiliki proporsi signifikan (5% atau lebih) mencapai 71% (Darmadi, 2011). Data ini menunjukkan bahwa terdapat konsentrasi kepemilikan pada sebagian besar perusahaan publik di Indonesia. Keberadaan konsentrasi kepemilikan dalam struktur dan mekanisme *corporate governance* berpotensi dalam penciptaan nilai perusahaan.

Dari Tabel 1.2 dapat digambarkan pola kecenderungan (*trend*) hubungan antara *corporate governance* dari atribut aspek *board of directors* (*independent board*) dan kepemilikan manajerial terhadap investasi dan nilai perusahaan. Proporsi *independent board* diatas 30% berarti sudah memenuhi ketentuan minimal 30% dari jumlah seluruh dewan komisaris. Rata-rata proporsi *Independent Board* mengalami kenaikan dari tahun 2005 sampai 2007 dan tahun 2008 menurun mengikuti pola kenaikan dan penurunan investasi namun tidak mempunyai pola kecenderungan (*trend)* yang sama dengan nilai perusahaan. Rata-rata ukuran dewan berkisar antara 5-7 orang. Rata-rata kepemilikan manajerial mengalami penurunan pada tahun 2006 dan kemudian meningkat tahun 2007 dan 2008. Rata-rata kepemilikan manajerial tidak mempunyai pola kecenderungan (*trend*) yang sama dengan investasi dan nilai perusahaan. Dengan tidak adanya kesamaan pola kecenderungan (*trend*) antara *independent board* dan

kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan maka mekanisme *corporate governance* di Indonesia tidak optimal dalam penciptaan nilai perusahaan,

Fakta tersebut diatas didukung dengan hasil survei yang dilakukan lembaga–lembaga nasional maupun internasional tentang tingkat penerapan *good corporate governance* (GCG) di Indonesia memberikan nilai yang rendah kepada perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam mewujudkan prinsip-prinsip *good corporate governance*, bahkan jika dibandingkan dengan negara-negara Asia lainnya. Hasil survei tersebut dapat ditunjukkan sebagai berikut:

a. Menurut Daniri (2006), Indonesia menduduki urutan terendah di antara negara Singapura, Jepang, Malaysia, dan Thailand sebagai yang paling buruk CG-nya. Survei dari Booz-Allen di Asia Timur pada tahun 1998 menunjukkan bahwa Indonesia memiliki indeks CG yang paling rendah dengan skor 2,88 jauh di bawah Singapura (8,93), Malaysia (7,72), dan Thailand (4,89).
b. Hasil survei Bank Dunia dan McKinsey yaitu bahwa investor asing (Asia, Eropa, Amerika Serikat) bersedia memberi premium kepada perusahaan yang telah menerapkan GCG dengan baik. Besar premium untuk negara-negara Asia yang disurvei adalah antara 20 – 27%, dan Indonesia adalah yang tertinggi premiumnya yaitu 27% (Newel dan Wilson, 2002:20). Sebagai perbandingan, rata-rata premium terendah yang bersedia dibayarkan oleh investor untuk perusahaan di USA dan UK yang mengimplementasikan praktik *good corporate governance,* masing-masing sebesar 18,3% dan 17,9%. Tingginya premium yang bersedia dibayar oleh investor bagi perusahaan di Indonesia tersebut merefleksikan tuntutan investor yang sangat mendasar berkaitan dengan keakuratan dan ketepatan waktu pengungkapan informasi-informasi yang material dan penegakan hak-hak pemegang saham perusahaan di Indonesia. Hampir 75% investor menganggap keterbukaan informasi mengenai penerapan GCG sama pentingnya dengan informasi keuangan yang dipublikasikan oleh suatu perusahaan. Penelitian tentang *corporate governance* menunjukkan bahwa investor mempunyai preferensi untuk menghindari perusahaan-perusahaan dengan *corporate governance* yang buruk (McKinsey dan Co, 2002).
c. Survei yang dilakukan oleh *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) terhadap standar-standar *corporate governance* yang dilakukan oleh 495 perusahaan di 25 negara berkembang selama bulan Februari sampai dengan bulan April tahun 2001 menunjukkan bahwa rata-rata skor total untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia yang disurvei hanya sebesar 37,81 dari skala 0,00-100,00 (100,00 adalah nilai tertinggi). Skor ini lebih rendah jika dibandingkan

dengan skor total untuk perusahaan-perusahaan yang disurvei di negara Singapura (64,50), Malaysia (56,60), India (55,60), Thailand (55,10), Taiwan (54,60), Cina (49,10), Korea (47,10), dan Filipina (43,90). Dalam hal ini terdapat tujuh aspek yang dinilai oleh CLSA, yaitu: transparansi, kedisplinan manajemen, kemandirian, akuntabilitas, tanggung jawab, keadilan, dan kepedulian sosial dari perusahaan.

d. Pada tahun 2003, CLSA pertama kali bekerja sama dengan *Asian corporate governance Association* (ACGA) dalam melakukan survei terhadap pelaksanaan *corporate governance* oleh perusahaan-perusahaan di kawasan Asia. Survei ini masih menggunakan standar penilaian yang sama dengan tahun 2001 dan 2002 dan dilakukan terhadap 380 perusahaan di 10 (sepuluh) negara Asia. Hasil survei menunjukkan bahwa rata-rata skor total untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia yang disurvei hanya sebesar 43,00 dari skala 0,00 – 100,00. Hanya ada satu negara yang disurvei yang memiliki skor lebih rendah dibandingkan Indonesia, yaitu Filipina. Singapura mempunyai skor 69,50, Malaysia mempunyai skor 65,00, India mempunyai skor 64,80, Thailand mempunyai skor 60,20, Taiwan mempunyai skor 58,70, Cina mempunyai skor 57,40, Korea mempunyai skor 70,80, dan Filipina mempunyai skor 39,80 (Gill dan Allen, 2003).

e. Berbeda dengan tahun-tahun sebelumnya, pada tahun 2004, CLSA dan ACGA melakukan penilaian pelaksanaan *corporate governance* berdasarkan pada 5 (lima) aspek makro, yaitu: (i) hukum dan praktik, (ii) penegakan hukum, (iii) lingkungan politik, (iv) standar-standar akuntansi dan audit, serta (v) budaya *corporate governance*. Hasil survei pada tahun 2004 ini menunjukkan bahwa Indonesia mempunyai skor yang masih rendah di bandingkan dengan negara-negara Asia lainnya, yaitu 40,00. Sebagai perbandingan, Singapura mempunyai skor 75,00, Hongkong mempunyai skor 67,00, India mempunyai skor 62,00, Malaysia mempunyai skor 60,00, Taiwan mempunyai skor 55,00, Korea mempunyai skor 58,00, Thailand mempunyai skor 53,00, Filipina mempunyai skor 50,00, dan Cina mempunyai skor 48,00 (Allen, 2004).

f. Pada tahun 2005, dengan menggunakan standar penilaian yang sama dengan tahun 2004, hasil survei dari CLSA dan ACGA menunjukkan bahwa Indonesia masih menempati posisi yang terendah dengan skor sebesar 37,00. Sebagai perbandingan, Singapura mempunyai skor 70,00, Hongkong mempunyai skor 69,00, India mempunyai skor 61,00, Malaysia mempunyai skor 56,00, Taiwan mempunyai skor 52,00, Korea dan Thailand mempunyai

skor 50,00, Filipina mempunyai skor 46,00, dan Cina mempunyai skor 44,00 (Gill dan Allen, 2005).

g. Pada tahun 2007, hasil survei dari CLSA dan ACGA terhadap 582 perusahaan yang terdaftar pada bursa saham di 11 (sebelas) negara Asia menunjukkan bahwa Indonesia masih menempati posisi yang terendah dengan skor sebesar 37,00. Sebagai perbandingan, Hongkong mempunyai skor 67,00, Singapura mempunyai skor 65,00, India mempunyai skor 56,00, Taiwan mempunyai skor 54,00, Jepang mempunyai skor 52,00, Korea dan Malaysia mempunyai skor 49,00, Thailand mempunyai skor 47,00, Cina mempunyai skor 45,00, dan Filipina mempunyai skor 41,00 (Gill dan Allen, 2007).

Hasil survei *Good Corporate Governance* (GCG) dari CLSA dan ACGA dari tahun 2001 sampai tahun 2007 dapat disajikan pada Tabel 1.3 berikut ini dan Indonesia mempunyai peringkat paling rendah diantara 10 negara Asia.

Tabel 1.3
Hasil Survei CLSA dan ACGA tentang Implementasi *Good Corporate Governance* (GCG) Perusahaan Terdaftar pada Bursa Saham untuk 10-11 Negara Asia Tahun 2001-2007

	Tahun				
Negara	**2001**	**2003**	**2004**	**2005**	**2007**
Hongkong	-	-	67,00	69,00	67,00
Singapura	64,50	69,50	75,00	70,00	65,00
India	55,60	64,80	62,00	61,00	56,00
Taiwan	54,60	58,70	55,00	52,00	54,00
Korea	47,10	70,80	58,00	50,00	49,00
Malaysia	56,60	65,00	60,00	56,00	49,00
Thailand	55,10	60,20	53,00	50,00	47,00
China	49,10	57,40	48,00	44,00	45,00
Filipina	43,90	39,80	50,00	46,00	41,00
Indonesia	37,81	43,00	40,00	37,00	37,00
Jepang	-	-	-	-	52,00

Sumber: Gill dan Allen (2001,2003,2004,2005,2007)

4. Isu *Corporate Social Responsibility* (CSR) dalam *Corporate Governance*

Fenomena berikutnya adalah dinamika lingkungan bisnis pada saat ini menuntut adanya keberlanjutan (*sustainability*) dalam orientasi tujuan akhir perusahaan. Peningkatan keuntungan perusahaan dilakukan melalui peningkatan kapasitas produksi, penghematan biaya dan inovasi di bidang teknologi dan manajemen. Peningkatan operasional tersebut bukan tanpa batas, karena

peningkatan operasional perusahaan tersebut juga berdampak terhadap keberadaan bumi, manusia, dan perekonomian. Konsep ini yang kemudian dikenal dengan *sustainability*. Menurut Elkington (1997) *sustainability* (keberlanjutan) adalah keseimbangan antara *people, planet,* dan *profit*, yang dikenal dengan konsep *Triple Bottom Line* (TBL). Kerangka berpikir dan konsep dari *sustainability* terletak pada pertemuan antara tiga aspek, *people*-sosial, *planet*-lingkungan, dan *profit*-ekonomi. Perusahaan harus bertanggung jawab atas dampak positif maupun negatif yang ditimbulkan terhadap aspek ekonomi, sosial dan lingkungan hidup. *Sustainability* adalah tujuan akhir yang harus dicapai oleh semua perusahaan. Tujuan akhir tersebut diantaranya adalah menyeimbangkan antara kinerja ekonomi, kesejahteraan sosial (*well being*), dan peremajaan serta pelestarian lingkungan hidup. Proses mencapai tujuan akhir disebut sebagai *sustainable development* (pembangunan berkelanjutan) dan untuk mencapai tujuan akhir tersebut, dibutuhkan kendaraan dalam memberikan kontribusi terhadap *sustainability* yang disebut dengan *Corporate Social Responsibility* (Panapanaan *et al.*, 2003).

Aktivitas *Corporate Social Responsibility* (CSR) merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari *Good Corporate Governance*. Tanggungjawab sosial berorientasi kepada para *stakeholders*, hal ini sesuai dengan salah satu prinsip utama *Good Corporate Governance* yaitu *responsibility*. Pada saat ini telah terjadi pergeseran paradigma *Good Corporate Governance* yaitu dengan memperluas paradigma teoretis dari *agency theory* ke dalam *stakeholder theory perspective*. Konsekuensi dari pergeseran paradigma maka *Good Corporate Governance* harus memperhatikan masalah *corporate social responsibility*.

Pengertian CSR secara umum menurut Suharto (2007) dapat dimaknai sebagai sebuah cara yang dilakukan perusahaan dalam mencapai sebuah kesinambungan antara tujuan ekonomi, lingkungan, dan sosial masyarakat, dengan tetap merespon harapan para *stakeholders.* Adapun *stakeholders* yang perlu dilibatkan dalam CSR seperti *shareholders, customer, suppliers,* karyawan, pemerintah, eksekutif perusahaan, dan masyarakat (King *et al*., 2010 dan Raghubir *et al*., 2010). Perlunya perusahaan melibatkan *stakeholders* dalam CSR, didasari pada beberapa *benefit* atau manfaat yang akan diperoleh perusahaan diantaranya yaitu dapat meningkatkan *value* perusahaan (Kanter, 1999), menarik tenaga kerja (Backhaus *et al*., 2002), meningkatkan motivasi karyawan (Maignan *et al*., 1999), menarik dan mempertahankan *customers* (Luo dan Bhattacharya, 2006; Sen dan Bhattacharya, 2001), mempengaruhi persepsi *customers* (Brown dan Dacin, 1997; Handelman dan Arnold, 1999; Sen dan Bhattacharya, 2001),

mengurangi biaya produksi (Hart dan Ahuja, 1996), meningkatkan produktivitas (Melrose-Woodman dan Kverndal, 1976) dan memberikan jaminan reputasi perusahaan pada saat terjadi krisis (Schnietz dan Epstein, 2005). Berdasarkan paparan tersebut maka dapat diartikan bahwa CSR yang dilakukan perusahaan diperuntukkan untuk *stakeholders*, sebagai bentuk tanggung jawab perusahaan atas dampak operasional yang terjadi dalam perusahaan.

Secara yuridis pengaturan soal *Corporate Social Responsibility (*CSR) secara eksplisit dalam hukum Indonesia dimulai ketika pemerintah memberlakukan UU No.25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal, yang dalam Pasal 15 menyebut bahwa setiap Penanam Modal (perseorangan atau perusahaan, berbadan hukum ataupun bukan badan hukum) berkewajiban untuk: (i) menerapkan prinsip tata kelola perusahaan yang baik; (ii) melaksanakan tanggung jawab sosial perusahaan. Perubahan Undang-Undang No.1 Tahun 1995 menjadi Undang-Undang No.40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, telah membawa perubahan penting bagi dunia usaha di Indonesia. Salah satu yang mendapat perhatian lebih dari kalangan pengusaha adalah *Corporate Social Responsibility* (CSR), karena CSR akhir-akhir ini telah menjadi salah satu faktor penilaian bagi investor asing yang akan menanamkan modalnya di Indonesia. CSR menjadi salah satu kewajiban yang harus dilaksanakan oleh sebuah perusahaan.

5. Dasar pemikiran konsep untuk mengisi *research gap corporate governance* terhadap nilai perusahaan

Studi ini bertitik tolak dari adanya masalah berupa berbagai kontradiksi teoretis dan hasil penelitian empirik mengenai struktur dan mekanisme *corporate governance* berimplikasi dalam menciptakan nilai perusahaan, seperti yang telah disarikan dalam *research gap* yang disajikan pada Tabel 1.1. Perbedaan teoretis dan hasil penelitian empirik (*research gap)* tersebut didukung dengan fenomena bisnis yang terjadi pada perusahaan publik di Indonesia yaitu: (1) belum optimalnya implementasi *good corporate governance* di Indonesia; (2) adanya tuntutan dari dinamika lingkungan bisnis (*stakeholder*) dan tuntutan yuridis tentang tanggungjawab sosial perusahaan (*corporate social responsibility*). Oleh karena itu permasalahan penelitian adalah: “Bagaimana mengembangkan sebuah model teoretikal untuk mengisi kesenjangan hasil penelitian empiris tentang pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap penciptaan nilai perusahaan?”

Model teoretikal yang dikembangkan dalam studi ini mengusulkan suatu konsep yang dapat memberikan kontribusi untuk mengisi kesenjangan atau

mengatasi ketidak konsistenan hasil penelitian empiris dan mengakomodasi fenomena bisnis yang terjadi di perusahaan publik di Indonesia. Pengembangan model teoretikal tersebut mengacu pada penciptaan nilai perusahaan (*corporate value creation*). Beberapa dasar pemikiran dalam pengembangan model teoretikal tersebut antara lain:

a. Perubahan paradigma konsep *Corporate Governance* yaitu perluasan paradigma teoretis dari *agency theory* ke dalam *stakeholder theory perspective*. Pergeseran paradigma *corporate governance* dari konsep tradisional nilai pemegang saham bergeser pada konsep yang lebih luas nilai masyarakat pemangku kepentingan. Keputusan manajerial tidak hanya mempengaruhi investor, tetapi juga mempertimbangkan eksternalitas pada berbagai pemangku kepentingan lain dari perusahaan, seperti karyawan, pelanggan, pemasok, masyarakat di mana perusahaan berada, potensi pencemaran (Tirole, 2001:3). Dari perspektif *stakeholder*, tata kelola perusahaan adalah desain institusi yang menginduksi atau mendorong manajemen untuk internalisasi kesejahteraan *stakeholder* (*ibid*, hal.4), dan suatu sistem tata kelola adalah kondisi yang kompleks yang membentuk hasil *expost* tawar-menawar atas kuasi-sewa yang dihasilkan dalam proses hubungan (Zingales, 1998).

   Hal ini mendorong untuk pendefinisian kembali pada tujuan perusahaan. Perhatian teori keuangan modern terhadap nilai perusahaan telah berjalan sejajar dengan pendefinisian kembali tujuan perusahaan, sehingga maksimalisasi nilai pasar perusahaan (atau pemegang klaim kekayaan perusahaan) telah menjadi tujuan dari rangkaian keputusan keuangan perusahaan. Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk memaksimumkan nilai perusahaan dalam jangka panjang, manajer dituntut untuk membuat keputusan yang memperhitungkan kepentingan semua *stakeholder*, sehingga manajer akan dinilai kinerjanya berdasarkan kemampuannya mencapai tujuan atau mampu mengimplementasikan strategi untuk mencapai tujuan ini.

b. *Sustainability development* (pembangunan keberlanjutan*)* yang berkaitan dengan isu *Corporate Social Responsibility* (CSR). Proses pencapaian tujuan akhir perusahaan *sustainability development* diantaranya adalah menyeimbangkan antara kinerja ekonomi, kesejahteraan sosial, dan peremajaan serta pelestarian lingkungan hidup. Berdasarkan pada prinsip dasar teori kontijensi bahwa pencapaian keberlangsungan atau keberlanjutan hanya bisa dicapai jika ada kecocokan dan keselarasan antara organisasi dan lingkungannya (Gudono, 2009: 92). Ada hal yang dilakukan organisasi untuk

menjalankan penyesuaian atau tanggung jawab terhadap lingkungannya. Pertama, manajemen menata konfigurasi berbagai sub-sistem di dalam organisasi agar kegiatan organisasi menjadi efisien. Kedua, mekanisme sistem pengendalian bisa sangat bervariasi sesuai dengan variasi lingkungan yang dihadapi. Manajemen harus bisa mencegah agar hubungan antar sistem dalam suatu lingkungan tidak *disfunctional*. Dalam rangka mencari cara yang efektif, organisasi seharusnya menghubungkan permintaan lingkungan eksternal dengan fungsi-fungsi internalnya. Seorang manajer harus mengatur harmonisasi fungsi-fungsi organisasinya dengan kebutuhan atau kepentingan *shareholder* dan *stakeholder*. Tata kelola organisasi perlu selalu disesuaikan. Manajemen harus bisa menemukan '*good fit*' antara tata kelola dengan apa yang dipersyaratkan lingkungan (*environmental requirements*) sebagai tanggung jawab sosial perusahaan (*corporate social responsibility*).

c. Argumentasi yang menjelaskan perbedaan hasil penelitian empiris tentang mekanisme *corporate governance* dan penciptaan nilai perusahaan. Argumen tersebut adalah: (1) bahwa kajian penelitian empiris banyak berfokus pada *framework* teori keagenan sehingga beberapa teori organisasi mulai berdebat bahwa mekanisme *corporate governance* menurut perspektif keagenan masih jauh dari universal bila dianggap dalam konteks organisasi yang lebih luas. Sifat dan tingkat konflik keagenan mungkin berbeda tergantung pada konteks organisasi tertentu misalnya tingkat kinerja perusahaan (Ramdani dan van Witteloostuijn, 2010), tahap tertentu dalam siklus kehidupan organisasi (Filatotchev dan Wright, 2005; Lynall *et al*., 2003) dan dinamika lingkungan organisasi (Filatotchev dan Nakajima, 2010); dan (2) adanya pandangan dari perspektif teori organisasi yang lain yang menekankan bahwa perluasan fungsi dewan selain fungsi *monitoring* adalah peran pelayanan dan peran strategis dalam proses pengambilan keputusan (Pfeffer, 1972; Zahra dan Pearce, 1989; Filatotchev dan Nakajima, 2010).

Kesenjangan hasil penelitian empirik tentang pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap penciptaan nilai perusahaan dapat diisi dengan keberadaan strategi kebijakan keuangan yang memicu pada penciptaan nilai perusahaan dan membutuhkan fungsi *monitoring* dari mekanisme *corporate governance* yaitu strategi kebijakan investasi. Oleh karena itu, model teoretikal yang dikembangkan akan menggambarkan: (1) hubungan antara mekanisme *corporate governance* dengan kebijakan investasi perusahaan (Hartzell *et al*., 2006; Ayuso *et al*., 2007; Hasan *et al.*, 2008; Chan Du dan Jia Wu, 2011; Salami, 2011); dan (2) hubungan antara kebijakan investasi perusahaan dengan reputasi

dan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976; McConnel dan Muscarella, 1985; Cho, 1998; Iturriaga dan Sanz, 2001; Robert dan Dowling, 2002; Cheung *et al*., 2011; Wissink, 2012).

Perubahan paradigma tentang fokus tujuan perusahaan dari memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham menjadi maksimalisasi nilai perusahaan yang memperhatikan kepentingan *stakeholder* (Jensen, 2001), mendorong untuk mensintesiskan teori *agency* dengan teori *stakeholder*. Berdasarkan beberapa dasar pemikiran tersebut diatas maka studi ini mengusulkan konsep baru yang diderivasi dari sintesa dari *agency theory* dan *stakeholder theory*. Konsep yang diusulkan mengarah pada *outcome* strategi orientasi kebijakan investasi perusahaan yang mampu mengakomodasi secara seimbang kepentingan *stakeholder* untuk pencapaian tujuan perusahaan berkelanjutan. Konsep yang diusulkan adalah Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial. Konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial berimplikasi pada reputasi dan nilai perusahaan. Konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial diharapkan mampu mengisi kesenjangan dengan memediasi pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* dalam penciptaan nilai perusahaan.

6. Tujuan dan Kontribusi Pengembangan Konsep Baru

Secara umum tujuan yang ingin dicapai adalah mengembangkan pendekatan-pendekatan teoretikal baru, sebagai upaya untuk menyelesaikan kontroversi konseptual mengenai pengaruh mekanisme *corporate governance* khususnya struktur kepemilikan dan *board of directors* terhadap nilai perusahaan. Adapun upaya yang dilakukan adalah dengan cara mengajukan suatu konsep baru atau proposisi yang diharapkan dapat mengatasi kesenjangan hasil penelitian (*research gap*) yang diderivasi dari pendekatan sintesis teori utama yaitu *agency theory* dan *stakeholder theory*. Selanjutnya, dari konsep baru dapat dibangun suatu *Grand Theoretical Model* yang diusulkan.

Berdasarkan pada tujuan umum yang telah diuraikan, maka dapat dirinci tujuan khusus yang ingin dicapai, yaitu sebagai berikut:

a. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan;
b. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial;

c. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik implikasi Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial pada reputasi dan penciptaan nilai perusahaan;
d. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial sebagai pemediasi pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap penciptaan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan kajian manajemen keuangan antara lain: (1) mengusulkan konsep baru yang diderivasi dari sintesis teori keagenan (*agency theory*) dan teori *stakeholder* sebagai pengisi gap atau pemediasi pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan; (2) *body of knowledge* mekanisme *Corporate Governance* yaitu peran *board of directors* dengan menggunakan kerangka dasar dari beberapa teori antara lain *Agency Theory*, *Resources Dependence Theory* dan *Stakeholders Theory*.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pemikiran kepada para praktisi, seperti investor atau calon investor. Khususnya diharapkan dapat berguna sebagai bahan pertimbangan untuk membuat keputusan menanamkan saham pada perusahaan yang menerapkan *corporate governance* yang baik dan mampu menciptakan nilai perusahaan.

Pentingnya penerapan tata kelola perusahaan ini tidak hanya diperuntukkan bagi dunia usaha secara umum tetapi juga secara khusus sangat penting bagi pengembangan industri pasar modal Indonesia. Hingga saat ini, Peraturan Bapepam secara umum telah mangakomodasi prinsip-prinsip *corporate governance*. Namun praktik internasional di bidang *corporate governance* terus berkembang demikian pesat sehingga menuntut dilakukannya pengkajian terhadap ketentuan dan peraturan dibidang pasar modal yang ada saat ini.

Fakta dari perkembangan tersebut adalah, mengacu pada prinsip-prinsip *corporate governance* yang diterbitkan OECD tahun 2004 (*OECD principles of Corporate Governance* 2004), saat ini masih terdapat beberapa prinsip yang belum diterapkan, antara lain misalnya belum adanya ketentuan yang mengatur pelaporan dan pengungkapan transaksi hubungan istimewa kepada Dewan Komisaris, hak *stakeholders* untuk mengakses informasi perusahaan, pelaporan penyimpangan manajemen oleh karyawan (*Whistle Blower*), program *Corporate Social Responsibility* (CSR), pengungkapan yang memadai bagi pemegang saham dan publik, transparansi dan keandalan laporan keuangan.

Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) berupaya memperbaiki *corporate governance* dengan mengeluarkan peraturan

yang berkaitan dengan *code for good corporate governance*, yaitu Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-315/BEJ/06-2000 yang diperbaharui dengan Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-339./BEJ/07-2001 butir C mengenai *board governance* yang terdiri dari Komisaris Independen, Komite Audit dan Sekretaris Perusahaan. Sesuai dengan peraturan yang dikeluarkan oleh direksi Bursa Efek Jakarta, untuk mencapai *good corporate governance*, jumlah komisaris independen sekurang-kurangnya 30% dari seluruh anggota dewan komisaris.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pemikiran kepada pemerintah selaku regulator dengan memberikan input guna penyempurnaan peraturan-peraturan. Berkaitan dengan aspek-aspek yang penting dalam prinsip-prinsip pengelolaan perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*) bagi Emiten dan Perusahaan Publik, peraturan di bidang pasar modal secara umum telah mengakomodasi hal tersebut. Namun masih terdapat beberapa prinsip yang perlu ditegaskan dalam ketentuan bidang pasar modal salah satu diantaranya ketentuan yang mendorong perusahaan untuk mempunyai program CSR yang terencana. Berkaitan dengan laporan transaksi material yang dilakukan oleh anggota direksi dan anggota dewan komisaris kepada dewan komisaris perlu diatur dalam ketentuan di pasar modal.

BAB 2

TEORI DAN STRUKTUR CORPORATE GOVERNANCE

Tujuan belajar:
Setelah mempelajari bab ini, diharapkan mampu:

1. Memahami dan menjelaskan landasan filosofis *corporate govenance* sebagai suatu sistem guna terciptanya keselarasan kepentingan sehingga tujuan perusahaan dapat dicapai;
2. Memahami dan menjelaskan konsep *good corporate govenance;*
3. Memahami dan menjelaskan azas *good corporate govenance;*
4. Memahami dan menjelaskan manfaat dan penerapan *good corporate govenance;*
5. Menganalisis Struktur Kepemilikan Saham dan *Board of Directors* sebagai Struktur dan Mekanisme Internal *Corporate Governance;*
6. Menganalisis dan sintesis Kerangka Kerja Teoretik *Board of Directors* sebagai Mekanisme *Corporate Governance.*

1. Landasan Filosofis *Corporate Governance*

Kaen (2003) menyatakan bahwa *corporate governance* pada dasarnya menyangkut masalah siapa (*who*) yang seharusnya mengendalikan jalannya kegiatan korporasi dan mengapa (*why*) harus dilakukan pengendalian terhadap jalannya kegiatan korporasi. Yang dimaksud dengan siapa adalah para pemegang saham atau pemilik, sedangkan mengapa adalah karena adanya hubungan antara pemegang saham dengan berbagai pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan.

Menurut Riyanto (2003), pemilik adalah pihak yang mempunyai kendali atas perusahaan dari perspektif hukum. Fakta yang terjadi bahwa manajer memiliki kendali penuh atas perusahaan, sementara pemilik tidak dapat mempengaruhi jalannya perusahaan. Hal ini menimbulkan masalah karena dalam banyak kasus, manajer kurang memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan (kinerja) perusahaan. Kebijakan (*discretion)* atas penggunaan sumber daya (*resources)* perusahaan yang telah didelegasikan oleh pemilik kepada manajer tidak sepenuhnya digunakan untuk keperluan pemilik. Masalah ini muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelola perusahaan atau seringkali dikenal dengan istilah masalah keagenan. Ketika kepemilikan terdistribusi secara luas atau kepemilikan oleh masyarakat melalui pasar modal, menyebabkan pemilik semakin tidak dapat melakukan kontrol yang efektif terhadap manajer yang mengelola perusahaan.

Target pengendalian adalah kebijakan (*discretion)* dan keputusan (*decisions)* manajemen. Pengendalian atau kontrol terhadap perusahaan diarahkan pada pengawasan perilaku manajer, sehingga tindakan yang dilakukan manajer dapat dinilai apakah bermanfaat bagi perusahaan ataukah hanya bagi para manajer sendiri. Kontrol lebih diarahkan pada upaya pengelolaan perusahaan yang

terbuka (transparansi), dapat dipertanggung jawabkan (*accountable*), dan ada proses *monitoring* (Riyanto, 2003).

Perkembangan konsep *corporate governance* secara *mainstream* mendasarkan pada tiga landasan filosofis yaitu landasan *structural functionalist* dalam organisasi, landasan historis organisasi dan korporasi modern, dan landasan psikologis pihak-pihak yang berkepentingan dalam organisasi. Dari ketiga landasan fisiologis ini, teori *corporate governance* mempertimbangkan hal-hal seperti: (a) keharusan adanya aturan-aturan yang jelas; (b) keharusan adanya pemisahan antara aktivitas operasional dan pengendalian; dan (c) keberadaan berbagai kepentingan dan mekanisme politik yang terdapat di dalam organisasi (Syakhroza, 2003). Ketiga landasan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Landasan Filosofis

   Landasan ini menentukan pada pendekatan *structural functionalist*, bahwa *corporate governance* merupakan suatu organisasi untuk memiliki aturan-aturan yang terstruktur sehingga mudah dipahami dan disosialisasikan kepada pihak-pihak yang berkepentingan terhadap aturan-aturan tersebut baik di dalam maupun di luar organisasi (Burrel dan Morgan, 1979), sehingga organisasi menjadi efektif dalam rangka memelihara penggunaan sumber daya secara optimal sesuai dengan tujuan jangka panjang. Pendekatan ini menjadikan perusahaan akan mempunyai sifat yang terbuka terhadap lingkungannya dan mampu mencapai hubungan yang harmonis agar dapat bertahan hidup dan mencapai tujuan perusahaan.

b. Landasan Historis Organisasi dan Korporasi Modern.

   Suatu organisasi yang baik, mengharuskan adanya pemisahan yang tegas antara aktivitas operasional dengan aktivitas pengendalian. Dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management - CEO* sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan (Berle dan Means, 1932). Konsep *corporate governance* didominasi oleh masalah pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan di dalam perusahaan, yang dikenal dengan *agency theory*.

c. Landasan Filosofis Psikologis

   Suatu organisasi harus dipandang sebagai kumpulan orang yang memiliki tingkah laku dan tujuan yang bervariasi dan kadangkala tingkah laku yang ada dalam organisasi cenderung menunjukkan ketidakkonsistenan satu dengan yang lainnya, apalagi dihubungkan dengan tujuan perusahaan (Syakhroza, 2003). Terdapat perbedaan yang signifikan dalam suatu organisasi antara kepentingan *agent* sebagai pelaksana operasional organisasi yang cenderung memperkaya diri sendiri dengan kepentingan *principal* sebagai pemilik perusahaan yang berkeinginan agar supaya *agent* tetap terfokus kepada kepentingan *stockholders* yaitu mendapat keuntungan untuk perusahaan yang sebesar-besarnya (*attitudinal differences*).

Pemahaman terhadap *corporate governance* dapat dikategorikan menjadi dua perspektif yang sangat berbeda secara prinsip, yaitu: (1) perspektif pemegang saham (*shareholding*); dan (2) perspektif berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholding*). Kedua perspektif ini dapat dijelaskan sebagai berikut (Syakhroza, 2003):

a. Perspektif pemegang saham
   Suatu organisasi atau korporasi dipandang secara tradisional, bahwa perusahaan didirikan dan dioperasionalkan untuk tujuan memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham sebagai akibat dari investasi yang dilakukannya.
b. Perspektif pihak-pihak yang berkepentingan
   Suatu perusahaan dipandang sebagai organisasi yang berhubungan dengan berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) lainnya, baik yang berada di dalam maupun di luar perusahaan, yang tidak hanya memperhatikan kepentingan atau kesejahteraan pemegang saham.

Para akademisi telah mengembangkan berbagai model teoritis *corporate governance* yang bervariasi berdasarkan perspektif yang ada, di antaranya adalah: Hawley dan Williams (1996) mengembangkan empat model teoritis, yaitu (a) *the finance models*; (b) *the stewardship model*; (c) *the stakeholders models*; dan (d) *the political models*. Sementara Turnbull (1997) membagi model teoritis menjadi: (a) *the simple finance models*; (b) *the stewardship model*; (c) *the stakeholders models*; dan (d) *the political models*. Keasey dan Wright (1997) membagi model teoritis *corporate governance* menjadi empat kategori, yaitu: (a) *the principal-agent* atau *the finance models*; (b) *the myopic market model*; (c) *the abuse of executive power model*; dan (d) *the stakeholders models*. Sedangkan Zahra dan Pearce (1989) membagi teoritis *corporate governance* dalam empat model atau perspektif, yaitu: (a) *agency theory approach model;* (b) *class hegemony approach model;* (c) *legalistic approach model*, dan (d). *resource dependence approach model*

Berbagai model teoritis sebagaimana dikemukakan sebelumnya, secara esensial mereka mempunyai pandangan yang sama. Jika dilakukan kategorisasi secara lebih sederhana berbagai model tersebut dapat dikelompokkan menjadi perspektif *shareholding* dan perspektif *stakeholding*. Dua model pertama merupakan kelompok yang masuk kategori perspektif *shareholding*, karena mendasarkan asumsi yang sama, bahwa tujuan perusahaan untuk memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham. Dua model terakhir merupakan derivasi dari perspektif *shareholding*, karena keduanya menekankan pentingnya perusahaan memperhatikan kesejahteraan pihak lainnya (*stakeholders*) yang berhubungan dengan perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa berbagai model teoritis di dalam *corporate governance* secara umum diwakili oleh perspektif *shareholding* dan *stakeholding*.

2. Konsep *Good Corporate Governance* (GCG)

Sebagai sebuah konsep, *Good corporate Governance* (GCG) ternyata tak memiliki definisi tunggal. Komite Cadburry, misalnya, pada tahun 1992 - melalui

apa yang dikenal dengan sebutan *Cadburry Report* - mengeluarkan definisi tersendiri tentang GCG. Menurut Komite Cadburry, GCG adalah prinsip yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar mencapai keseimbangan antara kekuatan serta kewenangan perusahaan dalam memberikan pertanggungjawabannya kepada para *shareholders* khususnya, dan *stakeholders* pada umumnya. Tentu saja hal ini dimaksudkan pengaturan kewenangan Direktur, manajer, pemegang saham, dan pihak lain yang berhubungan dengan perkembangan perusahaan di lingkungan tertentu.

Center for European Policy Studies (CEPS) mempunyai formula lain. GCG, merupakan seluruh sistem yang dibentuk mulai dari hak (*right*), proses, serta pengendalian, baik yang ada di dalam maupun di luar manajemen perusahaan. Sebagai catatan, hak di sini adalah hak seluruh *stakeholders*, bukan terbatas kepada *shareholders* saja. Hak adalah berbagai kekuatan yang dimiliki *stakeholders* secara individual untuk mempengaruhi manajemen. Proses, maksudnya adalah mekanisme dari hak-hak tersebut. Adapun pengendalian merupakan mekanisme yang memungkinkan *stakeholders* menerima informasi yang diperlukan seputar aneka kegiatan perusahaan.

Sejumlah negara juga mempunyai definisi tersendiri tentang GCG. Beberapa negara mendefinisikannya dengan pengertian yang hampir sama walaupun ada sedikit perbedaan istilah. Kelompok negara maju mendefinisikan GCG sebagai cara-cara manajemen perusahaan bertanggung jawab pada *shareholder*-nya. Para pengambil keputusan pada perusahaan harus dapat dipertanggungjawabkan, dan keputusan tersebut mampu memberikan nilai tambah bagi *shareholders* lainnya. Karena itu fokus utama dalam hal ini terkait dengan proses pengambilan keputusan dari perusahaan yang mengandung nilai-nilai *transparency*, *responsibility*, *accountability*, dan *fairness*.

Sementara itu, ADB (*Asian Development Bank*) menjelaskan bahwa GCG mengandung empat nilai utama yaitu: *Accountability*, *Transparency*, *Predictability* dan *Participation*. Pengertian lain datang dari *Finance Committee on Corporate Governance* Malaysia. Menurut lembaga tersebut GCG merupakan suatu proses serta struktur yang digunakan untuk mengarahkan sekaligus mengelola bisnis dan urusan perusahaan ke arah peningkatan pertumbuhan bisnis dan akuntabilitas perusahaan. Tujuan akhir adalah menaikkan nilai saham dalam jangka panjang tetapi tetap memperhatikan berbagai kepentingan para *stakeholder* lainnya.

Definisi GCG di Indonesia secara harfiah, *governance* kerap diterjemahkan sebagai pengaturan. Adapun dalam konteks GCG, *governance* sering juga disebut tata pamong. Selanjutnya, GCG ini didefinisikan sebagai suatu pola hubungan, sistem, dan proses yang digunakan oleh organ perusahaan (BOD, BOC, RUPS) guna memberikan nilai tambah kepada pemegang saham secara berkesinambungan dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan norma yang berlaku.

Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa *Good Corporate Governance* merupakan:

1). Suatu struktur yang mengatur pola hubungan harmonis tentang peran dewan komisaris, Direksi, Pemegang Saham dan Para *Stakeholder* lainnya.
2). Suatu sistem pengecekan dan perimbangan (*check and balances*) kewenangan atas pengendalian perusahaan yang dapat membatasi munculnya dua peluang: pengelolaan yang salah dan penyalahgunaan aset perusahaan.
3). Suatu proses yang transparan atas penentuan tujuan perusahaan, pencapaian, berikut pengukuran kinerjanya.

Dari pengertian di atas pula, tampak beberapa aspek penting dari GCG yang perlu dipahami beragam kalangan di dunia bisnis, yakni:

1). Adanya *keseimbangan hubungan* antara organ-organ perusahaan di antaranya Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), Komisaris, dan direksi. Keseimbangan ini mencakup hal-hal yang berkaitan dengan struktur kelembagaan dan mekanisme operasional ketiga organ perusahaan tersebut (keseimbangan internal)
2) Adanya *pemenuhan tanggung jawab perusahaan* sebagai entitas bisnis dalam masyarakat kepada seluruh *stakeholder*. Tanggung jawab ini meliputi hal-hal yang terkait dengan pengaturan hubungan antara perusahaan dengan *stakeholders* (keseimbangan eksternal). Di antaranya, tanggung jawab pengelola/pengurus perusahaan, manajemen, pengawasan, serta pertanggungjawaban kepada para pemegang saham dan *stakeholders* lainnya.
3) Adanya hak-hak pemegang saham untuk mendapat informasi yang tepat dan benar pada waktu yang diperlukan mengenai perusahaan. Kemudian hak berperan serta dalam pengambilan keputusan mengenai perkembangan strategis dan perubahan mendasar atas perusahaan serta ikut menikmati keuntungan yang diperoleh perusahaan dalam pertumbuhannya.
4) Adanya perlakuan yang sama terhadap para pemegang saham, terutama pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing melalui keterbukaan informasi yang material dan relevan serta melarang penyampaian informasi untuk pihak sendiri yang bisa menguntungkan orang dalam (*insider information for insider trading*).

3. Azas *Good Corporate Governance*

Setiap perusahaan harus memastikan bahwa asas *Good Corporate Governance* (GCG) diterapkan pada setiap aspek bisnis dan di semua jajaran perusahaan. Asas GCG yaitu transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi serta kewajaran dan kesetaraan diperlukan untuk mencapai kesinambungan usaha *(sustainability)* perusahaan dengan memperhatikan pemangku kepentingan *(stakeholders)*. Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG, 2006) merumuskan asas *Good Corporate Governance* sebagai berikut:

a. Transparansi (*Transparency*)

Prinsip dasar transparansi adalah untuk menjaga obyektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus menyediakan informasi yang

material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh pemangku kepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur dan pemangku kepentingan lainnya.

Dalam mewujudkan transparansi ini sendiri, perusahaan harus menyediakan informasi yang cukup, akurat, dan tepat waktu kepada berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan tersebut. Setiap perusahaan, diharapkan pula dapat mempublikasikan informasi keuangan serta informasi lainnya yang material dan berdampak signifikan pada kinerja perusahaan secara akurat dan tepat waktu. Selain itu, para investor harus dapat mengakses informasi penting perusahaan secara mudah pada saat diperlukan.

Ada banyak manfaat yang bisa dipetik dari penerapan prinsip ini. Salah satunya, *stakeholder* dapat mengetahui risiko yang mungkin terjadi dalam melakukan transaksi dengan perusahaan. Adanya informasi kinerja perusahaan yang diungkap secara akurat, tepat waktu, jelas, konsisten, dan dapat diperbandingkan, maka dimungkinkan terjadinya efisiensi pasar. Prinsip transparansi dilaksanakan dengan baik dan tepat, maka dimungkinkan terhindarnya benturan kepentingan (*conflict of interest*) berbagai pihak dalam manajemen.

b. Akuntabilitas (*Accountability*)

Prinsip dasar akuntabilitas adalah bahwa perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

Akuntabilitas adalah kejelasan fungsi, struktur, sistem dan pertangungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif. Masalah yang sering ditemukan di perusahaan-perusahaan Indonesia adalah kurang berfungsinya pengawasan Dewan Komisaris. Atau justru sebaliknya, Komisaris Utama mengambil peran berikut wewenang yang seharusnya dijalankan direksi. Padahal, diperlukan kejelasan tugas serta fungsi organ perusahaan agar tercipta suatu mekanisme pengecekan dan perimbangan dalam mengelola perusahaan.

Kewajiban untuk memiliki Komisaris Independen dan Komite Audit sebagaimana yang ditetapkan oleh Bursa Efek Jakarta, merupakan salah implementasi prinsip ini. Tepatnya, berupaya memberdayakan fungsi pengawasan Dewan Komisaris. Beberapa bentuk implementasi lain dari prinsip *accountability* antara lain:

1) Praktek Audit Internal yang Efektif, serta

2) Kejelasan fungsi, hak, kewajiban, wewenang dan tanggung jawab dalam anggaran dasar perusahaan dan *Statement of Corporate Intent* (Target Pencapaian Perusahaan di masa depan).

Bila prinsip *accountability* ini diterapkan secara efektif, maka ada kejelasan fungsi, hak, kewajiban, wewenang, dan tanggung jawab antara pemegang saham, dewan komisaris, serta direksi. Dengan adanya kejelasan inilah maka perusahaan akan terhindar dari kondisi *agency problem* (benturan kepentingan peran).

c. Responsibilitas (*Responsibility*)

Prinsip dasar responsibilitas adalah bahwa perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen.* Salah satu Pedoman Pokok Pelaksanaan perusahaan harus melaksanakan tanggung jawab sosial dengan antara lain peduli terhadap masyarakat dan kelestarian lingkungan terutama di sekitar perusahaan dengan membuat perencanaan dan pelaksanaan yang memadai.

d. Independensi (*Independency*)

Prinsip dasar independensi adalah untuk melancarkan pelaksanaan asas GCG, perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain. Masing-masing organ perusahaan harus menghindari terjadinya dominasi oleh pihak manapun, tidak terpengaruh oleh kepentingan tertentu, bebas dari benturan kepentingan *(conflict of interest)* dan dari segala pengaruh atau tekanan, sehingga pengambilan keputusan dapat dilakukan secara obyektif.

e. Kewajaran dan Kesetaraan (*Fairness*)

Prinsip dasar *fairness* adalah bahwa dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan. Secara sederhana kewajaran (*fairness*) bisa didefinisikan sebagai perlakuan yang adil dan setara di dalam memenuhi hak-hak *stakeholder* yang timbul berdasarkan perjanjian serta peraturan perundangan yang berlaku.

Prinsip-prinsip di atas perlu diterjemahkan ke dalam lima aspek yang dijabarkan oleh OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*) sebagai pedoman pengembagan kerangka kerja legal, institutional, dan regulatory untuk *corporate governance* di suatu negara. Lima aspek tersebut antara adalah:

1) *Hak-hak pemegang saham dan fungsi kepemilikan*: Hak-hak pemegang saham harus dilindungi dan difasilitasi.
2) *Perlakuan setara terhadap seluruh pemegang saham*: Seluruh pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing harus diperlakukan setara. Seluruh pemegang saham harus diberikan

kesempatan yang sama untuk mendapatkan perhatian bila hak-haknya dilanggar.

3) *Peran stakeholders dalam corporate governance*: Hak-hak para pemangku kepentingan *(stakeholders)* harus diakui sesuai peraturan perundangan yang berlaku, dan kerjasama aktif antara perusahaan dan para *stakeholders* harus dikembangkan dalam upaya bersama menciptakan kekayaan, pekerjaan, dan keberlanjutan perusahaan.
4) *Disklosur dan transparansi*: Disklosur atau pengungkapan yang tepat waktu dan akurat mengenai segala aspek material perusahaan, termasuk situasi keuangan, kinerja, kepemilikan, dan *governance* perusahaan.
5) *Tanggung jawab Pengurus Perusahaan (Corporate Boards)*: Pengawasan Komisaris terhadap pengelolaan perusahaan oleh Direksi harus berjalan efektif, disertai adanya tuntutan strategik terhadap manajemen, serta akuntabilitas dan loyalitas Direksi dan Komisaris terhadap perusahaan dan pemegang saham.

4. Manfaat dan Faktor Penerapan GCG

Esensi *corporate governance* adalah peningkatan kinerja perusahaan melalui supervisi atau pemantauan kinerja manajemen dan adanya akuntabilitas manajemen terhadap *shareholders* dan pemangku kepentingan lainnya, berdasarkan kerangka aturan dan peraturan yang berlaku (Tri Gunarsih, 2003). Untuk meningkatkan akuntabilitas, antara lain diperlukan auditor, komite audit, serta remunerasi eksekutif. GCG memberikan kerangka acuan yang memungkinkan pengawasan berjalan efektif sehingga tercipta mekanisme *checks and balances* di perusahaan.

Seberapa jauh perusahaan memperhatikan prinsip-prinsip dasar GCG telah semakin menjadi faktor penting dalam pengambilan keputusan investasi. Terutama sekali hubungan antara praktik *corporate governance* dengan karakter investasi internasional saat ini. Karakter investasi ini ditandai dengan terbukanya peluang bagi perusahaan mengakses dana melalui '*pool of investors*' di seluruh dunia. Suatu perusahaan dan atau negara yang ingin menuai manfaat dari pasar modal global, dan jika ingin menarik modal jangka panjang, maka penerapan GCG secara konsisten dan efektif akan mendukung ke arah itu. Bahkan jikapun perusahaan tidak bergantung pada sumber daya dan modal asing, penerapan prinsip dan praktik GCG akan dapat meningkatkan keyakinan investor domestik terhadap perusahaan. Di samping hal-hal tersebut di atas, GCG juga dapat:

1) Mengurangi *agency cost*, yaitu suatu biaya yang harus ditanggung pemegang saham sebagai akibat pendelegasian wewenang kepada pihak manajemen. Biaya-biaya ini dapat berupa kerugian yang diderita perusahaan sebagai akibat penyalahgunaan wewenang (*wrong-doing*), ataupun berupa biaya pengawasan yang timbul untuk mencegah terjadinya hal tersebut.
2) Mengurangi biaya modal (*cost of capital*), yaitu sebagai dampak dari pengelolaan perusahaan yang baik tadi menyebabkan tingkat bunga atas dana atau sumber daya yang dipinjam oleh perusahaan semakin kecil seiring dengan turunnya tingkat resiko perusahaan.

3) Meningkatkan nilai saham perusahaan sekaligus dapat meningkatkan citra perusahaan tersebut kepada publik luas dalam jangka panjang.
4). Menciptakan dukungan para *stakeholder* (para pihak yang berkepentingan) dalam lingkungan perusahaan tersebut terhadap keberadaan dan berbagai strategi dan kebijakan yang ditempuh perusahaan, karena umumnya mereka mendapat jaminan bahwa mereka juga mendapat manfaat maksimal dari segala tindakan dan operasi perusahaan dalam menciptakan kemakmuran dan kesejahteraan.

Menurut FCGI (2002) definisi *corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan. Tujuan *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan.

Menurut *Forum for Corporate Governance* di Indonesia (2002) terdapat empat tujuan dari *Corporate Governance*:

1) Meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional perusahaan serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *stakeholders*;
2) Mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah dan tidak rigid (karena factor kepercayaan) yang pada akhirnya akan meningkatkan *corporate value*;
3) Mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia;
4) Pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan *shareholder's value* dan dividen.

Mekanisme *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan harus mampu mengurangi asimetri informasi melalui pengungkapan informasi dalam laporan keuangan dengan benar dan jelas. Sistem keuangan yang baik akan menghasilkan informasi yang luas, kredibel, dan murah yang dapat (1) memfasilitasi pengawasan atau monitoring oleh pemegang saham secara efektif, (2) memungkinkan bagi Dewan Komisaris untuk meningkatkan nilai pemegang saham melalui saran, ratifikasi, dan penentuan keputusan-keputusan dan aktivitas-aktivitas manajerial, dan (3) memberikan dasar untuk penentuan penghargaan keuangan dalam perencanaan insentif yang dirancang untuk menyelaraskan kepentingan keuangan antara para eksekutif perusahaan dan pemegang saham (Khomsiyah *et al.* 2005). Sehingga dapat disimpulkan bahwa pelaporan keuangan merupakan salah satu kunci dalam mekanisme *corporate governance* yang berfungsi meningkatkan akuntabilitas dan nilai perusahaan.

Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BapepamLK) dan Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang sekarang berubah menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI) berupaya memperbaiki *corporate governance* dengan mengeluarkan peraturan yang dituangkan dalam *code for good corporate governance* dan peraturan yang berkaitan dengan *corporate governance*, yaitu Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor keputusan 315/BEJ/06-2000 yang diperbaharui dengan

Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor Kep. 339/BEJ/07-2001 butir C mengenai *board governance* dimana dalam rangka penyelenggaraan pengelolaan yang baik (*good corporate governance*). Perusahaan tercatat wajib memiliki:

1) Komisaris Independen yang jumlahnya secara proposional sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki oleh bukan Pemegang Saham Pengendali dengan ketentuan jumlah Komisaris Independen sekurang-kurangnya 30% (tiga puluh persen) dari jumlah seluruh komisaris.
2) Komite Audit
3) Sekretaris perusahaan.

Adanya organ-organ perusahaan (dewan komisaris dan direksi) merupakan bukti pengaplikasian prinsip *good corporate governance* dalam tataran minimal. Komisaris independen merupakan posisi terbaik untuk menyelesaikan fungsi monitoring agar tercipta *good corporate governance*.

Komisaris independen merupakan sebuah badan dalam perusahaan yang biasanya beranggotakan dewan komisaris yang independen yang berasal dari luar perusahaan yang berfungsi untuk menilai kinerja perusahaan secara luas dan keseluruhan. Secara teori dan praktek fungsi organ perseroan, fungsi dewan komisaris adalah melakukan fungsi pengawasan dengan melakukan segala kemampuan terbaiknya hanya untuk kepentingan perseroan. Tujuan adanya komisaris independen adalah sebagai penyeimbang pengambilan keputusan dewan komisaris. Misi komisaris independen adalah mendorong terciptanya iklim yang lebih obyektif dan menempatkan kesetaraan (*fairness*) diantara berbagai kepentingan termasuk kepentingan perusahaan dan kepentingan *stakeholders* sebagai prinsip utama dalam pengambilan keputusan oleh dewan komisaris, sehingga harus ada tolok ukur penilaian kinerja dewan komisaris (*board of directors*). Dalam konstruksi hukum perseroan terbatas, kinerja perseroan adalah indicator *performa board of directors*. Hal ini sebagai konsekuensi bahwa *board of director* menjalankan fungsi kepengurusan. Dalam upaya untuk melaksanakan tanggungjawabnya, maka komisaris independen harus secara proaktif mengupayakan agar dewan komisaris melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada direksi.

Menurut Task Force Komite Nasional kebijakan *corporate governance* (2004), tugas komisaris independen antara lain adalah:

1) Menjamin transparansi dan keterbukaan laporan keuangan perusahaan.
2) Perlakuan yang adil terhadap pemegang saham minoritas dan *stakeholder* yang lain.
3) Diungkapkannya transaksi yang mengandung benturan kepentingan secara wajar dan adil.
4) Kepatuhan perusahaan pada perundangan dan peraturan yang berlaku.
5) Menjamin akuntabilitas organ perseroan.

Dalam penelitian ini, komisaris independen dapat diukur dengan persentase antara jumlah komisaris independen yang bekerja dalam perusahaan terhadap total dewan komisaris. Dengan adanya komisaris independen dalam mekanisme *corporate governance*, diharapkan dapat membuat penerapan GCG lebih efektif dan transparan sehingga kreditur dan investor akan lebih mempercayai kredibilitas

perusahaan dan meminta *return* yang rendah atas investasi dan pinjaman yang telah mereka berikan.

5. **Struktur Kepemilikan Saham dan *Board of Directors* sebagai Struktur dan Mekanisme Internal *Corporate Governance***

Menurut *World Bank* (1999) mekanisme pengendalian *corporate governance* dibagi menjadi dua, yaitu mekanisme eksternal dan internal. Mekanisme eksternal antara lain terdiri dari pasar modal, pemberi dana, konsumen, dan *regulator*. Mekanisme internal antara lain terdiri dari dewan komisaris termasuk komite-komite di bawahnya, dewan direksi, manajemen, dan para pemegang saham. Hal ini adalah sejalan dengan Wals dan Seward (1990) yang menyatakan bahwa secara umum dikenal dua mekanisme kontrol yaitu mekanisme kontrol eksternal dan mekanisme kontrol internal. Mekanisme kontrol eksternal merupakan pengendalian perusahaan berdasarkan mekanisme pasar (*market for corporate control*) yaitu dengan melalui efektifitas pasar modal (Fama dan Jensen, 1983), pasar produk dan jasa (Grossman dan Hart, 1980), serta pasar sumber daya manajerial (*managerial labor market*) (Fama, 1980). Mekanisme kontrol internal perusahaan antara lain terdiri dari pengendalian yang dilakukan oleh dewan komisaris (Fama dan Jensen, 1983) atau melalui skema insentif yang menarik dan kompetitif untuk manajemen (Fama, 1980).

Dennis dan McConnell (2003) berpendapat bahwa untuk mengatasi masalah dalam tata kelola perusahaan, mekanisme yang berbeda dapat diterapkan. Mekanisme ini dapat internal atau eksternal, di mana mekanisme internal beroperasi melalui dewan direksi dan struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial). Gill *et al.* (2009) mengindentifikasi tiga mekanisme *corporate governance* yang terkemuka yaitu *board, disclosures* dan *ownership structure.*

a. Struktur Kepemilikan Saham sebagai Struktur *Corporate Governance*

Teori manajemen keuangan telah banyak membuktikan bahwa kepemilikan saham akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Bukti teoritis maupun empiris secara awal telah ditunjukkan oleh Berle dan Means (1932) dan Jensen dan Meckling (1976), yang menemukan bukti bahwa nilai perusahaan merupakan fungsi dari distribusi dengan proporsi tertentu atas kepemilikan oleh *insiders* dan *outsiders*.

Kepemilikan manajerial dapat menjadi mekanisme tata kelola yang efektif karena dapat menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Jensen (1993) dan Byrne (1996) menemukan bahwa semakin tinggi kepemilikan *insiders* maka semakin tinggi nilai perusahaan, yang ditunjukkan dengan semakin tingginya nilai *Tobin's q*. Bukti empiris tersebut juga didukung oleh McConnell dan Servaes (1990) yang mengatakan bahwa efek positif karena ada penurunan biaya diantisipasi dari konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Dalam studi lain Chrisotomos (2005) mengamati bahwa pada tingkat kecil saham oleh manajer, kepemilikan manajerial mengikat manajer dan pemegang saham luar untuk mengejar tujuan bersama dengan mengurangi insentif manajerial untuk konsumsi bonus, pemanfaatan tenaga memadai dan keterlibatan dalam proyek-proyek yang baik (efek penyelarasan). Namun, setelah beberapa tingkat kepemilikan, manajer mengajukan upaya

mencukupi, mengumpulkan keuntungan pribadi dan membangun diri pada biaya lain (efek *entrenchment*). Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah mekanisme tata kelola yang digunakan untuk mengontrol tindakan manajer.

Teori keagenan (*agency theory*) memunculkan argumentasi terhadap adanya konflik antara pemilik yaitu pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut muncul sebagai akibat perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak. Kepemilikan *managerial* atau kepemilikan *insider* kemudian dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut. Dalam hal ini kepemilikan *insider* dipandang dapat menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer, sehingga semakin tinggi kepemilikan *insider* akan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa biaya keagenan dapat dikurangi dengan cara meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*) dalam perusahaan. Kepemilikan saham oleh pihak internal, akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko dari kekayaan yang mereka miliki sebagai konsekwensi bila melakukan kesalahan dalam mengelola perusahaan. Dengan demikian, para manajer akan semakin hati-hati dalam menempatkan dana untuk melakukan investasi, semakin hati-hati pula dalam menggunakan sumber dana untuk membiayai proyek investasi tersebut, dan berusaha meminimumkan biaya keagenan yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan. Beberapa peneliti yang telah membahas hubungan antara struktur kepemilikan perusahaan dengan penciptaan nilai nilai dan atau kinerja perusahaan adalah (Jensen dan Meckling, 1976; Cho, 1998; Iturriaga dan Sanz, 2000; Cole dan Mehran, 1998; Eisenberg *et al*., 1998; Bernhart dan Rosenstien, 1998; Fuers dan Kang, 2000).

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang (Iturriaga dan Sanz, 1998) yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidak seimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah *instrument* untuk mengurangi konflik kepentingan diantara berbagai pemegang klaim. Pendekatan *asymmetric information* memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal (Leland dan Pyle, 1997).

Denis *et al*. (1999), Demsets dan Lehn (1985) menyatakan bahwa salah satu bentuk atau mekanisme *corporate governance* yang dapat digunakan untuk menyamakan kepentingan *principal* dan *agent* adalah konsentrasi kepemilikan. Terkonsentrasinya kepemilikan maka *principal* mempunyai insentif untuk memonitor *agent*, agar mereka bertindak selaras dengan kepentingan pemilik.

b. *Board of Directors* sebagai Mekanisme *Corporate Governance*

Dewan direksi merupakan salah satu mekanisme yang paling penting yang digunakan oleh para pemegang saham untuk memantau manajemen (Perry dan Shivdasani, 2005). Bukti empiris telah menunjukkan bagaimana karakteristik dewan dapat mengontrol manajemen dan karenanya meningkatkan kinerja perusahaan. Karakteristik dewan meliputi ukuran dewan (*board size*),

independensi dewan (*independent board*), komposisi dewan, peran dewan serta proses.

Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa *non-executive director* (komisaris independen) dapat bertindak sebagai penengah dalam perselisihan yang terjadi diantara para manajer internal, mengawasi kebijakan manajemen, dan memberikan nasihat kepada manajemen. Komisaris independen merupakan posisi terbaik untuk melaksanakan fungsi monitoring agar tercipta perusahaan yang *good corporate governance.* Jiraporn dan Ning (2006) menyatakan bahwa dewan komisaris adalah suatu mekanisme *corporate governance* yang penting. Oleh karenanya, pengembangan dari konflik keagenan mungkin dipengaruhi oleh komposisi dari anggota dewan komisaris. Perusahaan dengan hak pemegang saham yang lemah mungkin tidak terlalu menderita biaya keagenan apabila mereka mempunyai dewan komisaris yang kuat. Kekuatan dari dewan komisaris adalah lebih ditunjukkan dengan komposisi keanggotaan dari dewan komisaris yang bersifat independen.

Sementara penelitian dari Garg (2007) dalam konteks India untuk melihat apakah ada hubungan antara karakteristik seperti komposisi dewan, ukurannya, independensi Dewan dan kinerja perusahaan. Ditemukan bahwa ada hubungan terbalik antara ukuran dewan dan kinerja perusahaan terlepas dari indikator kinerja yang digunakan. Ada hubungan positif antara independensi dewan dan kinerja perusahaan saat ukuran kinerja menggunakan *accounting-based* dan tidak ada hubungan yang signifikan antara keduanya, ketika menggunakan ukuran *market-based*. Selain itu dalam penelitian ini, ditemukan bahwa dampak independensi dewan pada kinerja perusahaan yang maksimum ketika independensi Dewan adalah antara 50-60%.

Bennedsen (2002) menyatakan bahwa perusahaan akan mempunyai dua motif untuk memiliki dewan direksi, kedua motif yang dimaksud adalah (1) motif *governance* (penciptaan nilai perusahaan) dan (2) motif distributif (membatasi kepentingan *controlling owner*). Luoma dan Goodstein (1999) menjelaskan bahwa ada tiga dimensi dari struktur dan komposisi dewan direktur yang sangat penting dalam merefleksikan tingkatan yang diberikan kepada kepentingan *stakeholders* sebagai institusional dan diintegrasikan ke dalam pembuatan keputusan dalam perusahaan, antara lain adalah dewan direksi perusahaan yang berasal dari *stakeholder* merefleksikan kepentingan stakeholder dalam *corporate governance* dan dalam pengambilan keputusan (Jones dan Goldberg, 1982). Penelitian yang dilakukan Klein (1998) menyimpulkan bahwa ada hubungan yang positif dan signifikan antara kinerja perusahaan dan komposisi dewan direksi akan tetapi penelitiannya juga menemukan adanya hubungan yang tidak sistematik jika dewan direksi digolongkan ke dalam kelompok *insiders*, *outsiders* dan *aviliates.* Mak dan Li (2000) menyimpulkan bahwa secara keseluruhan kepemilikan saham dan struktur dewan direksi adalah berhubungan serta adanya suatu saling keterkaitan diantara karakteristik dewan direksi.

Sebuah studi empiris dilakukan oleh Adjaoud *et a*l. (2007) untuk melihat pengaruh kualitas dewan pada kinerja perusahaan. Kualitas dewan didefinisikan dalam hal karakteristik seperti Komposisi dewan (yang termasuk dewan independen dan komite audit), dewan kompensasi dan pengungkapan masalah

(bagaimana perusahaan mengungkapkan informasi tentang dewan). Kualitas Dewan dihitung dengan memberikan tanda untuk masing-masing karakteristik dewan yang disebutkan di atas dan kemudian menjumlahkan tanda di semua karakteristik. Penelitian ini menemukan hubungan yang signifikan antara karakteristik dewan dan kinerja ketika ukuran kinerja diukur dari segi nilai tambah pasar atau nilai tambah ekonomis.

6. Kerangka Kerja Teoretik *Board of Directors* sebagai Mekanisme *Corporate Governance*

6.1 Teori Keagenan dalam *Corporate Governance*

Teori keagenan menyatakan bahwa hubungan keagenan harus menjadi titik fokus dalam menganalisis dan mempelajari tata kelola perusahaan. Teori Keagenan menjelaskan bahwa karena penyebaran kepemilikan perusahaan maka eksekutif (agen) memiliki kebebasan dan kekuasaan yang cukup besar. Dalam hal ini apabila dibiarkan saja maka para eksekutif ini diyakini akan mengejar tujuan yang mungkin bertentangan dengan tujuan dari prinsipal (pemilik) sehingga mengabaikan maksimalisasi kekayaan pemegang saham (Masson, 1971). Dalam konteks ini, *board of directors* melakukan fungsi kritis pemantauan eksekutif puncak dan memastikan maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Intinya, dewan dipandang sebagai mekanisme utama dari kontrol perusahaan.

Kontribusi dewan terhadap kinerja organisasi terjadi dengan cara mengurangi *agency cost* yang timbul dari ketidakpatuhan eksekutif dengan tujuan dan prosedur, dengan mengartikulasikan tujuan pemegang saham dan memfokuskan perhatian pada kinerja eksekutif kunci perusahaan, dan melalui pengambilan keputusan strategis dan kontrol (Mizruchi , 1983).

Zahra dan Pearce (1989) menekankan empat atribut *board* yang menentukan kinerja direksi dari peran mereka. Atribut tersebut adalah komposisi dewan, karakteristik, struktur, dan proses. Komposisi dewan mengacu pada ukuran dewan (*board size*) dan campuran dari berbagai jenis direksi (yaitu, *insider versus outsider*). Karakteristik mengacu pada pengalaman direktur, latar belakang fungsional, independensi dewan, kepemilikan saham, dan variabel yang sama yang mempengaruhi minat direksi dan kinerja tugas dewan. Struktur mengacu pada organisasi dewan, pembagian kerja antara *standing* komite dan efisiensi operasinya. Proses mengacu pada pengambilan keputusan kegiatan yang terkait dan gaya dewan.

Perspektif teori keagenan menjelaskan bagaimana dewan mempengaruhi kinerja perusahaan. Zahra dan Pearce (1989) menyatakan bahwa teori keagenan memberikan definisi yang komprehensif dari atribut dewan meliputi komposisi, karakteristik, proses keputusan, dan struktur. Penekanan ini konsisten dengan teori kepentingan agen tentang bagaimana dewan melakukan pekerjaan mereka dan bagaimana mereka memantau tindakan manajerial untuk mengurangi biaya keagenan. Teori keagenan menerapkan definisi yang luas tentang peran dewan. Peran pengendalian atau kontrol adalah tugas dewan yang paling penting, kemudian diikuti oleh peran layanan dan peran strategis. Peran pengendalian internal menurut teori keagenan merupakan peran yang paling penting dari tiga peran yang ada.

Namun demikian perspektif keagenan memiliki tiga kekurangan. *Pertama*, gagasan CEO atau agen didasarkan pada beberapa asumsi dipertanyakan tentang nilai-nilai dan motif CEO (Khon *et al.*, 1988). Teori *Agency* memulai analisis dengan asumsi bahwa para CEO, didorong oleh kepentingan pribadi, akan menyimpang dari mandat pemegang saham. Dengan menerima asumsi ini tanpa perdebatan, teori agen mengabaikan saingan dan teori perusahaan yang lebih kontemporer atau teori yang mengandaikan bahwa perusahaan harus memberikan kontribusi pada kualitas hidup di komunitas mereka dan masyarakat. Kegagalan untuk melakukan peran tanggung jawab yang penting sosial dapat merusak kepentingan jangka panjang pemegang saham. Oleh karena itu, dalam menyeimbangkan tuntutan yang saling bertentangan pada perusahaan, penyimpangan CEO dari maksimalisasi kekayaan jangka pendek mungkin lebih bijaksana (Goodrich, 1987).

Kedua, teori agen telah sejauh ini gagal untuk mendokumentasikan sejauh mana direksi melakukan peran yang berbeda dan bagaimana mereka membuat keputusan. Dengan demikian, asumsi bahwa direksi melakukan pekerjaan yang kredibel dalam pemantauan CEO dan kinerja eksekutif senior tidak memiliki dukungan. *Ketiga*, meskipun perspektif keagenan menekankan pentingnya peran strategis *board*, namun hanya sedikit dokumentasi yang ada dari peran ini. Para kritikus menunjukkan bahwa para CEO tidak ingin direksi untuk berpartisipasi dalam merancang atau menerapkan strategi yang dianggap berada dalam domain CEO (Rosenstein, 1987).

6.2 Teori Ketergantungan Sumber Daya dalam *Corporate Governance*

Teori ketergantungan sumber daya (*Resources Dependence Theory*) menjelaskan bahwa *board of directors* merupakan ikatan penting antara perusahaan dan sumber daya penting yang diperlukan untuk memaksimalkan kinerja (Pfeffer, 1973; Pfeffer dan Salancik, 1978). Teori ketergantungan sumber daya mengacu disiplin ilmu sosiologi dan manajemen (Pettigrew, 1992), sehingga tidak ada definisi yang diterima secara universal tentang apa yang disebut sumber daya penting. Para peneliti seperti Hillman *et al.* (2000) dan Palmer dan Barber (2001) melihat dewan sebagai sumber daya potensial penting bagi perusahaan, terutama dalam hubungannya dengan lingkungan eksternal. Dalam tinjauan utama literatur kinerja dewan, kemampuan dewan untuk *link* ke sumber daya yang signifikan dipandang sebagai salah satu peran utamanya (Zahra dan Pearce, 1989; Korac-Kakabadse *et al.*, 2001).

Kemampuan dewan (*board*) untuk mengakses sumber daya dipandang sebagai kunci penting. Nilai dari sumber daya tertentu dipandang sebagai kontekstual, tergantung pada urgensi kebutuhan. Sumber daya yang spesifik yang telah dipelajari berkaitan dengan nilai perusahaan antara lain mencakup informasi (Baysinger dan Zardkoohi, 1986), keuangan atau modal (Burt, 1983; Mizruchi dan Stearns, 1988), *link* ke pemasok utama (Banerji dan Sambharya, 1996), pelanggan (Frooman, 1999) dan *stakeholder* penting lainnya (Freeman dan Evan, 1990).

Perspektif ketergantungan sumber daya menekankan dua atribut dewan sebagai anteseden peran dewan yaitu komposisi dan karakteristik. Perspektif ketergantungan sumber daya menunjukkan bahwa direksi dapat secara aktif

terlibat dalam arena strategis melalui nasihat dan saran kepada CEO, dengan memulai analisis mereka sendiri, atau dengan menyarankan alternatif. Namun, direksi tidak dapat mengembangkan atau menjalankan strategi karena kegiatan ini dalam lingkup CEO.

Secara keseluruhan, perspektif ketergantungan sumber daya mendapat perhatian cukup besar pada tahun 1970. Pendekatan ini memberikan kontribusi besar untuk meningkatkan pemahaman tentang peran sebagai jalan yang menghubungkan, mengikat perusahaan dengan lingkungannya. Namun, perspektif ini memiliki tiga keterbatasan. *Pertama*, tidak mendefinisikan atau bahkan berteori tentang proses dimana direksi mengembangkan strategi mereka untuk menghubungkan perusahaan dan lingkungannya. *Kedua*, mengabaikan dinamika kekuasaan yang terkait dengan komposisi dan perubahan dewan. Dewan tidak sekadar ada atau menyesuaikan diri dengan lingkungan, melainkan dewan dirancang dan dikembangkan untuk mencapai tujuan yang sesuai (Thompson, 1967). Terbatasnya jumlah penelitian yang dihasilkan sampai saat ini membuat sulit untuk menentukan bagaimana dewan komposisi dan karakteristik bervariasi dalam pengaturan lingkungan yang berbeda. *Ketiga*, meskipun pengakuan implisit dari peran sosial perusahaan, pendekatan ini telah gagal untuk menilai secara empiris hubungan antara variabel dewan dan kinerja sosial perusahaan.

6.3 Teori *Stakeholder* dalam *Corporate Governance*

Peran *board of directors* dalam perspektif teori *stakeholders* tidak terlepas dari tanggung jawab sosial perusahaan (*corporate social responsibility- CSR*). Carroll (1999: 289) menyatakan bahwa tanggung jawab sosial perusahaan harus berusaha untuk memberikan benefit, mematuhi hukum, beretika, dan menjadi warga perusahaan yang baik. Secara umum, semua upaya yang disengaja dari suatu organisasi untuk mempengaruhi pengambilan keputusan tanggung jawab sosialnya digambarkan sebagai tindakan tanggung jawab sosial (Getz, 1997).

Board of Directors adalah sebagai saraf tata kelola perusahaan. Anggotanya adalah penglihatan langsung dari pemegang saham dan pemangku kepentingan dalam memonitor operasi manajemen. Sebuah entitas perusahaan diatur dengan memastikan bahwa dewan direksi bertanggung jawab penuh kepada pemegang saham dan *stakeholder*. Manajemen dewan, seluruhnya terdiri dari para eksekutif perusahaan, harus memiliki visi yang jelas tanggung jawab kepada perusahaan, pemegang saham, karyawan, dan masyarakat *stakeholder* dengan cara yang mendorong integritas dan persatuan. Dewan komisaris dan dewan direksi secara bersama membimbing strategi perusahaan dan dewan komisaris terutama bertanggung jawab memantau kinerja manajerial dan mencapai *rate of return* yang memadai bagi pemegang saham, memuaskan karyawan, sekaligus mencegah konflik kepentingan dan menyeimbangkan tuntutan bersaing di perusahaan (OECD, 1999).

Dewan direksi adalah ujung tombaknya dari proses pengambilan keputusan (Kassinis dan Vafeas, 2002: 400) dan mereka bertanggung jawab atas strategi sosial perusahaan, apakah strategi ini adalah proaktif atau pasif atau sekedar mengesahkan kebijakan (Kassinis dan Vafeas, 2002: 400). Menurut Hillman dan Dalziel (2003), dewan direksi memainkan dua fungsi yang berbeda yaitu pemantauan (peran kontrol) dan penyediaan sumber daya (peran pelayanan).

Fungsi pengawasan telah dianalisis terutama teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976; Fama dan Jensen, 1983), bahwa direktur yang bertanggung jawab untuk memantau manajer atas nama pemegang saham, mengingat potensi konflik kepentingan yang timbul dengan pemisahan kepemilikan dan kontrol (Berle dan Means, 1932). Di sisi lain, fokus pada peran pelayanan dewan adalah perspektif yang diterapkan dalam ketergantungan sumber daya (Pfeffer, 1972; Pfeffer dan Salancik, 1978;. Hillman *et al*., 2000) dan penelitian *stakeholders* (Johnson dan Greening, 1999; Luoma dan Goodstein, 1999; Hillman dan Keim, 2001; Huse, 2003).

Zahra dan Pearce (1989), dalam penelitiannya berasumsi bahwa dewan perusahaan melakukan banyak peran pada saat yang sama, antara lain menyediakan empat jenis manfaat bagi perusahaan yaitu nasihat dan konseling (Mintzberg, 1983; Lorsch dan MacIver, 1989); legitimasi (Selznick, 1949); saluran untuk berkomunikasi informasi antara organisasi eksternal dan perusahaan (Hillman *et al.*, 1999) dan akses khusus untuk komitmen atau dukungan dari *stakeholder* penting di lingkungan perusahaan (Hillman *et al*., 2001). Dengan demikian, direksi dapat mengurangi ketidakpastian (Hillman *et al.*, 2000), karena mereka membawa sumber daya dan legitimasi kepada perusahaan (Gales dan Kesner, 1994). Dalam kerangka ini, reputasi para direktur di masyarakat dan di antara pemangku kepentingan memungkinkan perusahaan untuk menjalankan usaha dan tindakan, memobilisasi dukungan eksternal dan sumber daya, dan meningkatkan legitimasi organisasi (Provan, 1980, Deephouse, 1997).

Legitimasi organisasi telah dibahas selama beberapa waktu di literatur akademik. Dowling dan Pfeffer (1975: 122) menyarankan bahwa organisasi berusaha untuk membangun keselarasan antara nilai-nilai sosial berhubungan dengan atau tersirat oleh kegiatan dan norma-norma perilaku yang dapat diterima dalam sistem sosial yang lebih besar dimana perusahaan menjadi bagiannya. Tanggung jawab sosial perusahaan telah dibahas dalam literatur (Husted dan Allen, 2000) sebagai strategi yang membantu perusahaan dalam menangani masalah sosial tentang perilaku perusahaan dan dengan demikian mampu meningkatkan legitimasi organisasi. Menurut de Quevedo-*Puente et al.* (2007: 66) kinerja sosial perusahaan menggambarkan derajat legitimasi perilaku perusahaan dengan standar konteks kelembagaan, sehingga perusahaan berperilaku sah bila tindakannya dianggap sama dan sebangun dengan harapan masyarakat (Suchman, 1995) tentang dampak sosial, lingkungan dan ekonomi dari kegiatan perusahaan. Menurut Unerman dan Bennett (2004: 685), tata kelola perusahaan yang baik dan akuntabilitas harus fokus pada isu-sosial, lingkungan, ekspektasi ekonomi dan etika.

Sebagai perusahaan beroperasi dalam lingkungan yang terus berubah, perusahaan harus menunjukkan bahwa mereka beroperasi dalam batas-batas, nilai dan norma masyarakat (Brown dan Deegan, 1998). Dengan legitimasi, maka akumulasi dari kinerja sosial yang sama dari waktu ke waktu (de Quevedo-Puente *et al.*, 2007). Perusahaan mampu mengkonsolidasikan reputasi perusahaan (Fombrun dan Rindova, 1994; Rao, 1994).

Efek dari karakteristik dewan pada kinerja sosial, yang didefinisikan sebagai hasil dari strategi sosial perusahaan (Husted dan Allen, 2000), akan dipelajari

dengan mengacu pada berbagai peran yang dimainkan oleh dewan dan direksi (Zahra dan Pearce, 1989), mengingat dengan menetapkan hubungan eksternal dengan *stakeholder* dan masyarakat yang lebih luas, direksi mampu menarik dan mempertahankan sumber daya berharga bagi kelangsungan hidup perusahaan dan dengan demikian meningkatkan legitimasi organisasi (Mallin dan Michelon, 2010).

Berdasarkan pembahasan mengenai ketiga perspektif teori yang digunakan sebagai kerangka kerja teori *corporate governance* pada *board of directors* maka dapat diikhtisarkan perbandingan dari 3 perspektif teori pada Tabel 2.1 sebagai berikut:

Tabel 2.1
Tiga Perspektif Teori pada *Board of Directors*

Dimensi	**Teori *Agency***	**Ketergantungan Sumber daya**	**Teori *Stakeholder***
Peran *Board of Directors*	Peran utama *board* adalah untuk memantau tindakan agen (eksekutif) untuk memastikan efisiensi dan untuk melindungi kepentingan prinsipal (pemilik).	1. Mekanisme *cooptative* untuk mengambil sumber daya vital bagi kinerja perusahaan; 2. Melayani peran rentang batas; 3. Meningkatkan legitimasi organisasional.	*Board* memastikan bahwa eksekutif bertanggung jawab secara seimbang kepada pemegang saham dan *stakeholder*.
Definisi Operasional peran *Board*	1. Memaksimumkan kemakmuran pemegang saham; 2. Mengurangi biaya keagenan; 3. Memilih dan memberi penghargaan CEO 4. Mengevaluasi CEO dan kinerja perusahaan; 5. Pengambilan keputusan strategis dan pengendalian	1. Pemindaian lingkungan; 2. Mewakili perusahaan dalam masyarakat; 3. Mengamankan sumber daya bernilai.	1. Menetapkan hubungan eksternal dengan *stakeholder;* 2. Menarik dan mempertahankan sumber daya berharga bagi kelangsungan hidup perusahaan.
Asal usul Teori	Ekonomi dan keuangan	Teori Organisasi dan Sosiologi	Teori Pengelolaan Organisasi
Variables of interest	- Karakteristik - Proses - Kontribusi Strategik	- Komposisi - Karakteristik	- Komposisi - Karakteristik - Kontribusi Strategik

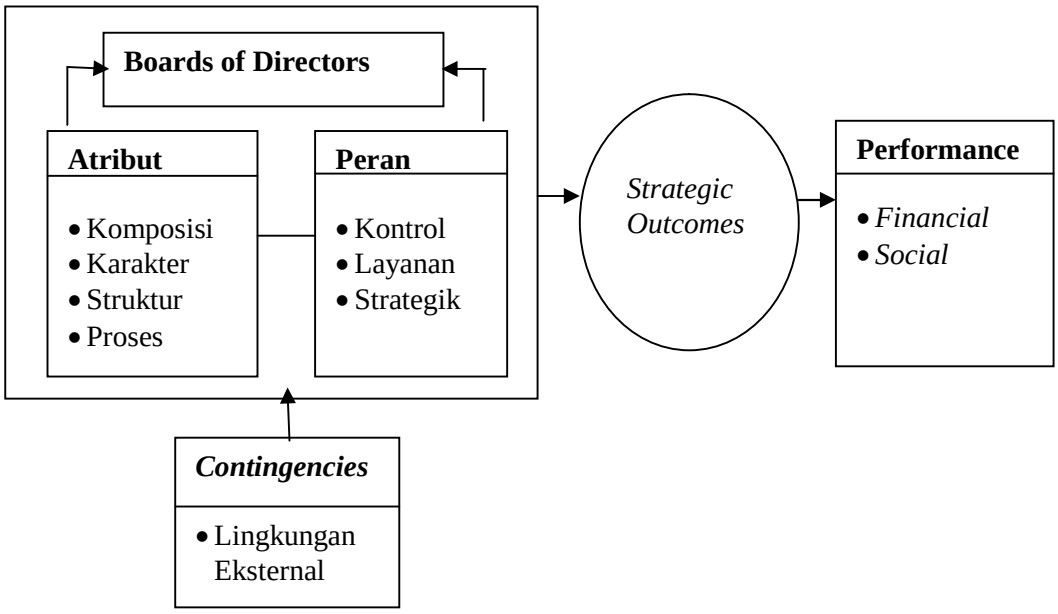
Lanjutan TABEL 2.1

Dimensi	**Teori *Agency***	**Ketergantungan Sumber daya**	**Teori *Stakeholder***
Kriteria kinerja perusahaan	- *Survival* - *Low operating cost* - *Profitability*	- *Growth in resources* - *Goal achivement* - *Relative market position*	- *Survival* - *Sustainable corporate performance* - *Corporate Reputation*
Studi representatif	Fama & Jensen (1983); Baysinger & Butler (1985); Kosnik (1987)	Pfeffer (1972); Pfeffer (1973); Pfeffer & Salancik (1978); Proven (1980); Zald (1967); Hillman *et al*. (2000, 2009)	Zahra dan Pearce (1989); Husted dan Allen (2000); De Quevedo-*Puente et al.* (2007); Mallin dan Michelon (2010); Hung (2011).

Sumber: Zahra dan Pearce(1989) yang dikembangkan.

Berdasarkan rangkuman tiga perspektif teori yaitu teori *agency*, teori ketergantungan sumber daya dan teori *stakeholder*, maka dapat digambarkan model keterkaitan *Board of Directors* pada Kinerja Perusahaan sebagaimana pada gambar 2.1 berikut ini.

Gambar 2.1
Model keterkaitan antara *Board of Directors* pada Kinerja Perusahaan dalam Perspektif Teori *Agency*, Ketergantungan Sumber Daya dan *Stakeholder*



Sumber: Zahra dan Pearce(1989) yang dikembangkan

Gambar 2.1 menjelaskan model keterkaitan *board of directors* dan nilai perusahaan dalam kerangka teoritik dari Teori Keagenan, Teori Ketergantungan Sumber Daya dan Teori *Stakeholder*. Berdasarkan sintesis dari perspektif teori *Agency*, teori ketergantungan sumber daya dan teori *Stakeholder* memberikan konsep tentang perluasan peran dewan (*board of directors*) dalam mekanisme *corporate governance* untuk peningkatan kinerja perusahaan. Perluasan peran dalam hal ini disebabkan karena peningkatan kompleksitas dan dinamika lingkungan eksternal dan tekanan akan perubahan. Pengaruh peran *board* pada kinerja perusahaan, bagaimanapun, adalah tidak langsung. *Board of Director* dalam hal ini adalah Dewan Komisaris melakukan peran kontrol dan peran layanan serta peran strategis terhadap aktivitas Dewan Direksi (eksekutif) sehingga akan berdampak pada hasil keputusan pilihan strategis manajerial (*strategic outcome*). Menurut perspektif ini, peran *board of directors* dalam mekanisme *corporate governance* tidak diharapkan untuk memulai atau mengembangkan strategi kebijakan. Sebaliknya, dewan bertanggung jawab untuk meninjau dan menyetujui inisiatif manajerial yang akan menentukan kinerja perusahaan.

Teori tersebut membantu untuk memahami dan memperluas peran yang dimainkan *Board of Directors* dalam memberikan kontribusi terhadap kinerja organisasi kerjanya. Operasionalisasi teori-teori ini, cenderung fokus pada lompatan inferensial besar yang dibuat dari variabel input seperti komposisi, struktur dan proses dewan untuk variabel output seperti kinerja dewan dengan tidak ada bukti langsung terhadap proses dan mekanisme yang mungkin menghubungkan input ke output (Pettigrew, 1992:171).

Pendekatan seperti itu tidak hanya akan mencapai yang diinginkan integrasi teoritis, tetapi juga akan menambah presisi ke area temuan empiris bertentangan. Pendekatan ini didukung secara konseptual model integratif Zahra dan Pearce (1989) dan didukung secara empiris oleh penelitian model integratif Nicholson dan Kiel (2007); Pande (2011); pergerakan pandangan terhadap *stakeholder* dari pendekatan deskriptif empirik menuju normatif (Azhar dan Tashfeen, 2010; Riyanto dan Toolsema, 2007; Drew, 2010; dan Crisóstomo *et al.*, 2011).

BAB 3

CORPORATE CITIZENSHIP

Tujuan belajar:
Setelah mempelajari bab ini, diharapkan mampu:

1. Memahami dan menjelaskan konsep tanggungjawab sosial perusahaan;
2. Menganalisis teori dan konsep dasar tanggungjawab sosial perusahaan;
3. Memahami dan menjelaskan prinsip tanggungjawab sosial perusahaan;
4. Menganalisis tanggungjawab sosial perusahaan sebagai bagian dari *good corporate governance.*

1. Pendahuluan

Dalam bab sebelumnya telah banyak membahas tentang *corporate governance* dari perspektif Teori Keagenan (*Agency Theory*). Teori Keagenan fokus pada pemisahan kepemilikan dan pengendalian (*the separation of ownership and control*). *Shareholder* atau pemilik saham merupakan titik pusat perhatian. Menurut pespektif ini, *corporate governance* utamanya mengenai sistem insentive dan desain pengawasan untuk melindungi kepentingan pemegang saham. Tujuan utama perusahaan untuk menciptakan kemakmuran pemegang saham.

Namun, bukan hanya perspektif tersebut yang harus dipertimbangkan dalam *corporate governance*. Beberapa pendapat meyakini bahwa perusahaan harus mempunyai tanggung jawab yang lebih besar terhadap masyarakat. Beberapa pendukung menyatakan bahwa perusahaan memiliki kesempatan unik untuk memperbaiki masyarakat. Pandangan Stakeholder menggambarkan perusahaan memiliki banyak kelompok yang berbeda dengan kepentingan sah dalam kegiatan perusahaan. *Corporate governance* kemudian didefinisikan sebagai suatu mekanisme yang memastikan perusahaan bertanggung jawab dengan mengarahkan kegiatan mereka dengan cara adil bagi semua pemangku kepentingan. Konsep manajemen strategis berpendapat bahwa ini didasarkan pada menciptakan hubungan yang positif dengan para pemangku kepentingan. Melalui menciptakan hubungan yang positif, perusahaan dapat menciptakan kemakmuran ekonomi yang berkelanjutan.

Secara khusus, teori keagenan telah mempunyai perspektif penting untuk merumuskan aturan *governance*, hukum, dan kebijakan di Amerika. Namun, banyak negara lain telah beroperasi dengan gagasan bahwa perusahaan-

perusahaan besar memiliki tanggung jawab yang lebih besar dalam masyarakat daripada hanya memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Aturan tata kelola mereka cenderung dipengaruhi sampai batas tugas yang lebih besar untuk diperluas pada kepentingan stakeholder.

2. Tanggungjawab Sosial Perusahaan (*Corporate Social Responsiblity*)

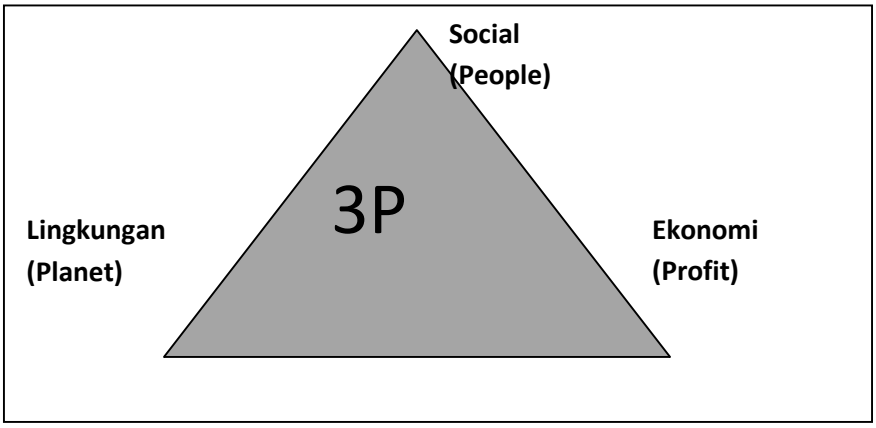
Tanggung jawab sosial perusahaan sebagai suatu konsep belum memiliki batasan yang sepadan. Banyak ahli, praktisi dan peneliti belum memiliki kesamaan dalam memberikan definisi, meskipun dalam banyak hal memiliki kesamaan esensi. Adapun beberapa definisi yang antara lain:

1) Kewajiban suatu perusahaan di luar apa yang dituntut oleh hukum dan sistem ekonomi untuk mengejar tujuan jangka panjang yang baik bagi komunitas masyarakat (Robbins dan Coutler, 2002).
2) Perilaku etis dari suatu perusahaan terhadap *stakeholder*nya (Hopkins, 2004).
3) Seperangkat kebijakan, tindakan, dan program komprehensif yang terintegrasi ke dalam operasi bisnis, distribusi, dan proses pengambilan keputusan dalam perusahaan yang umumnya berkaitan dengan isu mengenai etika bisnis, investasi masyarakat, masalah lingkungan, tata kelola, serta pasar dan tempat kerja (Tsoutsoura, 2004).

Sedangkan pandangan umum mengenai *Corporate Social Responsibility* (selanjutnya disingkat CSR) adalah menggambarkan cara perusahaan untuk mencapai suatu keseimbangan dalam hal ekonomi, lingkungan, dan norma sosial, sementara pada saat yang bersamaan memenuhi harapan dari *shareholder* dan *stakeholder* perusahaan (www.strategis.gc.ca). CSR dipandang pula sebagai kontribusi dari perusahaan (bisnis) untuk pembangunan berkelanjutan (*sustainable development*).

Inti konsep *corporate social responsibility* (CSR) ditemukan dalam konsep *triple bottom line* dari Elkington (1997) melalui istilah *economic prosperity*, *environmental quality*, dan *social justice* atau yang dikenal dengan konsep 3P (*Profit, People, Planet*). Konsep *Triple Bottom Line* menyatakan, apabila perusahaan ingin keberlanjutan dalam usahanya maka harus memperhatikan 3P, yaitu tidak hanya *profit* yang diburu, tetapi juga harus memberikan kontribusi positif kepada masyarakat (*people*) dan ikut aktif dalam menjada kelestarian lingkungan (*planet*). Gambar berikut mengilustrasikan keterkaitan gugus tanggungjawab sosial perusahaan secara integral dan memberikan ide dasar

kristalisasi *motive grounds* dan *pragmatic grounds* (*social motive* dan *economic motive*).



Gambar 3.1
Konsep *Triple Bottom Line*
Sumber: Elkington (1997)

Gambar 3.1 tersebut diatas mengisyaratkan bahwa terjadi konektisitas secara integral antara kepedulian masyarakat, menjaga keseimbangan lingkungan dan upaya mencapai laba perusahaan.

Suatu konsep penting yang menjadi dasar dari perkembangan konsep CSR adalah cara pandang bahwa perusahaan tidak semata-mata suatu organisasi pribadi, melainkan suatu organisasi sosial. Perusahaan diharapkan beroperasi dengan pemahaman mengenai kesejahteraan sosial dari masyarakat dan diharapkan untuk membagi keuntungan dari aktivitas ekonominya dengan masyarakat. Dengan demikian perusahaan memperoleh tempatnya dalam masyarakat dengan cara menanggapi dan memberikan keinginan dari masyarakat (Wood, 1991; Frederic *et al*., 1992; Walden dan Schwartz, 1997; Balbanis *et al.*, 1998; Bucholz dan Rosenthal, 2005). Dari hal ini dapat ditarik beberapa konsep yang mendasari konsep CSR.

3. Teori dan Konsep Dasar *Corporate Social Responsibility*

Terdapat beberapa teori dan konsep yang mendasari konsep CSR antara lain:

a. Teori Legitimasi (*legitimacy theory*).

Menurut teori ini suatu perusahaan beroperasi dengan ijin dari masyarakat, dimana ijin ini dapat dibatalkan apabila masyarakat menilai bahwa perusahaan tidak melakukan hal-hal yang diwajibkan kepadanya. Dalam konteks ini CSR

dipandang sebagai suatu kewajiban yang disetujui antara perusahaan dengan masyarakat. Masyarakat yang telah memberikan ijin kepada perusahaan untuk menggunakan sumber daya alam dan manusianya serta ijin untuk melakukan fungsi produksi (Donaldson, 1983; Balbanis *et al*., 1998). Namun perlu diingat bahwa ijin tersebut tidaklah tetap sehingga kelangsungan hidup dan pertumbuhan dari perusahaanbergantung pada bagaimana perusahaan secara terus menerus berevolusi dan beradaptasi terhadap perubahan keinginan dan tuntutan dari masyarakat (Walde dan Schwartz, 1997).

Ketentuan mengenai kegiatan CSR di Indonesia diatur dalam Undang-Undang No. 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal dan Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas yang mewajibkan perseroan atau penanam modal untuk melaksanakan tanggung jawab sosial perusahaan. Ketentuan ini bertujuan untuk mendukung terjalinnya hubungan yang serasi dan seimbang antara perusahaan dengan lingkungan sesuai dengan nilai, norma, dan budaya masyarakat setempat. Pengaturan CSR juga bertujuan untuk mewujudkan pembangunan ekonomi berkelanjutan guna meningkatkan kualitas kehidupan dan lingkungannya (Wahyudi dan Azheri, 2008).

Menurut *The World Business Council for Sustainable Development*, CSR merupakan komitmen untuk memberikan kontribusi bagi pembangunan ekonomi berkelanjutan melalui kerjasama dengan karyawan, komunitas setempat, dan masyarakat untuk meningkatkan kualitas kehidupan. Hal ini sejalan dengan *legitimacy theory* yang menyatakan setiap perusahaan memiliki kontrak dengan masyarakat berdasarkan nilai-nilai keadilan dan bagaimana perusahaan menanggapi berbagai kelompok untuk melegitimasi tindakan perusahaan. Jika terjadi ketidakselarasan sistem nilai perusahaan dan sistem nilai masyarakat maka perusahaan kehilangan legitimasinya sehingga dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan. Pengungkapan informasi CSR merupakan salah satu cara perusahaan untuk membangun, mempertahankan, dan melegitimasi kontribusi perusahaan dari sisi ekonomi dan politis (Haniffa dan Cooke, 2005).

b. Teori pemangku kepentingan (*stakeholder theory*).

Teori ini terkait erat dengan teori legitimasi. Suatu perusahaan melalui berbagai kebijakan dan kegiatan operasi yang dilakukannya memberikan dampak kepada berbagai kelompok pemangku kepentingan, sehingga dengan demikian perusahaan mungkin menemui tuntutan dari kelompok-kelompok ini untuk memenuhi tanggungjawabnya (Buchloz dan Rosenthal, 2005; McWilliams dan Siegel, 2001). Teori ini menekankan pentingnya untuk mempertimbangkan kepentingan, kebutuhan dan pengaruh dari pihak-pihak yang terkait dengan

kebijakan dan kegiatan operasi perusahaan, terutama dalam hal pengambilan keputusan perusahaan. Dengan demikian diharapkan perusahaan mampu memuaskan *stakeholder* dalam suatu tingkatan tertentu, paling tidak sebagian besar dari *stakeholder*. Titik pusat dari CSR adalah manajemen *stakeholder*.

c. Konsep tanggung jawab publik (*public responsibility*)

Dalam konsep ini perusahaan bertanggungjawab terhadap hasil yang terkait dengan area primer dan sekunder dari keterlibatan dengan masyarakat (Wood, 1991; Kolk, 2000). Perusahaan sering dipaksa untuk merespon berbagai isu sosial yang merupakan akibat dari aktivitas perusahaan (Bucholz, 1998). Dalam sudut pandang ini CSR merupakan suatu kewajiban bagi perusahaan untuk mengikuti kebijakan dan membuat keputusan yang menguntungkan bagi tujuan dan nilai masyarakat luas.

d. Konsep Etika Bisnis.

Etika bisnis menekankan bahwa manajer dan perusahaan bertanggung jawab untuk menerapkan prinsip etika dalam organisasi mereka dan menggunakan alasan moral dalam pengambilan keputusan, penyusunan kebijakan dan strategi, dan arah secara umum perusahaan (Bucholz, 1998). Dalam konteks CSR manajer bertindak sebagai aktor moral dan bertanggungjawab untuk melakukan tanggungjawab(*discretion*) manajemen yang ada pada mereka dalam segala segi tanggungjawsab sosial untuk menghasilkan hasil yang bertanggungjawab secara sosial (Wood, 1991; Kolk, 2000).

e. *Corporate Citizenship*.

Dalam konsep ini perusahaan dibandingkan dengan individu umum pada suatu masyarakat, dan bahwa perusahaan memiliki hak dan tanggungjawab dalam menjalankan kegiatan bisnis. Seperti individu pada umumnya perusahaan diharapkan untuk memberikan sumbangan secara sukarela untuk menjaga kesejahteraan masyarakat yang menopang perusahaan tersebut.

4. Prinsip-prinsip *Corporate Social Responsibility*

Ranah tanggung jawab social (*social responsibility*) mengandung dimensi yang sangat luas dan kompleks. Tanggungjawab sosial (*social responsibility*) juga mengandung interpretasi yang sangat berbeda, terutama dikaitkan dengan kepentingan pemangku kepentingan (*stakeholder*). Dalam rangka memudahkan pemahaman dan penyederhanaan, banyak ahli mencoba menggaris-bawahi prinsip dasar yang terkandung dalam tanggungjawab sosial (*social responsibility*).

David (2008) mengurai prinsip-prinsip tanggungjawab sosial (*social responsibility*) menjadi tiga, yaitu : (1*) sustainability*; (2) *accountability*; dan (3)

transparency. *Sustainability*, berkaitan dengan bagaimana perusahaan dalam melakukan aktivitas (*action*) tetap memperhitungkan keberlanjutan sumber daya di masa depan. Keberlanjutan juga memberikan arahan bagaimana penggunaan sumber daya sekarang tetap memperhatikan dan memperhitungkan kemampuan generasi masa depan. Dengan demikian, *sustainability* berputar pada keberpihakan dan upaya bagaimana *society* memanfaatkan sumberdaya agar tetap memperhatikan generasi masa datang.

Accountabilty, upaya perusahaan terbuka dan bertanggungjawab atas aktivitas yang telah dilakukan. Akuntabilitas dibutuhkan, ketika aktivitas perusahaan mempengaruhi dan dipengaruhi lingkungan eksternal. Konsep ini menjelaskan pengaruh kuantitatif aktivitas perusahaan terhadap pihak internal dan eksternal (David, 2008) Akuntabilitas dapat dijadikan sebagai media bagi perusahaan membangun *image* dan *network* terhadap para pemangku kepentingan. Nor Hadi (2001) menunjukkan bahwa tingkat keluasan dan keinformasian laporan perusahaan memiliki konsekuensi sosial maupun ekonomi. Tingkat akuntabilitas dan tanggungjawab perusahaan menentukan legitimasi *stakeholder* eksternal, serta meningkatkan transaksi saham perusahaan. Penelitian tersebut sejalan dengan penelitian Memed (2002), Belkauoi dan Karpik (1989) dan Kasali Reinal (2005) menunjukkan bahwa keterbukaan perusahaan aktivitas tanggungjawab sosial menentukan respon masyarakat bagi perusahaan. Namun, informasi yang bersifat negatif justru menjadi boomerang bagi perusahaan, dan cenderung memunculkan *image* negatif. David (2008) menyatakan akuntabilitas dan keterbukaan (*disclosure*) memiliki kemanfaatan secara sosial dan ekonomi. Lebih lanjut di nyatakan bahwa informasi yang disampaikan perusahaan bermanfaat bagi para pemangku kepentingan dalam mendukung pengambilan keputusan. Agar informasi dalam laporan perusahaan sebagai wujud akuntabilitas memenuhi kualifikasi, maka akuntabilitas seharusnya mencerminkan karakteristik, antara lain: (1*) understandability to all paries concerned*; (2) *relevance to the users of the information provided*; (3) *reliability and terms of accuracy of measurement, representation of impact and freedom from bias*; *and* (4) *comfortability, which implies consistency, both over time and between different organization.*

Transparency, merupakan prinsip penting bagi pihak eksternal. Transparansi bersinggungan dengan pelaporan aktivitas perusahaan berikut dampak terhadap pihak eksternal. David (2008) menyatakan:

> *"Transparency, as a principle,means that the external impact of the action of the organization be ascertained from that organisation's reporting and pertinent facts are not disguised within that reporting…..the effect of the action of the organisation, including external impacts, should be apparent to all from using the information provided by the organisation's reporting mechanism."*

Transparansi merupakan suatu hal yang sangat penting bagi pihak eksternal, berperan untuk mengurangi asimetri informasi, kesalahpahaman, khususnya informasi dan pertanggung jawaban berbagai dampak dari lingkungan.

5. *CSR* sebagai Bagian *Good Corporate Governance*

Tanggung jawab sosial (*Corporate Social responsibility* – CSR) mempunyai keterkaitan erat dengan *Good Corporate Governance* (GCG). Keduanya memiliki kedudukan yang kuat dalam dunia bisnis dan berhubungan satu sama lain. Tanggung jawab sosial berorientasi kepada para *stakeholder* sejalan dengan salah satu prinsip dari empat prinsip utama GCG yaitu *responsibility*. Prinsip *responsibility* ini lebih mencerminkan *stakeholders driven concept*. Menurut Reksodiputro (2004): "Konsep *Corporate Social Responsibilities* merupakan bagian pedoman melaksanakan *Good Corporate Governance*. Masalah etika bisnis dan akuntabilitas bisnis makin mendapat perhatian masyarakat di beberapa Negara maju, yang biasanya sangat liberal dalam menghadapi perusahaan mulai terdengar suara bahwa "*self-regulation*" terlihat gagal, maka diperlukan peraturan baru yang akan memberikan "*tougher penalties for executive misconduct*".

Pada saat ini telah terjadi pergeseran paradigma *Good Corporate Governance* yaitu memperluas paradigma teoritis dari *agency theory* menjadi *stakeholder theory perspective*. Pergeseran paradigma ini mengharuskan *good corporate governance* mempertimbangkan dan memperhatikan masalah *corporate social responsibility* dalam konteks historis dan filosofi yang luas. Pengungkapan (*disclosure*) terhadap aspek *social, ethical*, dan *sustainability* sekarang ini menjadi suatu cara bagi perusahaan untuk mengkomunikasikan bentuk akuntabilitasnya kepada *stakeholders*. *Sustainability reporting* sebagaimana yang direkomendasikan *Global Reporting Initiative* terfokus pada tiga aspek kinerja yaitu ekonomi, lingkungan dan sosial. Bentuk pelaporan ini diharapkan memberikan hubungan yang positif antara *corporate social responsibility* dan nilai perusahaan.

BAB 4

PENGEMBANGAN PROPOSISI:
EFEKTIVITAS INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL

Tujuan belajar:
Setelah mempelajari bab ini, diharapkan mampu:

1. Memahami dan menjelaskan pengembangan proposisi konsep efektivitas investasi berkomitmen sosial;
2. Menjelaskan *State of the Art* konsep efektivitas investasi berkomitmen sosial;
3. Mengetahui dan menjelaskan indikator konsep efektivitas investasi berkomitmen sosial;
4. Menganalisis dan sintesis model teoretikal dasar.

1. *Agency Theory* dan Kebijakan Investasi

Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan. Fama (1998) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Tujuan keputusan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan (*return*) yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang bisa dikelola, diharapkan akan menaikkan nilai perusahaan sehingga akan menaikkan kemakmuran pemegang saham. Dengan kata lain, bila dalam berinvestasi perusahaan mampu menghasilkan keuntungan dengan menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien, maka perusahaan akan memperoleh kepercayaan dari calon investor untuk membeli sahamnya. Dengan demikian semakin tinggi keuntungan perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan. sehingga semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan.

Secara teoritis, pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian telah dianalisis dalam kerangka hubungan prinsipal dan agen. Dalam kerangka tersebut, keputusan perusahaan dan biaya agensi dijelaskan dalam hal asimetri kepentingan dari para pemangku kepentingan dalam perusahaan (Daily *et al*., 2003). Tujuan utama teori keagenan adalah untuk menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang melakukan hubungan kontrak dapat mendesain kontrak yang tujuannya untuk meminimalisir *cost* sebagai dampak adanya informasi yang tidak simetris dan kondisi ketidakpastian. Teori *Agency* berfokus pada perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Argumen dapat ditelusuri kembali ke kebijaksanaan literatur manajerial tahun 1960-an (Baumol, 1959; Marris, 1964; Williamson, 1964). Literatur ini berteori bahwa pemegang saham memaksimumkan kemakmuran, sedangkan manajer memaksimalkan fungsi utilitas yang meliputi remunerasi, kekuasaan, keamanan kerja, dan status. Teori *Agency* mendalilkan bahwa memenuhi klaim pemegang saham melibatkan cara memaksimalkan efisiensi perusahaan (Fama, 1980), sementara memenuhi klaim manajemen memerlukan peningkatan ukuran perusahaan (remunerasi, kekuasaan, keamanan kerja dan status yang dinyatakan menjadi fungsi dari ukuran perusahaan). Keinginan untuk meningkatkan hasil ukuran perusahaan dalam preferensi manajerial untuk memaksimalkan tingkat pertumbuhan perusahaan,

terutama melalui diversifikasi (Amihud dan Lev, 1981; Aoki, 1984; Marris, 1964). Selanjutnya, literatur tentang kebijaksanaan merumuskan adanya *trade-off* antara maksimalisasi pertumbuhan dan maksimalisasi efisiensi. Pada suatu titik tertentu, investasi lebih besar pada pertumbuhan, investasi rendah dalam memaksimalkan efisiensi. Dengan demikian, klaim berbeda menimbulkan konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham.

Asimetri informasi dalam keputusan investasi memiliki dasar utama teoritis dari Jensen dan Meckling (1976), Myers (1977) dan Myers dan Majluf (1984). Jensen dan Meckling (1976) dan Myers (1977) menekankan konsekuensi dari adanya asimetris informasi antara pemegang saham dan pemegang obligasi pasca-kontrak, sedangkan Myers dan Majluf (1984) menekankan adanya asimetris informasi antara pemegang saham saat ini dan pemegang saham prospektif pra-kontrak. Pendapat tersebut menunjukkan bahwa asimetri informasi dapat menyebabkan beberapa proyek investasi dengan nilai sekarang bersih positif (NPV) tidak dilakukan. Landasan kedua dalam studi keputusan investasi tidak efisien adalah penelitian Jensen (1986) yang dimulai dari adanya hipotesis informasi asimetris antara manajer dan pemegang saham dan memperkenalkan masalah yang disebut *overinvestment*, sebagai argumen dasar teori arus kas bebas (*free cash flow*). Kepentingan dan insentif dari konflik manajer dan pemegang saham tentang isu-isu seperti ukuran optimal perusahaan dan pembayaran tunai kepada pemegang saham. Konflik pada perusahaan terutama dengan arus kas bebas yang besar maka perusahaan lebih banyak uang daripada peluang investasi yang menguntungkan. Menurut teori ini memungkinkan proyek investasi dengan NPV negatif dilaksanakan.

Pemilik harus mengendalikan konflik keagenan untuk menghindari permasalahan yang mengganggu kemajuan perusahaan di masa mendatang. Permasalahan keagenan ditelusuri dari beberapa kondisi, seperti penggunaan arus kas bebas *(free cash flow)* pada aktifitas yang tidak menguntungkan, peningkatan kekuasaan manajer dalam melakukan *overinvestment*, dan *consumption of excessive perquisites* (Jensen, 1986), atau disebabkan oleh perbedaan keputusan investasi antara investor dengan manajer (Bhatala *et al.* 1994). Investor memilih resiko tinggi untuk mendapatkan *return* tinggi sedangkan manajer sebaliknya memilih resiko rendah untuk mempertahankan posisi di perusahaan (Crutchley dan Hansen, 1989). Kebijakan investasi yang berkaitan dengan konflik keagenan menyangkut ketidak-selarasan dalam preferensi resiko (Ross, 1973; Amihud dan Lev, 1981). Sikap yang berbeda tentang resiko mendorong *underinvestment* dan *overinvestment*, tetapi anggapan umum adalah bahwa manajer *underinvestment* karena mereka tidak dapat sepenuhnya mendiversifikasi risiko spesifik perusahaan (Amihud dan Lev, 1981).

Dalam beberapa dekade terakhir, perhatian banyak ditujukan kepada peran dan tanggung jawab perusahaan dalam masyarakat. Peningkatan kekuatan perusahaan telah menghasilkan seruan untuk mendistribusikan kekayaan yang lebih seimbang dan cara-cara untuk mengurangi ketidaksetaraan yang muncul. Pemerintah dan badan pengawas kurang mampu menangani masalah ini secara memadai, oleh karena itu perusahaan perlu melakukan *self-regulation*, dalam bentuk *corporate social responsibility* (CSR) yang akan membantu dalam

pengaturan ulang keseimbangan. Perusahaan yang berkeinginan mempertahankan ijin untuk beroperasi maka mau tidak mau terlibat dalam kegiatan CSR (Halme & Laurila, 2009). Perusahaan diharapkan bisa berinvestasi pada kepentingan sosial (CSR) selain investasi yang menghasilkan keuntungan (*profit motive*). Hal ini tercermin pada hubungan kinerja sosial perusahaan (*corporate social performance* - CSP) dan kinerja keuangan perusahaan (*corporate financial performance* - CFP). Beberapa pandangan teori keagenan dalam menjelaskan hubungan CSP dan CFP antara lain:

a. Pemikiran *Trade-off*

Pendukung garis pemikiran ini yakin bahwa perusahaan harus memilih antara kinerja sosial perusahaan (CSP) dan kinerja keuangan perusahaan (CFP). Perusahaan-perusahaan yang memilih untuk berinvestasi dalam domain CSP menghadapi biaya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tidak berinvestasi dalam domain CSP ini. Hal ini disebabkan karena investasi dalam CSR diharapkan dapat menghasilkan kinerja sosial perusahaan dan perusahaan yang berkinerja baik dalam hal tanggung jawab sosial berada pada posisi yang kurang menguntungkan (*disadvantages*) dibandingkan dengan perusahaan yang tidak berinvestasi dalam domain ini. Ini adalah *trade-off* antara dua konsep yang merupakan inti dari sebuah hubungan negatif diharapkan antara CSP dan CFP (Aupperle *et al*, 1985; McGuire *et al*, 1988; Preston dan O'Bannon, 1997). Teori ini menemukan akarnya dari Friedman (1970) tentang tanggung jawab sosial perusahaan (*corporate social responsibility* - CSR). Biaya CSR dianggap lebih tinggi berpotensi keuntungan. Investasi tersebut tidak sejalan dengan prinsip maksimalisasi kekayaan pemegang saham (Bauer *et al.*, 2004). Ketidaksepakatan antara kepentingan pemegang saham dan tindakan manajemen, dan biaya yang dihasilkan kepada para pemegang saham berakar pada teori keagenan. Friedman (1970) berargumen bahwa investasi dalam CSR menjadi sebuah pengingkaran terhadap kepercayaan pemilik saham. Dengan dasar pada hubungan negatif antara CSP dan CFP akan mengakibatkan kesejahteraan pemilik saham berkurang.

b. *Managerial Opportunism Hypothesis*

Hipotesis oportunistik manajerial yang ditemui pada teori keagenan memprediksi asosiasi negatif dari CFP ke CSP (Preston dan O'Bannon, 1997). Hal ini diperkirakan karena manajer mengejar tujuan pribadi, misalnya untuk keuntungan dari skema remunerasi yang terkait dengan kinerja jangka pendek keuangan. Para manajer lebih kecil kemungkinannya untuk berinvestasi di CSR karena investasi dalam hal ini tidak akan memberikan hasil dalam jangka pendek dan akan membahayakan kompensasi manajer. Asosiasi negatif dari hubungan antara CFP dan CSP, disebabkan beberapa alasan antara lain: (1) penggunaan *free cash flow* yang akan mengurangi investasi CSR; (2) ketika manajer dihadapkan dengan kinerja keuangan yang buruk mereka mungkin ingin menyamarkan atau membenarkan kinerja ini dengan cara investasi yang berlebihan dalam CSR. Goss dan Roberts (2009) memberikan alasan sama yaitu manajer yang ingin memoles reputasi dan melakukannya dengan mengorbankan para pemegang saham. Kedua tindakan manajemen dapat menjelaskan mengapa kinerja keuangan yang negatif dapat menyebabkan peningkatan perhatian ke domain sosial.

2. *Stakeholder theory* dan Investasi Bertanggung jawab Sosial (*Socially Responsible Investment)*

Investasi bertanggung jawab sosial mengacu pada investasi di perusahaan-perusahaan berdasarkan kinerja keuangan dan kinerja sosial (Nunnenkamp, 2004). Menurut teori nilai pemegang saham (*shareholder*), manajer diharapkan untuk berinvestasi sampai *return* marginal dari proyek melebihi biaya modal. Dalam konsep nilai *stakeholder*, manajer diminta untuk menyeimbangkan kepentingan semua pemangku kepentingan sehingga kesejahteraan agregat dimaksimalkan. Namun konsep pemangku kepentingan tidak mendefinisikan bagaimana kesejahteraan agregat dan bagaimana membuat *trade-off* antara *stakeholder*. Pertanyaan yang diajukan adalah apakah tujuan ini dapat dicapai dan bagaimana efisiensi ekonomi dan dorongan manajerial dipengaruhi oleh maksimalisasi nilai *stakeholder* (termasuk nilai sosial dan lingkungan). Jensen (2001: 14) menyatakan, bahwa suatu kegagalan memberikan kriteria untuk *trade off* diantara para pemangku kepentingan atau mengakomodasi kebutuhan mereka, membuat teori pemangku kepentingan merupakan suatu konsep yang dapat menghancurkan nilai perusahaan dan mengurangi kesejahteraan sosial.

Kelemahan dalam teori *stakeholder* adalah fungsi tujuan manajer tidak didefinisikan dengan baik sehingga kinerja manajer menjadi tidak akuntabel. Jensen (2001) berpendapat bahwa teori *stakeholder* meningkatkan biaya agensi dan melemahkan sistem pengendalian internal perusahaan, karena pengukuran kinerja hanya dijelaskan secara samar-samar. Masalah lain dari pendekatan pemangku kepentingan adalah bahwa dalam pasar yang kompetitif, sebuah perusahaan menurunkan keuntungan dalam rangka untuk mengejar tujuan-tujuan sosial dan lingkungan, tidak dapat bertahan hidup persaingan atau tindakan disiplin oleh pasar untuk pengendalian perusahaan. Alasannya adalah bahwa perusahaan lain dapat memperoleh perusahaan ini dan mengganti manajemen *incumbent* untuk memaksimalkan nilai (Tirole, 2001: 24).

Menurut Renneboog *et al.* (2007) guna menyimpulkan agar tanggung jawab sosial perusahaan dapat menjadi sebuah konsep yang bisa diterapkan maka diperlukan tolok ukur kinerja. Tolok ukur kinerja investasi bertanggung jawab sosial perusahaan mengadopsi tolok ukur kinerja dari Renneboog *et al*. (2007) yaitu memaksimalkan nilai perusahaan jangka panjang sejalan dengan memaksimalkan kesejahteraan sosial (*sustainable corporate performance*). Konsep *triple-bottom line* (TBL) digunakan sebagai dasar kinerja perusahaan yang berkelanjutan (*Sustainability Corporate Performance*-SCP) dengan memuat dari tiga unsur pengukuran yang saling terkait, yaitu: (i) keuangan, (ii) sosial dan (iii) lingkungan (Elkington, 1997). Konsep ini didukung Fauzi *et al.,* (2010) yang mengusulkan *triple bottom line* sebagai *sustainable corporate performance*. Pengukuran kinerja keberlanjutan lingkungan dan sosial dapat diakumulasi dalam kinerja tanggung jawab sosial perusahaan (*Corporate Social Performance*-CSP) sedangkan pengukuran kinerja keberlanjutan ekonomi diukur dengan kinerja keuangan perusahaan (*Corporate Financial Performance-CFP*).

Dalam berteori tentang hubungan antara CSP dan CFP sebagian besar teori bekerja menuju hubungan yang positif. Dasar pemikirannya adalah bahwa harapan pada manfaat yang diperoleh dengan menciptakan *goodwill* dari para

stakeholder, disebut sebagai teori pemangku kepentingan (Demacarty, 2009). Manajemen *stakeholder* berfokus pada kepentingan konstituen yang mempengaruhi perusahaan (Freeman, 1984). Dengan mengidentifikasi *stakeholder*, menganalisa dan mengevaluasi hubungan dengan mereka, perusahaan akan berhasil beroperasi di lingkungan publik secara strategis. Analisis dan evaluasi hubungan *stakeholder* memungkinkan perusahaan untuk menentukan pihak yang layak atau memerlukan perhatian dari manajemen, sehingga optimalisasi hubungan dan pelestarian legitimasi perusahaan (Doh & Guay, 2006).

Jones (1995) mengemukakan operasionalisasi teori *stakeholder* yang bisa menawarkan nilai instrumental untuk manajemen. Dalam teori *stakeholder* instrumental menjelaskan bahwa perusahaan bekerja atas dasar kejujuran, hubungan saling percaya dan etika akan dihargai oleh para pemangku kepentingan dan mempunyai efek reputasi positif sehingga membuat perusahaan sebagai mitra bisnis yang cocok. Penerapan teori *stakeholder* dalam CSR, Jones (1995) menunjukkan bahwa perilaku perusahaan yang bertanggung jawab sesuai dengan upaya untuk membangun kejujuran, hubungan saling percaya dan etika. Perusahaan dengan CSP tinggi mendapatkan keuntungan finansial dari interaksi positif dengan para pemangku kepentingan. Dengan memperhatikan domain CSR dan meningkatkan hubungan dengan para pemangku kepentingan yang diidentifikasi maka pada akhirnya menghasilkan kinerja lebih baik secara keseluruhan (Waddock & Graves, 1997). Variasi dari tema ini diperkenalkan antara lain oleh Waddock dan Graves (1997) dengan teori manajemen yang baik (*good management theory*); Cornell dan Shapiro (1987) dengan hipotesis dampak sosial; dan (Freeman dan Evan, 1990; Orlitzky *et al.*, 2003) dengan analisis perusahaan sebagai suatu kontrak.

3. Sintesis *Stakeholder - Agency theory*

Sintesis teori Keagenan dan teori *Stakeholder* berkaitan asumsi organisasional antara kedua teori tersebut yaitu konflik tujuan (*goal conflict*). Argumen *mainstream* teori *Agency* menunjukkan bahwa konflik tujuan maksimalisasi nilai untuk pemegang saham dengan kepentingan pribadi agen (teori *agency*). Teori *stakeholder-agency* mendalilkan bahwa kelompok pemangku kepentingan menempatkan klaim pada perusahaan, jika mereka puas maka mengurangi jumlah sumber daya yang disalurkan manajemen pada pertumbuhan perusahaan melalui diversifikasi. Klaim karyawan adalah kepuasan dengan upah yang lebih tinggi; klaim konsumen untuk kualitas yang lebih baik atau harga yang lebih rendah; pemasok klaim untuk harga yang lebih tinggi dan pola memesan lebih stabil; dan klaim masyarakat lokal dan masyarakat umum untuk polusi yang lebih rendah dan meningkatkan kualitas hidup. Semua melibatkan penggunaan sumber daya yang mungkin akan diinvestasikan oleh manajer dalam memaksimalkan tingkat pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian, konflik keagenan melekat dalam hubungan antara manajemen dan para pemegang saham dan pemangku kepentingan yang lain.

Perbedaan kepentingan antara manajemen dan preferensi pemangku kepentingan berkaitan dengan cara di mana perusahaan mengalokasikan sumber daya akan mengakibatkan kegagalan pemangku kepentingan untuk

memaksimalkan utilitas mereka. Perbedaan antara utilitas yang dapat dicapai stakeholder dengan utilitas manajemen dapat disebut sebagai kerugian utilitas. Dengan tidak adanya insentif, pemantauan, dan struktur penegakan yang berfungsi untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan *stakeholder*, kehilangan utilitas mungkin substansial. Fungsi insentif, pengawasan, dan penegakan struktur adalah untuk meminimalkan kerugian utilitas dengan mengoreksi perbedaan kepentingan antara manajemen dan *stakeholder*. Salah satu cara untuk meminimalkan kerugian utilitas yang timbul dari perbedaan kepentingan melibatkan memperkenalkan mekanisme penyelarasan kepentingan *ex-ante* ke dalam skema kontrak.

Mekanisme penyelarasan kepentingan melalui kontrak antara *stakeholder* dan manajer terutama adalah yang tersirat (Mitroff, 1983). *Stakeholder* menyediakan perusahaan dengan sumber daya yang tersirat dalam pemahaman bahwa klaim mereka pada organisasi akan diakui. Untuk memastikan bahwa hal ini terjadi, sejumlah struktur kelembagaan telah berevolusi yang melayani fungsi pengawasan dan menegakkan ketentuan kontrak tersirat. Teori *Agency* umumnya mengacu pada lembaga seperti struktur tata kelola. Perubahan terminologi mencerminkan penekanan perluasan. Secara khusus, perhatian lebih dari sekedar kuasi-independen atau pihak ketiga *governance* (seperti dewan direksi, pasar untuk pengendalian perusahaan, atau supra struktur hukum masyarakat). Perhatian juga dengan institusi yang telah berevolusi untuk mewakili dan memajukan kepentingan himpunan pemangku kepentingan (seperti serikat pekerja dan serikat konsumen), justru karena lembaga tersebut memiliki sifat meminimalkan kerugian utilitas. Dengan demikian, istilah struktur kelembagaan diasumsikan struktur tata kelola jangka panjang. Hill dan Jones (1992) menyatakan adanya struktur monitoring dan mekanisme penegakan (*enforcement*) untuk mengurangi kerugian utilitas.

a. Struktur *Monitoring*

Sebuah asimetri informasi terjadi antara manajer dan *stakeholder*. Sebagai orang dalam, manajer berada dalam posisi untuk menyaring atau mendistorsi informasi yang mereka lepas untuk pemangku kepentingan lainnya. Pengendalian manajemen atas informasi penting memunculkan masalah keagenan. Hal tersebut membuat sulit bagi para pemangku kepentingan untuk mengidentifikasi apakah manajemen bertindak demi kepentingan mereka. Para pemangku kepentingan melakukan respon untuk mengumpulkan informasi lebih lanjut tentang kegiatan manajemen terkendala masalah biaya. Hal ini sangat mungkin ketika para pemangku kepentingan yang tersebar. Dalam keadaan seperti itu, ceteris paribus tidak ada satu individu atau badan mungkin dapat membiayai luas pengumpulan informasi dan analisis yang diperlukan untuk mengurangi secara signifikan asimetri informasi antara manajer dan *stakeholder*. Pada akhirnya, hal ini memberikan manajer kendali lebih besar penggunaan mana sumber daya perusahaan dimasukkan, meningkatkan kerugian residual yang harus ditanggung para pemangku kepentingan. Keberadaan *board of directors* dengan fungsi *monitoring* untuk kepentingan *stakeholder* menjadi perhatian dalam penelitian ini. Beberapa struktur ini termuat dalam undang-undang (misalnya, persyaratan

bahwa perusahaan publik menerbitkan laporan tahunan konsolidasi). Konsekuensi dari perangkat tersebut adalah pengurangan kerugian utilitas.

b. Struktur dan Mekanisme Penegakan (*enforcement*)

Fungsi penegakan merupakan salah satu pencegahan. Mekanisme penegakan diartikulasikan oleh pemangku kepentingan sebelum adanya pertukaran sumber daya dalam upaya untuk mencegah manajemen dari memaksimalkan utilitas dengan mengorbankan *stakeholder*. Keberhasilan mekanisme penegakan tergantung pada kredibilitas mereka (Schelling, 1960), dan mereka yang tidak memiliki kredibilitas akan diabaikan oleh manajemen. Dalam keadaan seperti itu, setiap upaya untuk menempatkan mekanisme penegakan berlaku akan membutuhkan biaya yang lebih besar daripada manfaat dari mengurangi utilitas kerugian dari oportunisme manajemen.

Pandangan ini *in line* dengan Jensen (2001) yang memberi jalan keluar konflik antara memaksimalkan nilai dan teori *stakeholder* dengan perpaduan bersama antara "maksimalisasi nilai yang tercerahkan" dan "teori *stakeholder* yang tercerahkan". Maksimisasi nilai yang tercerahkan menggunakan teori *stakeholder* untuk mempertimbangkan bahwa sebuah perusahaan tidak dapat memaksimisasikan nilainya jika berbagai pemangku kepentingan yang penting diabaikan atau diperlakukan secara tidak layak. Sementara, teori *stakeholder* yang tercerahkan mempertimbangkan maksimisasi nilai jangka panjang atau nilai sebagai fungsi tujuan perusahaan yang dengan itu akan memecahkan problem yang muncul dari pertimbangan terhadap sasaran-sasaran yang berganda, sebagaimana layaknya dalam teori pemangku kepentingan tradisional.

Perbedaan teori *stakeholder* dengan maksimisasi nilai yang tercerahkan, menurut Freeman *et al*. (2004) adalah bahwa teori maksimisasi nilai dimulai dengan asumsi bahwa nilai adalah merupakan bagian dari kegiatan bisnis, yang mana etika dan ekonomi dapat dipisahkan secara jelas. Para pendukung teori pemangku kepentingan menolak tesis pemisahan. Mereka melihat suatu dimensi moral dalam kegiatan bisnis, karena ekonomi adalah secara jelas diikuti dengan asumsi, implikasi dan sikap etis. Di pihak lain, banyak pendukung teori pemegang saham membedakan antara konsekuensi dan nilai ekonomi dengan sikap etis, dan melihat bisnis sebagai suatu aktivitas ekonomi tidak ada kaitannya dengan moral.

Menurut Porter dan Kramer (2002), argumen Friedman (1970) memiliki dua asumsi yang implisit: (1) sasaran-sasaran sosial dan ekonomi bersifat terpisah dan berbeda; (2) dengan menekankan sasaran sosial maka perusahaan tidak dapat memberikan keuntungan yang lebih besar. Pandangan maksimalisasi pemegang saham yang tercerahkan juga memiliki asumsi-asumsi seperti itu. Tetapi dikotomi antara sasaran-sasaran ekonomi dan sosial adalah sesuatu yang keliru karena perusahaan tidak berfungsi dalam isolasi dari masyarakat di mana mereka beroperasi. Dalam jangka panjang, tujuan-tujuan sosial dan ekonomi tidak secara inheren berkonflik satu sama lain tetapi terkoneksi secara integral. Oleh karena itu, bertentangan dengan gagasan Friedman bahwa para manajer yang melakukan kegiatan tanggung jawab sosial tidak dengan sendirinya menyalah-gunakan sumber-sumber keuangan yang merupakan milik sah para pemegang saham.

Tujuan jangka panjang dimana tujuan sosial dan ekonomi terkoneksi secara integral merupakan penciptaan nilai perusahaan melalui maksimalisasi nilai bagi pemangku kepentingan (*shareholder* dan *stakeholder*). Pencapaian tujuan tersebut dijelaskan melalui keterkaitan kinerja sosial perusahaan (*corporate social performance*-CSP) dan kinerja keuangan perusahaan (*corporate financial performance*-CFP) yang merupakan kombinasi benefit sosial dan ekonomi. CSP dan CFP bukan konsep yang *trade-off* dan bahkan keduanya merupakan konsep yang mempunyai hubungan positif atau saling melengkapi. Keduanya merupakan suatu konsep penyelarasan kepentingan (*convergence of interests*) antara *shareholders* dan *stakeholders*. Konsep ini didukung Orlitzky *et al.* (2003) menggunakan prinsip-prinsip teori keagenan untuk membangun hubungan positif dari CSP ke CFP. Dalam artikelnya disebutkan bahwa membangun hubungan dengan *stakeholder* berfungsi sebagai mekanisme pemantauan (*monitoring*) dan penegakan (*enforcement*) yang mencegah manajer untuk melupakan tujuan organisasi keuangan yang lebih luas.

Paradigma *Agency-Stakeholder* dari Hill dan Jones (1992) telah mengajukan generalisasi teori keagenan dimana perusahaan dapat dilihat sebagai hubungan kontrak antara pemegang sumber daya. Paradigma tersebut meliputi hubungan kontraktual implisit antara manajer dan *stakeholder* pada umumnya - dan tidak eksklusif pemegang saham seperti dalam versi keuangan teori keagenan (Blair, 1998). Oleh karena itu, ada banyak kontrak yang dapat dipertimbangkan dalam kerangka keagenan seperti antara manajer dan berbagai kelompok kepentingan - *stakeholder* - perusahaan (yaitu karyawan, pelanggan, pemerintah, masyarakat lokal, atau LSM). Dalam hubungan kontrak implisit ini, masing-masing *stakeholder* memasok perusahaan dengan sumber daya kritis dan sebagai gantinya mengharapkan korporasi untuk memenuhi kepentingannya (March dan Simon, 1958). Didorong oleh saling ketergantungan (*mutual depedency*) ini *stakeholder* memiliki klaim yang sah tentang bagaimana perusahaan harus mengalokasikan sumber daya untuk kegiatan yang berbeda (Freeman, 1984; Pearce, 1982). Dengan demikian, tugas manajer untuk membuat keputusan strategis dan mengalokasikan sumber daya dengan cara yang paling konsisten dengan klaim pemangku kepentingan (Hill dan Jones, 1992). Untuk memastikan bahwa hal ini terjadi dibutuhkan struktur kelembagaan melayani fungsi pengawasan dan menegakkan ketentuan kontrak tersirat. Teori *Agency* umumnya mengacu pada struktur dan mekanisme tata kelola dalam hal ini adalah Dewan Direksi (*Board of Directors*).

Dengan kata lain, proses negosiasi kontrak implisit dan eksplisit dengan para pemangku kepentingan berdasarkan hubungan timbal balik dan bilateral, sehingga mencegah manajer dari pengalihan perhatian terhadap tujuan keuangan organisasi yang luas (Hill dan Jones 1992, Jones 1995). Selain itu, dengan mengatasi dan menyeimbangkan klaim dari berbagai pemangku kepentingan (Freeman dan Evan, 1990), manajer dapat meningkatkan efisiensi adaptasi organisasi mereka dengan tuntutan eksternal. Menurut analisis perusahaan sebagai kontrak (Freeman dan Evan, 1990), kinerja perusahaan yang tinggi tidak hanya hasil dari kepuasan yang terpisah dari hubungan bilateral (Hill dan Jones 1992), tetapi juga dari koordinasi simultan dan prioritas kepentingan pemangku

kepentingan multilateral. Cara-cara tersebut akan mengakibatkan penurunan biaya agensi sehingga menghasilkan hubungan yang positif antara CSP dan CFP.

4. Keterkaitan Kinerja Keuangan Perusahaan dan Kinerja Sosial Perusahaan

Teori-teori diatas dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan atau keterkaitan antara kinerja sosial perusahaan (*Corporate Social Performance*-CSP) dan kinerja keuangan perusahaan (*Corporate Financial Performance-CFP*). Preston dan O'Bannon (1997) berpendapat bahwa dalam hubungan antara kinerja sosial perusahaan dan kinerja keuangan yang merupakan dua hal yang berbeda harus dipertimbangkan tanda hubungan dan arah sebab-akibat. Hubungan keduanya dapat menjadi positif, netral atau negatif. Selain itu, perubahan dalam CSP dapat menyebabkan perubahan CFP dan sebaliknya. Berdasarkan sintesis teori *Agency* dan teori *Stakeholder* maka beberapa *substansial theory* digunakan membahas keterkaitan antara CSP dan CFP yaitu *Slack Resources Theory*, *Instrumental Stakeholder Theory* (*Good Management Theory*) dan *Virtuous Cycle* (Waddock dan Graves (1997).

Waddock dan Graves (1997) dan Dean (1999) mengemukakan dua teori untuk menjelaskan kausalitas yaitu teori *slack resources* dan teori manajemen yang baik. Dalam teori *slack resources*, perusahaan harus memiliki posisi keuangan yang baik untuk berkontribusi pada kinerja sosial perusahaan. Perusahaan melakukan kinerja sosial membutuhkan dana yang dihasilkan dari keberhasilan kinerja keuangan. Menurut teori ini, kinerja keuangan terjadi lebih dahulu. Oleh karena itu, CFP adalah variabel independen mempengaruhi CSP.

Teori manajemen yang baik (*good management theory*) menyatakan bahwa kinerja sosial terjadi lebih dahulu. Berdasarkan teori tersebut, CSP merupakan variabel independen yang mengakibatkan CFP dan perusahaan dirasakan oleh para *stakeholder* memiliki reputasi baik yang akan membuat perusahaan lebih mudah untuk mendapatkan posisi keuangan yang baik (melalui mekanisme pasar).

Waddock dan Graves (1997) memperkenalkan hubungan yang positif dan sinergis antara CSP dan CFP. Konsep tersebut disebut dengan siklus kebaikan atau *Virtuous Cycle.* Mereka berpendapat bahwa CSP merupakan prediktor CFP dan sebaliknya. Gagasan CFP sebagai prediktor CSP didasarkan pada teori *slack resources*. Perusahaan yang memiliki kelonggaran sumber daya dan mengalokasikan sumber daya dalam domain sosial, diharapkan akan dapat meningkatkan CSP. Di sini, peningkatan kinerja keuangan adalah prediktor peningkatan kinerja sosial. Berdasarkan teori manajemen yang baik (*good management theory*) diharapkan ada kesamaan yaitu hubungan positif ke arah kausal lainnya dimana CSP adalah prediktor CFP. Investasi dalam domain sosial diharapkan dapat menghasilkan hubungan baik dengan stakeholder sehingga menghasilkan kinerja lebih baik secara keseluruhan. Waddock dan Graves (1997) menemukan bukti empiris pertama untuk siklus kebaikan tanggung jawab sosial perusahaan. Dalam penelitian tersebut, kinerja sosial perusahaan secara signifikan terkait dengan kinerja keuangan perusahaan dan berikutnya kinerja keuangan perusahaan secara signifikan berhubungan dengan kinerja sosial perusahaan. Berdasarkan bukti tersebut maka dapat disimpulkan bahwa kinerja sosial

perusahaan dapat menyebabkan kinerja keuangan dan sebaliknya kinerja sosial juga dapat menyebabkan kinerja keuangan.

5. Proposisi Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial

Pengembangan proposisi mengacu pada penciptaan nilai perusahaan (*corporate value creation*) dan tata kelola perusahaan. Dinamika lingkungan bisnis merubah paradigma fungsi tujuan penciptaan nilai. Fokus tujuan perusahaan maksimalisasi keuntungan untuk kemakmuran pemegang saham (*shareholders value*) bergeser menjadi maksimalisasi penciptaan nilai bagi para pemangku kepentingan (*stakeholders value*).

Nilai pemegang saham (*shareholders value*) telah lama dianggap konsep yang berkuasa dalam tata kelola perusahaan. Konsep nilai pemegang saham ini menggunakan *framework* Teori *Agency*. *World Economic Forum* mengamati bahwa tiga tekanan yang terdiri dari: (1) daya saing perusahaan; (2) tata kelola perusahaan; dan (3) kewarganegaraan perusahaan. Hubungan antara ketiga tekanan tersebut akan memainkan peran penting dalam membentuk dalam agenda bagi para pemimpin bisnis dalam dekade mendatang (*WEF*, 2003: 2). Tidak ada lagi dasar universal untuk menyatakan bahwa nilai pemegang saham adalah tujuan yang paling cocok untuk tata kelola perusahaan modern (Gamble dan Kelly, 2001). Strategi jangka panjang akan bertentangan dengan tujuan maksimalisasi keuntungan. Bisnis sudah mulai melihat kedepan tentang akuntabilitas keuangan berfokus pada hubungan banyak orang (*connecting peoples*) dengan berbagai cara, dan mengharuskan organisasi untuk berpikir dan bertindak berbeda pada saat membangun nilai bagi pemegang sahamnya. Pada intinya bermuara pada pengelolaan hubungan *stakeholder* (MacMilan *et al*., 2004; Freeman, 1984).

Teori *Agency* sebagai dasar teori utama dari pandangan dari *shareholder value* mempunyai beberapa kekurangan dalam memberikan *framework* teoretikal tentang perubahan paradigma fungsi tujuan maksimalisasi nilai bagi *stakeholder*. Kekurangan Teori Keagenan tersebut antara lain: (1) unit yang dianalisis berfokus pada hubungan pemegang saham (prinsipal) dan agen; (2) asumsi perilaku berkaitan dengan *self-interest*; (3) asumsi organisasional berkaitan dengan konflik sebagian tujuan diantara pesertanya. Di sisi lain, teori *stakeholder* mampu untuk memberikan *framework* teoretikal tentang konsep *stakeholders value*, namun tidak mempunyai landasan kuat sebagai dasar teori utama.

Teori *Agency* adalah teori memiliki landasan yang kuat (Jensen, 1983). Eisenhardt (1989) mengkaji tentang teori keagenan, kontribusinya terhadap teori organisasi. Kajian memperoleh kesimpulan bahwa teori keagenan (a) menawarkan wawasan yang khas tentang sistem informasi, *outcome* ketidakpastian, insentif, dan risiko dan (b) merupakan perspektif empiris valid, terutama ketika digabungkan dengan perspektif yang saling melengkapi. Rekomendasi utama adalah untuk menggabungkan perspektif *agency* dengan perspektif teori yang lain dalam studi tentang masalah yang memiliki struktur kerjasama. Oleh karena itu dasar teori utama untuk memberikan *framework* pandangan diatas diperlukan sintesa antara Teori *Agency* dan Teori *Stakeholder*. Sintesa *Agency-Stakeholder in line* dengan konsep Jensen (2001) tentang maksimalisasi nilai (*value maximisation*) dan paradigma *Agency-Stakeholder* dari Hill dan Jones (1992)

untuk membuat prediksi tentang pengaruh mekanisme *corporate governance* pada kinerja lingkungan perusahaan.

Hill dan Jones (1992) telah mengajukan generalisasi teori keagenan dimana perusahaan dapat dilihat sebagai hubungan kontrak antara pemegang sumber daya. Paradigma tersebut meliputi hubungan kontrak implisit antara manajer dan *stakeholder* pada umumnya - dan tidak eksklusif pemegang saham seperti dalam versi keuangan teori keagenan (Blair, 1998). Oleh karena itu, ada banyak kontrak yang dapat dipertimbangkan dalam kerangka keagenan seperti antara manajer dan berbagai kelompok kepentingan - *stakeholder* - perusahaan (yaitu karyawan, pelanggan, pemerintah, masyarakat lokal, atau Lembaga Swadaya Masyarakat).

Dalam hubungan kontrak implisit ini, masing-masing *stakeholder* memasok perusahaan dengan sumber daya kritis dan sebagai gantinya mengharapkan korporasi untuk memenuhi kepentingannya (March dan Simon, 1958). Berdasarkan saling ketergantungan (*mutual dependency*) ini, *stakeholder* memiliki klaim yang sah tentang bagaimana perusahaan harus mengalokasikan sumber daya untuk kegiatan yang berbeda (Freeman, 1984; Pearce, 1982). Dengan demikian, tugas manajer untuk membuat keputusan strategis dan mengalokasikan sumber daya dengan cara yang paling konsisten dengan klaim pemangku kepentingan (Hill dan Jones, 1992). Logika ini menunjukkan bahwa manajer dapat dilihat sebagai agen *stakeholder* (prinsipal) dalam hubungan kontrak implisit (Hill dan Jones, 1992).

Kebijakan keuangan perusahaan yang memicu dan mempunyai kontribusi pada penciptaan nilai perusahaan adalah kebijakan investasi. Tujuan maksimalisasi penciptaan nilai bagi para pemangku kepentingan dicapai melalui strategi kebijakan investasi yang memberikan nilai pada para *stakeholdern*ya. Menurut Cadbury (2002) tidak mungkin untuk mengisolasi unsur ekonomi dalam keputusan bisnis dari konsekuensi sosial. Strategi kebijakan investasi yang tepat adalah strategi yang menggabungkan (sinkronisasi) investasi berorientasi ekonomi dan berorientasi sosial. Strategi ini mempunyai dimensi yang dapat memberikan nilai bagi *stakeholder*.

Menurut Tendelilin (2010:2) investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa depan. Definisi ini sangat tepat dipergunakan sebagai definisi operasional investasi berorientasi ekonomi. Investasi berorientasi ekonomi adalah penggunaan dana atau *asset* perusahaan untuk mendapatkan laba (*return on investment*). Namun dalam investasi berorientasi sosial atau investasi yang bertanggungjawab sosial (*socially responsibility investment*) mempunyai implementasi yang berbeda dari investasi berorientasi ekonomi. Investasi berorientasi sosial adalah penggunaan dana perusahaan untuk kepentingan sosial dan lingkungan sebagai bentuk tanggung jawab sosial perusahaan (*corporate social responsibility*–CSR) terhadap *stakeholder*. Investasi berorientasi sosial atau CSR mendapatkan keuntungan atau benefit yang bersifat tidak langsung. CSR menghasilkan keuntungan berkaitan dengan manfaat menciptakan *goodwill* pada pemangku kepentingan (Jones, 1995; Kotter dan Heskett, 1992; Pfeffer, 1998; Reichheld, 1996; Ullmann, 1985, Waddock dan Graves, 1997). Variasi dari perspektif ini telah dijelaskan menggunakan istilah termasuk teori instrumental

pemangku kepentingan (Jones, 1995), teori manajemen yang baik (Waddock dan Graves, 1997), dan efek loyalitas (Reichheld, 1996). Dengan CSR maka perusahaan dapat menghindari biaya yang dihasilkan dari denda atau klaim masyarakat untuk masalah lingkungan (Waddock dan Graves, 1997).

Kajian kelayakan strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial secara teoretik dibahas melalui keterkaitan kinerja keuangan perusahaan (*Corporate Financial Performance*-CFP) dan kinerja sosial perusahaan (*Corporate Social Performance*-CSP). Kajian keterkaitan kedua hasil strategi orientasi kebijakan investasi tersebut telah dibahas pada sub bab diatas berdasarkan teori utama Teori *Agency* dan Teori *Stakeholder*, sintesis Teori *Agency-Stakeholder*, serta teori substansial *good management theory*, *slack resources theory* dan *vituous cycle.* Sinkronisasi CFP dan CSP secara teoretik dan empirik dapat dilakukan karena terbukti saling berkorelasi positif dan tidak ada *trade-off* antara keduanya (Waddock & Graves, 1997; Orlitzky *et al.*, 2003; Wissink, 2012). Berdasarkan kajian teoretik sintesis teori *Agency* dan teori *Stakeholder, substansial theory* dan penelitian empirik diatas maka diderivasi suatu proposisi yaitu Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial (*Effectiveness Social Committed Investment*).

Pengertian efektivitas menurut Kamus Bahasa Indonesia adalah keberhasilan suatu tindakan yang diukur berdasarkan pencapaian tujuan tindakan tersebut. Menurut Emerson (dalam Handayaningrat, 1996:16) efektivitas adalah pengukuran dalam arti tercapainya sasaran atau tujuan yang telah ditentukan sebelumnya. Apabila sasaran atau tujuan telah tercapai sesuai dengan yang direncanakan sebelumnya, maka sasaran dan tujuan tersebut efektif. Sedangkan menurut Komaruddin (2000:269) mendefinisikan efektivitas adalah suatu keadaan yang menunjukkan tingkat keberhasilan atau kegagalan kegiatan manajemen dalam mencapai tujuan yang telah ditetapkan terlebih dahulu. Dari definisi tersebut maka dapat disimpulkan efektivitas adalah pencapaian sasaran yang berkaitan dengan tujuan yang telah ditetapkan.

Berdasarkan definisi tersebut maka Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dapat diartikan tercapainya sasaran dan tujuan dari strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial. Sasaran strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial adalah menggabungkan antara perolehan keuntungan yang sebesar-besarnya dengan kebajikan sosial melalui kinerja keuangan perusahaan (*Corporate Financial Performance* – CFP) dan kinerja sosial perusahaan (*Corporate Social Performance* – CSP). Tujuan strategi ini adalah maksimalisasi penciptaan nilai perusahaan bagi para *stakeholder*. Efektivitas dalam konteks ini adalah pencapaian sasaran dan tujuan dari strategi. Strategi ini mampu mencapai maksimalisasi penciptaan nilai bagi *shareholder* (dari hasil investasi berorientasi ekonomi) dan *stakeholder* (dari hasil investasi berorientasi sosial).

Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial adalah strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial yang mampu menghasilkan dampak pada pencapaian tujuan maksimalisasi nilai bagi *stakeholder*. Strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial merupakan strategi investasi yang mengoptimalisasikan penggunaan *asset* (investasi) perusahaan untuk memperoleh

keuntungan yang sebesar-besarnya dengan kebajikan sosial. Strategi investasi ini efektif untuk menghasilkan *outcome* yaitu tercapainya tujuan maksimalisasi nilai perusahaan yang selaras bagi para pemangku kepentingan (*stakeholders oriented*).

Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial ini dapat dicapai apabila terdapat suatu tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Struktur kepemilikan dan *board of directors* dalam struktur dan mekanisme *corporate governanc*e menjadi faktor penting untuk mendorong manajerial mencapai efektivitas investasi berkomitmen sosial (Ioannou dan Serafeim, 2010; Chan Du dan Jia Wu, 2011; Kock *et al.*,2012). Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial memberikan citra positif perusahaan sehingga berdampak positif terhadap reputasi perusahaan dan nilai perusahaan (Tom, 2002; Demacarty, 2009; Kim dan Statman, 2012). Reputasi perusahaan yang baik berpotensi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial diharapkan mampu menjadi faktor pemediasi pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap penciptaan nilai perusahaan (Cheung *et al.*, 2012).

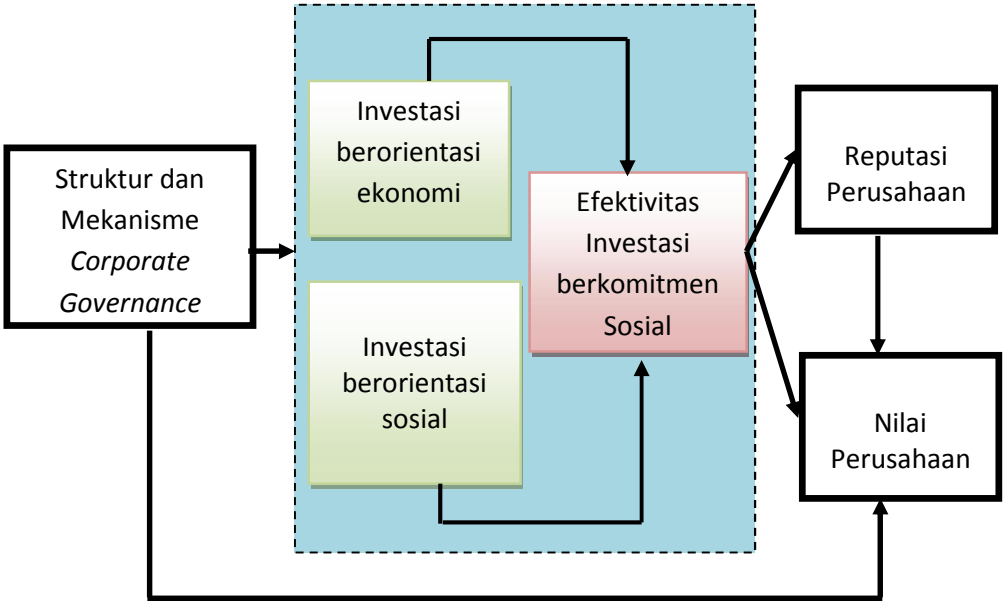
Berdasarkan pada uraian diatas maka dapat dirumuskan pernyataan proposisi sebagai berikut:

Proposisi:

Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial *merupakan kemampuan menghasilkan dampak pencapaian tujuan maksimalisasi nilai bagi pemangku kepentingan dari strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial. Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dapat dicapai dengan struktur dan mekanisme corporate governance yang baik. Ketika Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dapat dicapai maka akan meningkatkan reputasi dan nilai perusahaan (usulan: Indriani, 2013).*

Pernyataan proposisi tersebut dapat digambarkan dalam gambar 4.1 model piktografis sebagai berikut:

Gambar 4.1
Model Piktografis Proposisi



Sumber: Dikembangkan Untuk Disertasi

Model Piktografis Proposisi pada Gambar 4.1 menjelaskan bahwa Konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial merupakan strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial yang menghasilkan dampak pada pencapaian tujuan maksimalisasi nilai bagi *stakeholder*. Berdasarkan kajian teoretik dan empirik, sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial menghasilkan kinerja keuangan dan kinerja sosial perusahaan yang saling berkorelasi positif (Preston dan O'Bannon, 1997; Waddock & Graves, 1997; Orlitzky *et al.*, 2003; Wissink, 2012). Hal ini mendorong strategi sinkronisasi orientasi investasi tersebut efektif untuk memperoleh keuntungan (*return on invesment*) yang sebesar-besarnya dari investasi berorientasi ekonomi sehingga efektif untuk menyediakan dana untuk kepentingan sosial. Dengan demikian akan dapat mencapai efektivitas dari strategi tersebut yaitu tercapainya tujuan maksimalisasi nilai perusahaan yang memperhatikan keselarasan para pemangku kepentingan. Dampak dari konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial adalah memberikan *image* atau citra yang baik bagi perusahaan sehingga berdampak pada reputasi perusahaan dan peningkatan nilai perusahaan. Konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial ini dapat dicapai melalui struktur dan mekanisme *corporate governance* yang baik.

Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dalam penelitian ini diukur dalam dua dimensi yaitu dimensi kinerja keuangan perusahaan (*Corporate Financial performance*) dan dimensi kinerja sosial perusahaan (*Corporate Social Performance*). Pengukuran dimensi kinerja keuangan perusahaan menggunakan ROA. Studi empirik yang menggunakan *ROA* untuk mengukur kinerja keuangan antara lain penelitian McGuire *et al*. (1988); Waddock & Graves (1997); Preston

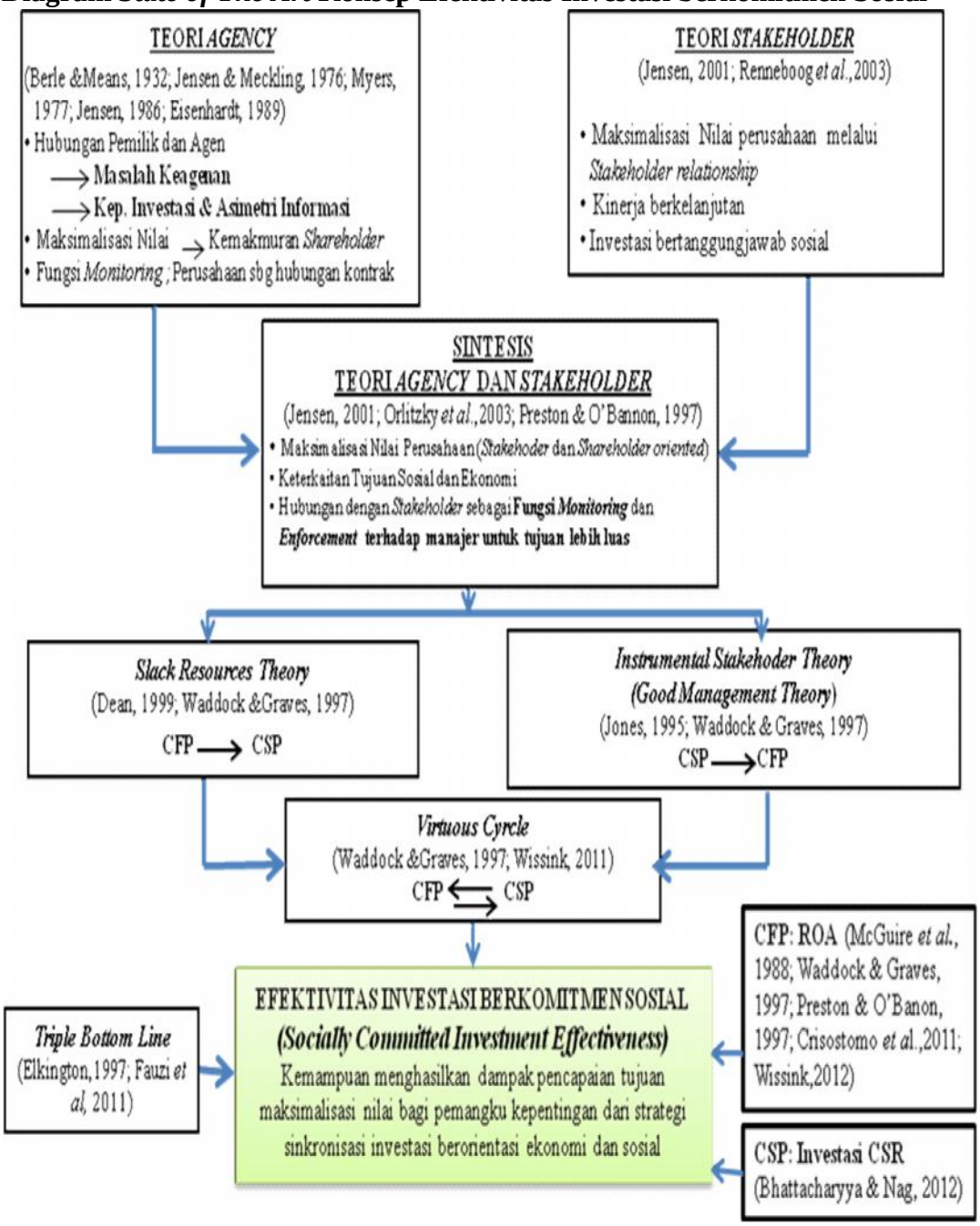
& O'Banon (1997); Johnson & Greening (1999); Crisostomo *et al*. (2011); Wissink (2012). Kinerja sosial perusahaan diukur dengan menggunakan proksi rasio proporsi dana yang dialokasikan pada aktivitas *Corporate Social Responsibility* (*CSR*) dari keuntungan bersih (*net income*). Dasar pemilihan ukuran tersebut adalah: (1) berdasarkan *content* diadopsi dari penelitian Bhattacharyya dan Nag (2012) dengan proksi mode belanja dan dana *CSR* (uang tunai, dalam bentuk natura, relawan dan pinjaman); (2) berdasarkan konteks di Indonesia tentang ketentuan dana *CSR* menggunakan Undang Undang Badan Usaha Milik Negara (UU BUMN) No 19 Tahun 2003 yang dijelaskan melalui Peraturan Menteri Badan Usaha Milik Negara (Per.Men BUMN) Nomor 05/MBU/2007, mengatur dana Program Kemitraan dan Bina Lingkungan (PKBL) sebesar 4% dari keuntungan bersih.

Integrasi dari dimensi kinerja keuangan perusahaan dan kinerja sosial perusahaan merupakan proksi yang digunakan untuk mengukur Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial. *EIBS* diukur dengan *ROA* dikalikan dengan besarnya penggunaan dana untuk aktivitas *CSR*. *ROA* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari *asset* yang dipergunakan. Tingginya *ROA* tergantung pada rasio perputaran *asset* dan rasio kemampuan menghasilkan laba (*profit margin*). Rasio perputaran *asset* diukur dengan rasio dari penjualan tahunan terhadap jumlah *asset* (*asset turnover ratio).* Rasio perputaran *asset* ditafsirkan dengan rasio pemanfaatan *asset* (*asset utilization ratio*) yang menunjukkan bagaimana manajemen efektif menyebarkan *asset* perusahaan. Rasio perputaran *asset* yang tinggi menunjukkan keputusan investasi yang baik sehingga dapat menciptakan *return* yang tinggi. Investasi aktivitas *CSR* diperoleh dari proporsi penggunaan dana untuk aktivitas CSR dari keuntungan bersih (*net income*) perusahaan. *ROA* yang tinggi berkaitan dengan penggunaan dana yang akan dialokasikan untuk aktivitas *CSR*. Semakin tinggi kemampuan aktiva untuk menghasilkan penjualan dan menghasilkan pendapatan (*ROA*) maka jumlah dana yang digunakan untuk aktivitas *CSR* semakin besar. Secara garis besar, *EIBS* adalah kemampuan perusahaan dalam menyediakan dana untuk aktivitas *CSR* dari *asset* yang dipergunakan melalui investasi. Ketersediaan dana untuk aktivitas *CSR* dari *asset* yang dipergunakan merefleksikan adanya keseimbangan dalam mengakomodasi *stakeholder* sehingga akan dapat dicapai tujuan perusahaan dalam jangka panjang yaitu maksimalisasi nilai perusahaan dengan keselarasan kepentingan seluruh *stakeholder*.

6. *State of the Art* Proposisi Efektitivitas Investasi Berkomitmen Sosial

State of the art proposisi Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial ini dapat digambarkan melalui diagram Gambar 4.2 berikut ini.

Gambar 4.2
Diagram *State of The Art* Konsep Efektivitas Investasi berkomitmen Sosial



Sumber: Teori dan Studi Empirik yang dikembangkan untuk Disertasi

7. Indikator Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial

Pendekatan yang digunakan untuk mengukur Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial mengacu pada konsep *Triple Bottom Line* atau TBL (Elkington, 1997 dan Fauzi *et al.,* 2011). Berdasarkan pandangan *stakeholder* dan

menurut Atkinson *et al*. (1997) dan Nickols (2000), pendekatan yang harus digunakan perusahaan untuk mengukur kinerja perusahaan adalah pendekatan *stakeholder*, atau sering disebut pendekatan pengukuran kinerja berbasis *stakeholder*. Kinerja perusahaan akan diukur dari tiga aspek: (i) keuangan, (ii) lingkungan, dan (iii) sosial (Gray dan Milne, 2004). Selain itu, ketika mengacu pada pandangan *stakeholder*, gagasan yang mendasari konsep TBL juga membuat dasar untuk kinerja perusahaan yang berkelanjutan, yaitu untuk mengakomodasi kepentingan kelompok *stakeholder* berbagai masyarakat dan tidak hanya pemegang saham saja (O'Donovan, 2002; Hubbard, 2006). Ukuran kinerja untuk konsep TBL dalam akuntansi pada dasarnya terdiri dari dua aspek, yaitu keuangan (atau ekonomi) dan kinerja sosial di mana lingkungan merupakan bagian dari sosial.

Berdasarkan pendekatan pengukuran diatas maka Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dalam penelitian ini diukur dalam dua dimensi yaitu dimensi kinerja keuangan perusahaan (*Corporate Financial performance*) dan dimensi kinerja sosial perusahaan (*Corporate Social Performance*). Pengukuran dimensi kinerja keuangan perusahaan dan kinerja sosial perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Kinerja keuangan perusahaan (*Corporate Financial performance*) digunakan untuk mengukur investasi berorientasi ekonomi. Pendekatan keputusan investasi yang digunakan pada penelitian ini adalah investasi berbasis *asset* yaitu penambahan aktiva yang digunakan perusahaan untuk menghasilkan penerimaan. Investasi berbasis *asset* dapat dilihat dari pertumbuhan aktiva, kemampuan aktiva untuk menghasilkan penjualan dan pengeluaran investasi.

   Pendekatan investasi berbasis *asset* yang digunakan dalam penelitian ini adalah kemampuan aktiva untuk menghasilkan penjualan atau *total asset turnover ratio.* Kinerja keuangan perusahaan untuk mengukur kemampuan aktiva untuk menghasilkan penjualan atau *total asset turnover ratio* dan menghasilkan pendapatan atau *return* menggunakan kinerja berbasis akuntansi (*performance based accounting*) dengan proksi *Return On Asset (ROA)* atau *Return On Investment (ROI).* ROA dan ROI mempunyai formula yang sama. ROI mengacu data pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Studi empirik banyak menggunakan istilah ROA. Studi empirik yang menggunakan *ROA* untuk mengukur kinerja keuangan antara lain penelitian McGuire *et al*. (1988); Waddock & Graves (1997); Preston & O'Banon (1997); Johnson & Greening (1999); Crisostomo *et al.* (2011); Wissink (2012). *Return on Asset* menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva atau

asset yang dipergunakan. *ROA* dalam persamaan Dupont (Brigham dan Daves, 2002:233) disebut dengan *earning power* yang diperoleh dari perkalian rasio perputaran *asset* (*total asset turnover ratio)* dan *profit margin*. Rasio ini menunjukkan tingkat efisiensi investasi yang diperlihatkan pada tingkat perputaran *asset*. Apabila perputaran *asset* meningkat dan *profit margin* tetap maka *earning power* tetap meningkat.

Rasio perputaran *asset* digunakan dalam konteks keagenan oleh Ang, *et al*. (2000) dan Danielson dan Scott (2007) untuk membangun indeks biaya keagenan. Rasio perputaran *asset* ditafsirkan dengan rasio pemanfaatan *asset* (*asset utilization ratio*) yang menunjukkan bagaimana manajemen efektif menyebarkan *asset* perusahaan. Sebuah rasio perputaran *asset* yang tinggi menunjukkan keputusan investasi yang baik atau efektif menciptakan *return* yang tinggi (Florackis, 2009).

b. Kinerja sosial perusahaan (*Corporate Social Performance*) dalam penelitian ini digunakan untuk mengukur investasi berorientasi sosial. CSP diukur dengan menggunakan proksi rasio proporsi dana yang dialokasikan pada aktivitas *Corporate Social Responsibility* (*CSR*) dari keuntungan bersih (*net income*). Proksi ini merupakan pengungkapan aktivitas CSR yang diukur dengan unit moneter. Dasar pemilihan ukuran tersebut adalah: (1) berdasarkan *content* diadopsi dari penelitian Bhattacharyya dan Nag (2012) dengan proksi mode belanja dan dana *CSR* (uang tunai, dalam bentuk natura, relawan dan pinjaman); (2) berdasarkan konteks di Indonesia tentang ketentuan dana *CSR* menggunakan Undang Undang Badan Usaha Milik Negara (UU BUMN) No 19 Tahun 2003 yang dijelaskan melalui Peraturan Menteri Badan Usaha Milik Negara (Per.Men BUMN) Nomor 05/MBU/2007, mengatur dana Program Kemitraan dan Bina Lingkungan (PKBL) sebesar 4% dari keuntungan bersih.

Data diperoleh dari *annual report* yang berupa pengungkapan aktivitas CSR yang dihitung dalam unit moneter. Pelaporan *CSR* atau pengungkapan sosial adalah rencana strategis perusahaan untuk menunjukkan kinerja sosial suatu perusahaan kepada para pemangku kepentingan (Roberts, 1992). Pelaporan *CSR* sebagai bagian dari dialog antara perusahaan dengan para *stakeholder* (Gray *et al.,* 1995). Oleh karena itu, teori *stakeholder* memberikan kerangka yang berguna untuk mengevaluasi *CSR* melalui kegiatan pelaporan sosial (Snider *et al.,* 2003). Pengungkapan *CSR* merupakan bentuk pertanggung-jawaban sosial perusahaan terhadap *stakeholder*. Bentuk pertanggung-jawaban sosial perusahaan disampaikan dalam bentuk mekanisme berupa laporan perusahaan kepada pihak-pihak yang berkepentingan baik berupa laporan

keuangan, laporan tahunan maupun jenis laporan lainya. Laporan tersebut merupakan bentuk penyediaan informasi keuangan dan non-keuangan sehubungan dengan interaksi organisasi dengan lingkungan fisik dan sosial, sebagaimana dinyatakan dalam laporan tahunan atau laporan sosial terpisah (Hackston dan Milne, 1996). Data diperoleh dari pengungkapan sosial perusahaan mencakup rincian lingkungan fisik, energi, sumber daya manusia, produk dan hal-hal keterlibatan masyarakat serta pembiayaannya.

Integrasi dari dimensi kinerja keuangan perusahaan dan kinerja sosial perusahaan merupakan proksi yang digunakan untuk mengukur Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial. Secara ringkas Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial (*EIBS*) dapat ditulis dalam rumus:

$$EIBS = ROAxPenggunaanDanaCSR$$

$$EIBS = \frac{TATO}{Asset} x \frac{NetIncome}{TATO} x \frac{DanaCSR}{NetIncome}$$

$$EIBS = \frac{DanaCSR}{Asset}$$

EIBS diukur dengan *ROA* dikalikan dengan besarnya penggunaan dana untuk aktivitas *CSR*. *ROA* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari *asset* yang dipergunakan. Tingginya *ROA* tergantung pada rasio perputaran *asset* dan rasio kemampuan menghasilkan laba (*profit margin*). Rasio perputaran *asset* diukur dengan rasio dari penjualan tahunan terhadap jumlah *asset* (*asset turnover ratio).* Rasio perputaran *asset* ditafsirkan dengan rasio pemanfaatan *asset* (*asset utilization ratio*) yang menunjukkan bagaimana manajemen efektif menyebarkan *asset* perusahaan. Rasio perputaran *asset* yang tinggi menunjukkan keputusan investasi yang baik sehingga dapat menciptakan *return* yang tinggi.

Investasi aktivitas *CSR* diperoleh dari proporsi penggunaan dana untuk aktivitas CSR dari keuntungan bersih (*net income*) perusahaan. *ROA* yang tinggi berkaitan dengan penggunaan dana yang akan dialokasikan untuk aktivitas *CSR*. Semakin tinggi kemampuan aktiva untuk menghasilkan pendapatan (*ROA*) maka penyediaan dana yang digunakan untuk aktivitas *CSR* semakin besar. Hal ini menunjukkan bagaimana manajemen efektif menyediakan dana untuk CSR dari keuntungannyan diperoleh dari hasil investasi berorientasi ekonomi. Keuntungan bersih perusahaan dapat dialokasikan antara lain untuk: (1) *shareholder* dalam bentuk dividen; (2) *stakeholder* dalam bentuk investasi *CSR*; (3) sumber dana

internal perusahaan dalam bentuk laba ditahan (*retained earning*). Alokasi keuntungan bersih perusahaan secara proporsional akan berdampak pada penyelarasan kepentingan seluruh *stakeholder*.

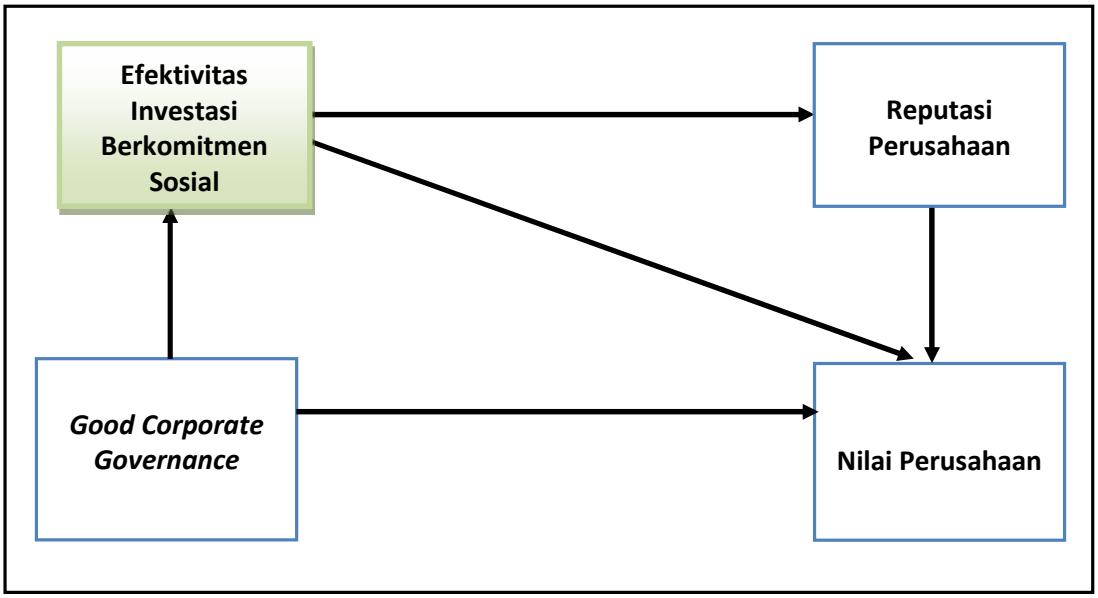
Secara garis besar, *EIBS* adalah kemampuan perusahaan dalam menyediakan dana untuk aktivitas *CSR* dari *asset* yang dipergunakan melalui investasi. Ketersediaan dana untuk aktivitas *CSR* dari *asset* yang dipergunakan merefleksikan adanya keseimbangan dalam mengakomodasi *stakeholder* sehingga akan dapat dicapai tujuan perusahaan maksimalisasi nilai perusahaan dengan keselarasan kepentingan seluruh *stakeholder*.

8. Model Teoretikal Dasar

Model piktografis proposisi menggambarkan hubungan antara konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen dengan konsep lain yang terkait (gambar 4.3). Dari model piktografis proposisi maka Model Teoretikal Dasar dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 4.3

Usulan Model Teoretikal Dasar



Sumber: Dari beberapa teori yang dikembangkan.

Teori utama yang digunakan dalam model teoretikal dasar adalah Teori *Agency* dan Teori *Stakeholder*. Kedua teori tersebut bersintesis untuk menderivasi konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial (lihat *state of the art*). Hubungan antar konsep diawali adanya hubungan kesenjangan hasil penelitian empirik antara *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan. Konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dibangun atas dasar argumen perbedaan

kesenjangan hasil penelitian empirik, yang mengisyaratkan adanya perluasan kerangka teoretikal *corporate governance* dari perspektif teori *agency* kepada teori *stakeholder*. Konsekuensi dari pergeseran paradigma maka *Corporate Governance* harus memperhatikan masalah tanggung jawab sosial perusahaan

Konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial diderivasi dari sintesis Teori *Agency-Stakeholder*. Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial berarti tercapainya sasaran dan tujuan strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi. Sasaran yang akan dicapai strategi ini adalah menggabungkan keuntungan (*return*) yang tinggi dengan kebajikan sosial. Tujuan strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial adalah maksimalisasi penciptaan nilai bagi *stakeholder*. Efektivitas Investasi berkomitmen Sosial merupakan kemampuan menghasilkan dampak pencapaian tujuan maksimalisasi nilai bagi *stakeholder* dari strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial.

Konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial diukur dengan dua dimensi yaitu kinerja keuangan perusahaan dan kinerja sosial perusahaan. Kinerja keuangan dan kinerja sosial perusahaan merupakan informasi perusahaan. Dalam hubungan keagenan, teori *signaling* dibangun untuk menjelaskan mengenai *corporate insiders*, yaitu suatu kenyataan bahwa *director* mempunyai informasi lebih baik mengenai kondisi sekarang dan prospek perusahaan dibandingkan investor luar. Masalah asimetri informasi menyebabkan investor akan menempatkan kualitas valuasi yang rata-rata rendah terhadap saham perusahaan.

Pengungkapan informasi tentang kinerja keuangan perusahaan dan kinerja sosial perusahaan sebagai dimensi dari konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial memberikan *signal* bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang (*good news*) sehingga reputasi perusahaan akan meningkat ditandai dengan investor tertarik untuk melakukan perdagangan saham. Pasar akan bereaksi yang tercermin melalui perubahan dalam harga dan volume perdagangan saham (Sharpe, 1997).

Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dapat tercapai apabila perusahaan menerapkan *good corporate governance.* Kerangka teoretikal *corporate governance* menggunakan pendekatan teori *Agency*, teori *Ketergantungan Sumber Daya* dan teori *Stakeholder*. Secara esensial apabila model teoritis tersebut disederhanakan dalam dua perspektif dalam memahami *corporate governance*: (1) perspektif *shareholding* atau teori *shareholder;* (2) perspektif *stakeholding* atau teori *stakeholder*. Teori *shareholder* adalah teori *governance* yang memandang korporasi secara tradisional. Berle dan Means (1932) memberikan argumen bahwa

perusahaan didirikan dan dioperasionalkan untuk tujuan memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham sebagai akibat dari investasi yang dilakukan. Teori *stakeholder* adalah teori *governance* memandang korporasi kontras dengan pandangan tradisional. Freeman (1984) memandang bahwa perusahaan adalah organ yang berhubungan dengan berbagai pihak yang berkepentingan lainnya didalam maupun diluar perusahaan dan tidak hanya memperhatikan kepentingan pemegang saham.

Mekanisme *corporate governance* khususnya *board of directors* memperluas peran *monitoring*, peran layanan dan peran strategis terhadap pengambilan keputusan, kebijakan dan strategi investasi eksekutif dalam meningkatkan nilai perusahaan. Mekanisme *corporate governanc*e menjadi faktor penting untuk mendorong manajerial mencapai Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial. Berdasarkan hubungan antar konsep tersebut maka konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial sebagai pemediasi pada hubungan antara mekanisme *Corporate Governance* dan Nilai Perusahaan. Dengan demikian model teoretikal dasar ini diharapkan dapat menyelesaikan *gap* yang terjadi pada pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan.

BAB 5

MODEL PENELITIAN EMPIRIK (*EMPIRICAL RESEARCH MODEL*): EFEKTIVITAS INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL

Tujuan belajar:
Setelah mempelajari bab ini, diharapkan mampu:

1. Memahami dan menjelaskan dasar teoretik dan empirik untuk mengembangan hipotesis;
2. Mensintesis hipotesis-hipotesis guna membangun model penelitian empirik (*empirical research model*) konsep efektivitas investasi berkomitmen sosial.

1. Pengembangan Hipotesis

1.1 Hubungan Struktur dan Mekanisme *Corporate Governance* dan Nilai Perusahaan

Sebelum pengkajian masalah secara teoretik dan empirik perlu disampaikan terlebih dahulu tentang pengukuran nilai perusahaan. Nilai perusahaan pada berbagai penelitian sebelumnya menggunakan berbagai macam proksi *seperti spread value over cost, return saham, market value, total assets* (Fama dan French, 1998; Mc.Connel dan Muscarella, 1984; Masulis, 1980; Wright dan Ferris, 1997). Secara harafiah nilai perusahaan itu sendiri diamati melalui kemakmuran pemegang saham yang dapat diukur melalui harga saham perusahaan di pasar modal. Harga saham dapat dijadikan proksi sebagai nilai perusahaan apabila pasar telah memenuhi syarat efisien secara informasional. Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* yang dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan. Proksi nilai perusahaan yang menggunakan nilai pasar antara lain *Market Value Added* (MVA), *Price Earning Ratio* (PER) dan *Tobin's q*. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Tobin's q* dengan alasan karena dalam *Tobin's q* memasukkan semua unsur utang dan modal saham perusahaan atau seluruh *asset* perusahaan dibandingkan dengan nilai pasarnya. Jadi semakin besar nilai *Tobin's q* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik.

Corporate governance merupakan suatu elemen kunci dalam meningkatkan efisiensi ekonomis, yang meliputi serangkaian hubungan antara manajemen perusahaan, dewan direksinya (dewan direksi dan komisaris, untuk negara-negara yang menganut sistem hukum *two-tier*, termasuk Indonesia), para pemegang sahamnya dan *stakeholders* lainnya (OECD, 1999). *Corporate governance* juga memberikan suatu struktur yang memfasilitasi penentuan sasaran-sasaran (*objectives*) dari suatu perusahaan, dan sebagai sarana untuk mencapai sasaran-sasaran tersebut dan sarana untuk menentukan teknik monitoring kinerja. *Good corporate governance* harus memberikan insentif yang tepat untuk dewan direksi dan manajemen dalam rangka mencapai sasaran-sasaran yang ditentukan dari sisi kepentingan perusahaan dan para pemegang saham dan juga harus dapat memfasilitasi monitoring yang efektif, sehingga mendorong perusahaan untuk menggunakan sumberdaya secara efisien (OECD, 1999).

Perilaku manipulasi oleh manajer yang berawal dari konflik kepentingan tersebut dapat diminimumkan melalui suatu mekanisme *monitoring* yang bertujuan untuk menyelaraskan (*alignment*) berbagai kepentingan tersebut. *Pertama*, melalui peran *monitoring* oleh dewan komisaris (*board of directors*). Baysinger dan Butler (1985) dan Setia-Atmaja (2009) menemukan independensi dewan berasosiasi positif dengan nilai perusahaan. Raheja (2005) menentukan ukuran dan komposisi dewan atau struktur dewan yang meningkatkan nilai perusahaan. *Kedua*, konsentrasi kepemilikan dapat menjadi mekanisme internal pendisiplinan manajemen sebagai salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk meningkatkan efektivitas *monitoring*, karena dengan kepemilikan besar menjadikan pemegang saham memiliki akses informasi yang cukup signifikan untuk mengimbangi keuntungan informasional yang dimiliki manajemen (Hubert dan Langhe, 2002). *Ketiga*, dengan memperbesar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*managerial ownership*) (Jensen dan Meckling, 1976), sehingga kepentingan pemilik atau pemegang saham akan dapat disejajarkan dengan kepentingan manajer.

Ketiga faktor tersebut yaitu dewan komisaris (*board of directors)*, konsentrasi kepemilikan (*ownership concentration*) dan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) merupakan aspek dari struktur dan mekanisme *corporate governance* dalam penelitian ini. Struktur *corporate governance* di Indonesia terdiri dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sebagai kekuasan tertinggi, Dewan Komisaris dan Dewan Direksi. Kedudukan dewan komisaris dan direksi sejajar dan direksi dapat diberhentikan RUPS atas usul dewan komisaris. Sedangkan mekanisme *Corporate Governance* merupakan suatu aturan main, prosedur dan hubungan yang jelas antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang melakukan kontrol terhadap keputusan tersebut. Mekanisme *Corporate Governance* diarahkan untuk menjamin dan mengawasi berjalannya sistem *governance* dalam sebuah organisasi. Peran *monitoring* oleh dewan komisaris (*board of directors*) merupakan mekanisme internal *corporate governance*. Sedangkan konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan manajerial merupakan bagian dari struktur *corporate governance* dari struktur kepemilikan pemegang saham yang dapat menjadi mekanisme *corporate governance* untuk meningkatkan efektivitas *monitoring*.

1). Hubungan Intensitas Peran Dewan dan Nilai Perusahaan

Dewan komisaris (*board of directors*) adalah puncak dari sistem kontrol sebuah perusahaan dengan peran utama pemantauan manajemen atas nama pemegang saham. Dewan mempunyai kekuatan untuk mempekerjakan, memberhentikan dan kompensasi manajer tingkat atas, untuk meratifikasi dan memonitor keputusan penting (Fama dan Jensen, 1983; Gillan, 2006). Dewan memastikan direktur eksekutif bekerja seuai dengan kepentingan pemegang saham. Dari perspektif teori agensi, peran dewan adalah sebagai perangkat pemilik yang memberikan biaya rendah dari mekanisme *governance* lainnya seperti pengambil-alihan pasar untuk memecahkan masalah keagenan seperti mengganti atau penataan kembali manajer puncak (Fama, 1980). Teori *Property Right* menunjukkan wawasan bahwa manajer dalam dan luar memiliki peran

dalam mendisiplinkan manajemen (Alchian dan Demsetz, 1972). Selanjutnya, teori ketergantungan sumber daya melihat dewan direksi sebagai mekanisme *co-optatif* dengan peran yang cocok dengan perusahaan dengan tuntutan lingkungan (Aguilera, 2005).

Penelitian ini menggunakan variabel Intensitas Peran Dewan yang merupakan pendekatan yang dibutuhkan dewan dalam menjalankan fungsi dan perannya. Dewan dengan fungsi dan perannya untuk *monitoring*, layanan dan strategis tidak bisa optimal hanya dengan proporsi jumlah komisaris independen dalam perusahaan, namun membutuhkan aktivitas dalam menjalankan peran tersebut yaitu proses. Intensitas peran dewan menggunakan cara komposit antara atribut komposisi dan atribut proses. Atribut proses menggunakan proksi frekuensi rapat antara dewan komisaris, komite dan direksi (Zahra dan Peace, 1989) dan atribut komposisi yang menggunakan proksi independensi dewan. Selanjutnya Intensitas Peran Dewan digunakan dalam penelitian ini sebagai atribut dari *Board of Directors*.

Proses dewan dapat diukur dari frekuensi diadakannya pertemuan dewan komisaris baik antar dewan, dengan komite dan dengan direksi (*board meeting*). Vafeas (1999) menyatakan bahwa aktivitas *board* merupakan dimensi penting dan bahwa frekuensi rapat yang dilakukan memiliki hubungan dengan kinerja operasi perusahaan. Semakin sering dewan komisaris mengadakan rapat, maka akses informasi juga akan semakin merata di antara sesama komisaris, sehingga keputusannya semakin baik yang berdampak pada kinerja perusahaan yang lebih baik. Rapat dewan komisaris merupakan salah satu sumber informasi yang nantinya digunakan untuk meningkatkan efektifitas dewan komisaris. Informasi yang diungkapkan melalui rapat tersebut meliputi tidak hanya pada visi, misi, sasaran usaha dan strategi perusahaan, kondisi keuangan, pengendalian internal tetapi juga pihak-pihak yang memiliki kepentingan dengan perusahaan. Penelitian empirik yang mendukung antara lain Perry (1996); Conger *et al.* (1998); dan Ntim dan Osei (2011).

Komposisi dewan diukur dengan proporsi komisaris independen dari jumlah seluruh dewan komisaris. Dalam mengelola perusahaan menurut kaedah-kaedah umum *Good Corporate Governance (*GCG*)*, peran Komisaris Independen sangat diperlukan. Komisaris Independen dapat berfungsi untuk mengawasi jalannya perusahaan dengan memastikan bahwa perusahaan tersebut telah melakukan praktek-praktek transparansi, disklosur, kemandirian, akuntabilitas dan praktek keadilan menurut ketentuan yang berlaku di suatu sistem perekonomian. Komisaris independen yang melakukan tugasnya dengan baik, akan dapat meningkatkan kredibilitas perusahaan di mata pasar sehingga diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan. Dukungan empirik antara lain Cotter dan Silvester (2003); Klapper dan Love (2002); dan Shan dan McIver (2012). Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat dibangun hipotesis sebagai berikut:

H1: Semakin tinggi intensitas peran dewan semakin tinggi nilai perusahaan.

2) Hubungan Konsentrasi Kepemilikan dan Nilai Perusahaan

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang (Iturriaga dan Sanz, 2000) yaitu: pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan diantara berbagai pemegang klaim. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal (Leland dan Pyle, 1977).

Kepemilikan perusahaan-perusahaan publik di Indonesia sebagian besar adalah terkonsentrasi. Kepemilikan terkonsentrasi adalah konsentrasi hak aliran kas (*cash flow right*), konsentrasi hak kontrol, dan *cash flow right leverage* keluarga, pemerintah, institusi keuangan dimiliki secara luas, perusahaan dimiliki secara luas, atau lain-lain sebagai pemegang pengendali. Hal ini dapat mendorong pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Ekspropriasi adalah suatu proses penggunaan hak kontrol atau kendali seseorang untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al*., 1999)

Pemegang saham pengendali memiliki insentif yang kuat untuk mengawasi manajer dan mekasimalkan laba ketika ia mempunyai hak aliran kas yang substansial. Hal ini menunjukkan komitmen pemegang saham pengendali untuk tidak melakukan ekspropriasi. Ini mengimplikasikan efek *alignment*. *Alignment* adalah tindakan pemegang saham pengendali yang selaras dengan kepentingan saham non pengendali.

Konsentrasi kepemilikan dapat menjadi mekanisme internal pendisiplinan manajemen sebagai salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk meningkatkan efektivitas *monitoring*. Kepemilikan saham yang besar menjadikan pemegang saham memiliki akses informasi yang cukup signifikan untuk mengimbangi keuntungan informasional yang dimiliki manajemen (Hubert dan Langhe, 2002). Beberapa penelitian empirik tentang pengaruh positif konsentrasi kepemilikan terhadap nilai perusahaan antara lain Leech dan Leahy (1991), Thomsen dan Pedersen (2000), Denis dan McConnell (2003), Dinga dan Stratling (2009) dan Mandaci dan Gumus (2010). Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat dibangun hipotesis sebagai berikut:

H2: Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3) Hubungan Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan

Secara teoritis ada dua hipotesis utama tentang dampak kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan didasari pada hipotesis *alignment of interest* dan hipotesis *entrenchment.* Hipotesis a*lignment of interest* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa tindakan dan keputusan yang dibuat bersifat *non-value maximizing* timbul ketika manajer memiliki saham perusahaan dalam jumlah yang sangat sedikit. Ketika jumlah kepemilikan saham manajer

meningkat, manajer memiliki kepentingan (*interest*) sehingga tindakan manajer lebih bersifat *value maximizing*. Tindakan ini menyebabkan peningkatan nilai perusahaan. Hipotesis *entrenchment* yang dikemukakan oleh Stulz (1980) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang semakin tinggi akan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Manajer yang memiliki jumlah saham yang besar akan cenderung *entrench* pada posisinya. Akibatnya keputusan yang diambil bersifat *non-value maximizing* sehingga nilai perusahaan menurun.

Hill dan Snell (1989) mengemukakan bahwa kepemilikan meningkat oleh orang dalam mempengaruhi arah strategis perusahaan dan meningkatkan komitmen jangka panjang mereka. Zahra *et al.* (1993) membuktikan secara kolektif terdapat hubungan positif antara kepemilikan dalam (*insider*) dan kinerja keuangan perusahaan. Penlitian laian yang mendukung antara lain McConnell dan Servaes (1990); Agrawal & Mandelker (1990); Leech & Leahy (1991); dan Thomsen & Pedersen (2000); Zeitun dan Gang (2007). Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat dibangun hipotesis sebagai berikut:

H3: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

1.2 Hubungan Struktur dan Mekanisme *Corporate Governance* dan Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial

1) Hubungan Intensitas Peran Dewan dan Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial

Salah satu isu kunci dalam literatur tentang tata kelola perusahaan adalah struktur *board of directors* atau struktur dewan. Struktur dewan mengacu pada dimensi organisasi dewan yang meliputi jumlah dan jenis komite, keanggotaan komite, dan aliran informasi di antara komite ini (Zahra dan Pearce, 1989). Peneliti pada teori keagenan telah merekomendasikan pembentukan kompensasi dan pengangkatan komite, komite audit dan komite hubungan pemegang saham yang akan melindungi hak-hak pemegang saham (Demsetz dan Lehn, 1985; Jensen dan Meckling, 1976). Pengaturan entitas semacam ini memungkinkan direksi untuk menangani lebih spesifik dengan isu-isu yang relevan yang mempengaruhi perusahaan. Menurut Ricart *et al*. (2005), mengadaptasi struktur dewan terhadap isu-isu keberlanjutan merupakan faktor fundamental dalam menjamin kualitas yang lebih baik dan kedalaman keseluruhan formulasi dan pelaksanaan strategi keberlanjutan perusahaan - termasuk hubungan dengan berbagai pemangku kepentingan.

Sejauh ini, penelitian empiris pada titik persimpangan tata kelola perusahaan dan teori *stakeholder* telah difokuskan pada persepsi anggota dewan tentang *stakeholder* atau orientasi CSR (Agle *et al.*, 1999; Ibrahim dan Angelidis, 1995; Wang dan Dewhirst, 1992) atau pada representasi pemangku kepentingan di dewan (Hillman *et al.*, 2001; Luoma dan Goldstein, 1999). Beberapa penelitian juga meneliti efek dari komposisi dewan terhadap kinerja pemangku kepentingan perusahaan (Hillman *et al.*, 2001) dan kinerja sosial perusahaan (Johnson dan Greening, 1999). Pemaduan isu-isu CSR ke dalam struktur dewan kemungkinan akan menyebabkan perspektif tata kelola yang lebih luas yang memperhitungkan kepentingan berbagai pemangku kepentingan. Dengan demikian, mengingat bukti

yang ditemukan untuk komite dewan lainnya, seperti komite audit, kompensasi dan nominasi, tampaknya masuk akal untuk mengusulkan adanya fungsi CSR di tingkat dewan sebagai indikator yang dapat diandalkan untuk pendekatan *stakeholder* dalam tata kelola perusahaan.

Teori yang dapat menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan terlibat dalam CSR dan bagaimana CSR berkaitan dengan *corporate governance*, kinerja, dan pemangku kepentingan adalah hipotesis resolusi konflik (*conflict-resolution hypothesis*). Literature berkaitan dengan resolusi konflik muncul karena tidak semua kepentingan *stakeholder* selalu terpenuhi (Calton dan Payne, 2003; Jensen, 2001; Scherer *et al.*, 2006). Dalam hipotesis resolusi konflik, peran perusahaan selain tunduk pada pengawasan pemegang saham melalui monitoring dewan, juga tunduk pada wacana pengawasan oleh pemangku kepentingan non-investasi (yaitu, aktivis sosial atau lingkungan). *Corporate governance* yang efektif memaksa manajer untuk bertindak dalam kepentingan terbaik pemegang saham. Di bawah tata kelola yang efektif, manajer memanfaatkan keterlibatan CSR untuk menyelesaikan konflik diantara para pemangku kepentingan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, keterlibatan CSR akan berhubungan positif dengan mekanisme *governance* yang lebih efektif. Dengan adanya resolusi konflik maka mekanisme tata kelola yang efektif bersama dengan keterlibatan CSR, akan menyebabkan kinerja perusahaan (nilai perusahaan) yang lebih baik melalui biaya agensi berkurang dan mengurangi konflik kepentingan antara berbagai pemangku kepentingan. Peran dewan independen dalam mekanisme pengawasan internal dan investor institusi serta analis surat berharga menyediakan pemantauan eksternal yang efektif (Chung dan Jo, 1996; Demsetz dan Lehn, 1985; Jo dan Kim, 2008; Knyazeva, 2007; Shleifer dan Vishny, 1986; Yu, 2008). Berkaitan dengan keterbukaan informasi keterlibatan CSR maka kegiatan CSR memiliki efek positif pada nilai perusahaan dan kinerja. Dari berbagai kajian teoretik dan empirik diatas maka hipotesis yang diajukan adalah:

H4: Semakin tinggi Intensitas Peran Dewan semakin tinggi derajat Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial.

2) Hubungan Konsentrasi Kepemilikan dan Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial

Pemegang saham besar biasanya akan memiliki kekuatan untuk mempengaruhi keputusan perusahaan melalui penunjukan direktur pada dewan (Boyd, 1994) dan aktivitas pemegang saham (Admati *et al.*, 1994; Lee dan Lounsbury, 2011). Kondisi ini diharapkan pemantauan lebih aktif dan intervensi pemegang saham dalam pembuatan keputusan perusahaan ketika beberapa pemegang saham besar memiliki sejumlah besar ekuitas. Penelitian empiris yang ada mendukung argumen bahwa konsentrasi kepemilikan mempengaruhi pembuatan keputusan perusahaan (Baysinger *et al.*, 1991; Kochhar dan David, 1996).

Anderson *et al*. (2003) berpendapat bahwa jenis pemegang saham dominan berbeda dengan pemegang saham lain dalam dua aspek: (a) kepentingan kelangsungan hidup jangka panjang perusahaan, dan (b) pentingnya menjaga

reputasi mereka sendiri yang sangat terkait dengan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham dominan, dibandingkan dengan jenis lain dari pemilik, akan lebih mungkin untuk mengadopsi keputusan yang memaksimalkan perilaku perusahaan ekonomi, sosial dan lingkungan. Selanjutnya, kebutuhan untuk mempertahankan reputasi mereka akan memerlukan komunikasi yang tepat dari perilaku perusahaan pada pasar. Beberapa penelitian empirik yang mengkaji efek konsentrasi kepemilikan terhadap investasi dibahas antara lain adalah Crespi dan Sellarto (2007); Syriopoulos *et al.* (2007); Andres (2008); Salami (2011) dan Oh *et al.* (2011). Berdasarkan kajian teoretik dan empirik diatas maka hipotesis yang diajukan adalah:

H5: Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial.

3) Hubungan Kepemilikan Manajerial dan Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial

Teori *Agency* (Eisenhardt, 1989; Jensen dan Meckling, 1976) menunjukkan bahwa manajer puncak memiliki kekuatan untuk mengalokasikan sumber daya di antara berbagai pemangku kepentingan dengan cara yang menjamin dukungan dari mereka. Namun, teori ini juga menunjukkan bahwa memberikan saham kepada para manajer adalah cara yang efektif untuk mengurangi masalah keagenan dengan menyelaraskan kepentingan manajer dengan para pemilik. Jika manajer memiliki saham yang signifikan, mereka lebih cenderung untuk membuat keputusan memaksimalkan nilai pemegang saham (McConnell dan Servaes, 1990; Denis *et al*., 1997). Jika tindakan bertanggung jawab secara sosial meningkatkan nilai perusahaan (Orlitzky *et al.*, 2003), sebagai teori manajemen yang baik menunjukkan, kepemilikan saham mungkin meningkatkan insentif para manajer untuk terlibat dalam CSR. Temuan empiris juga mendukung hubungan positif antara kepemilikan oleh para manajer dan keterlibatan CSR. Johnson dan Greening (1999) menemukan hubungan positif antara ekuitas manajemen puncak dan kinerja sosial pada lingkungan dan kualitas produk.

Kepemilikan manajerial merupakan sumber utama dari kekuasaan eksekutif (Finkelstein, 1992), dan penelitian menunjukkan bahwa para eksekutif melihat diri mereka sebagai penengah dari klaim yang bertentangan tentang organisasi. *Insider Ownership* dan terkait dengan kekuasaan yang ada, memungkinkan kemampuan eksekutif untuk mengalokasikan sumber daya antara pemangku kepentingan yang beragam dengan cara yang memastikan kontribusi berlanjut kepada pemangku kepentingan dan memperpanjang kemakmuran perusahaan. Zahra *et al*. (1993) mengemukakan bahwa kepemilikan *insider* secara positif terkait dengan tanggung jawab sosial perusahaan karena *insiders* dengan peningkatan ekuitas akan meningkatkan kekuatan untuk mengalokasikan sumber daya di antara berbagai pemangku kepentingan dengan cara yang akan menjamin dukungan stakeholder berkelanjutan. Berdasarkan kajian teoretik dan empirik diatas maka hipotesis yang diajukan adalah:

H6: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial.

1.3 Hubungan Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dan Reputasi serta Nilai Perusahaan

1) Hubungan Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dan Reputasi Perusahaan

Signaling theory menjelaskan bagaimana seharusnya sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen (agen) disampaikan kepada pemilik (*principal*). Dalam hubungan keagenan, terjadi asimetri informasi antara manajer dengan pihak eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Asimetri informasi terjadi ketika manajer memiliki informasi internal perusahaan yang lebih banyak dan mengetahui informasi lebih cepat dibandingkan pihak eksternal. Guna mengurangi asimetri informasi maka perusahaan harus mengungkapkan informasi yang dimiliki, baik informasi keuangan maupun non keuangan. Salah satu informasi yang wajib untuk diungkapkan oleh perusahaan adalah informasi tentang tanggung jawab sosial perusahaan atau *corporate social responsibility*. Informasi ini dapat dimuat dalam laporan tahunan perusahaan atau laporan sosial perusahaan terpisah. Perusahaan melakukan pengungkapan *corporate social responsibility* dengan harapan dapat meningkatkan reputasi dan nilai perusahaan.

Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial merupakan *outcome* dari strategi yang memadukan investasi berorientasi ekonomi dan investasi berorientasi sosial. Investasi berorientasi ekonomi merupakan pemanfaatan *asset* perusahaan untuk mendapatkan *return* sebesar-besarnya (motif keuangan). Sedangkan investasi berorientasi sosial merupakan penggunaan dana untuk *corporate social resposibility*. *Outcome* strategi sinkronisasi investasi ini merupakan informasi yang harus diungkapkan melalui laporan tahunan perusahaan sebagai sinyal yang berkualitas bagi perusahaan. Menurut Gray *et al*. (1987), *corporate social reporting* adalah proses pengkomunikasikan efek sosial dan lingkungan atas tindakan ekonomi perusahaan pada kelompok tertentu dalam masyarakat dan pada masyarakat secara keseluruhan dengan mengungkapkan informasi mengenai operasi perusahaan sehubungan dengan lingkungan sebagai tanggung jawab perusahaan.

Reputasi perusahaan adalah evaluasi keseluruhan *stakeholder* dari sebuah perusahaan dari waktu ke waktu (Gotsi dan Wilson, 2001). Reputasi perusahaan merupakan representasi persepsi tindakan masa lalu perusahaan dan prospek masa depan yang menggambarkan daya tarik keseluruhan perusahaan untuk semua unsur kunci bila dibandingkan dengan saingan terkemuka lainnya (Fombrun, 1996). Faktor utama yang mempengaruhi reputasi perusahaan adalah kinerja keuangan meskipun reputasi mungkin sangat dipengaruhi oleh perilaku etis anggota perusahaan. Pada saat laba dan harga saham suatu perusahaan telah mengungguli perusahaan lain dalam industri dan pasar yang lebih luas, perusahaan tersebut cenderung memiliki reputasi baik bagi pebisnis dan konsumen daripada jika kinerja keuangan perusahaan telah tertinggal pasar. Di sisi lain, kinerja yang buruk menyebabkan masalah keuangan dan kehilangan karyawan dan pelanggan utama (Vergin dan Qoronfleh, 1998). Penelitian terdahulu yang memberikan dukungan bahwa kinerja keuangan mempengaruhi reputasi perusahaan antara lain: McGuire dan Branch (1990); Hammond dan Slocum (1996); Dunbar dan Schwalbach (2000); Roberts dan Dowling (2002);

Rose dan Thomsen (2004); Sanchez dan Sotorrio (2007); Zhang dan Rezaee (2009); dan Lys *et al*. (2013).

Penelitian Toms (2002) menawarkan perluasan teoritis dari pandangan berbasis sumber daya dari perusahaan untuk memasukkan sinyal berkualitas melalui saluran pengungkapan akuntansi. Temuan penelitian menunjukkan bahwa implementasi, pemantauan dan pengungkapan kebijakan lingkungan dan pengungkapan dalam laporan tahunan memberikan kontribusi signifikan terhadap penciptaan reputasi lingkungan. Lys *et al.* (2013) mengkaji apakah pengeluaran tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) adalah bentuk amal perusahaan, investasi, atau sinyal informasi tentang prospek keuangan masa depan perusahaan. Temuan penelitian bahwa perusahaan melakukan pengeluaran CSR pada periode saat ini ketika mereka mengantisipasi kinerja keuangan yang lebih kuat di masa depan. Penelitian menunjukkan bahwa kausalitas asosiasi positif antara pengeluaran CSR dan kinerja perusahaan di masa depan berbeda dari apa yang diklaim dalam sebagian besar literatur, dan bahwa pengungkapan akuntabilitas korporasi adalah saluran lain dimana perusahaan menyampaikan informasi pribadi tentang prospek keuangan masa depan kepada pihak luar. Beberapa kajian teoretik dan empirik diatas maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

H7: Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial berpengaruh positif terhadap Reputasi Perusahaan.

2) Hubungan Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dan Nilai Perusahaan

Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial merupakan hasil strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial yang mampu berdampak pada pencapaian tujuan maksimalisasi penciptaan nilai bagi *shareholder* maupun *stakeholder* (usulan Indriani, 2013). Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial suatu hasil kebijakan strategi investasi perusahaan yang mengintegrasikan investasi berorientasi ekonomi dan sosial secara simultan. Sasaran yang akan dicapai dari strategi ini adalah menggabungkan keuntungan dari investasi dengan motif profit (*ROI* atau *ROA*) sebesar-besarnya dengan investasi sosial atau tanggung jawab sosial perusahaan (kebajikan sosial). Tujuan dari strategi ini adalah tercapainya tujuan maksimalisasi penciptaan nilai yang selaras antara *shareholder* dan *stakeholder*. Proposisi yang diderivasi dari sintesis Teori *Agency* dan Teori *Stakeholder* ini sejalan (*in line*) dengan Jensen (2001); Graves dan Waddock (2000); dan Davis (2005).

Teori maksimalisasi nilai tercerahkan (Jensen, 2001) menunjukkan bahwa maksimalisasi nilai tidak dapat dicapai jika perusahaan mengabaikan atau memperlakukan para pemangku kepentingan. Beberapa peneliti telah membuat proposisi yang sama (Graves dan Waddock, 2000; dan Davis, 2005). Model Jensen (2001) berbeda dari teori *stakeholder* instrumental tradisional. Model Jensen (2001) memberikan dasar untuk membuat *trade-off* antara kelompok *stakeholder*. Hubungan perusahaan dengan para pemangku kepentingan harus berakar pada strategi perusahaan dan harus menjadi alat untuk mencapai tujuan, yaitu maksimalisasi nilai. Dengan demikian, manajer mengoptimalkan hubungan dengan para pemangku kepentingan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Pengelolaan kesejahteraan pemangku kepentingan dapat menjadi penentu parsial

nilai perusahaan. Namun, penyimpangan dari pengelolaan *stakeholder* yang diharapkan (*expected stakeholder management*) dapat menurunkan nilai perusahaan. Penelitian empirik mendukung maksimalisasi nilai tercerahkan adalah penelitian Benson *et al.* (2011). Beberapa kajian teoretik dan empirik diatas maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

H7: Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

3) Hubungan Reputasi Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Pertumbuhan *body of research* tentang reputasi perusahaan yang baik memiliki nilai strategis bagi perusahaan yang memilikinya (Roberts dan Dowling, 2002). Menurut pandangan berbasis sumber daya perusahaan, perusahaan adalah perhubungan sumber daya dan kemampuan yang tidak bebas diperjual-belikan di pasar. Sejauh ini sumber daya spesifik perusahaan dan kemampuan menghasilkan manfaat ekonomi yang tidak dapat diduplikasi sempurna melalui tindakan pesaing, bisa menjadi sumber potensial keunggulan kompetitif berkelanjutan (Lado dan Wilson, 1994). Dalam kerangka kerja berbasis sumber daya, perusahaan dengan aset yang sangat berharga dan langka memiliki keunggulan kompetitif dan dapat mengharapkan untuk mendapatkan pengembalian yang superior. Mereka yang asetnya juga sulit untuk meniru dapat mencapai berkelanjutan kinerja keuangan yang superior (Barney, 1991; Grant, 1991). Sejalan dengan alasan ini, aset tidak berwujud seperti reputasi yang baik sangat penting karena potensi mereka untuk penciptaan nilai, tetapi juga karena karakter berwujud mereka membuat replikasi oleh perusahaan yang bersaing jauh lebih sulit. Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat dibangun hipotesis sebagai berikut:

H9: Reputasi Perusahaan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

1.4 Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial Memediasi Hubungan Mekanisme *Corporate Governance* dalam Penciptaan Nilai Perusahaan

Konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial diusulkan untuk mengisi *research gap* penelitian empirik tentang pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. Konsep ini diderivasi dari sintesis *Agency-Stakeholder Theory* (lihat *state of the art*). Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial merupakan hasil strategi investasi yang mengintegrasikan investasi berorientasi ekonomi dan sosial sehingga mampu berdampak pada pencapaian tujuan maksimalisasi penciptaan nilai bagi *shareholder* dan *stakeholder*. Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial akan berdampak positif dalam peningkatan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976; McConnel dan Muscarella, 1985; Cho, 1998; Graves & Waddock, 2000; Jensen, 2001; Iturriaga dan Sanz, 2001; Robert dan Dowling, 2002; Cheung *et al*., 2011; Wissink, 2012). Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dapat dicapai dengan tata kelola perusahaan yang baik (Hartzell *et al*., 2006; Ayuso *et al*., 2007; Hasan *et al.*, 2008; Chan Du dan Jia Wu, 2011; Salami, 2011. Oleh karena itu Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial memberikan pengaruh positif pada *research gap* yaitu sebagai pemediasi pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance*

terhadap nilai perusahaan. Aspek dari struktur dan mekanisme *corporate governance* dalam penelitian ini, sesuai dengan bahasan sebelumnya adalah *board of directors*, konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan manajerial.

Beberapa penelitian empirik yang mendukung efektivitas investasi berkomitmen sosial sebagai pemediasi pengaruh mekanisme *corporate governance* - intensitas peran dewan - terhadap nilai perusahaan, antara lain Ayuso *et al.* (2007); Harjoto dan Jo (2011); dan Benson *et al.* (2011). Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H10: Efektivitas investasi berkomitmen sosial memediasi pengaruh mekanisme corporate governance - intensitas peran dewan - terhadap nilai perusahaan.

Beberapa penelitian empirik yang mendukung efektivitas investasi berkomitmen sosial sebagai pemediasi pengaruh mekanisme *corporate governance* – konsentrasi kepemilikan - terhadap nilai perusahaan, antara lain Jensen dan Meckling (1976); Cho (1998); Iturriaga *et al.* (2001); Cheung *et al.* (2011); dan Salami (2011). Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H11: Efektivitas investasi berkomitmen sosial memediasi pengaruh mekanisme corporate governance – konsentrasi kepemilikan - terhadap nilai perusahaan.

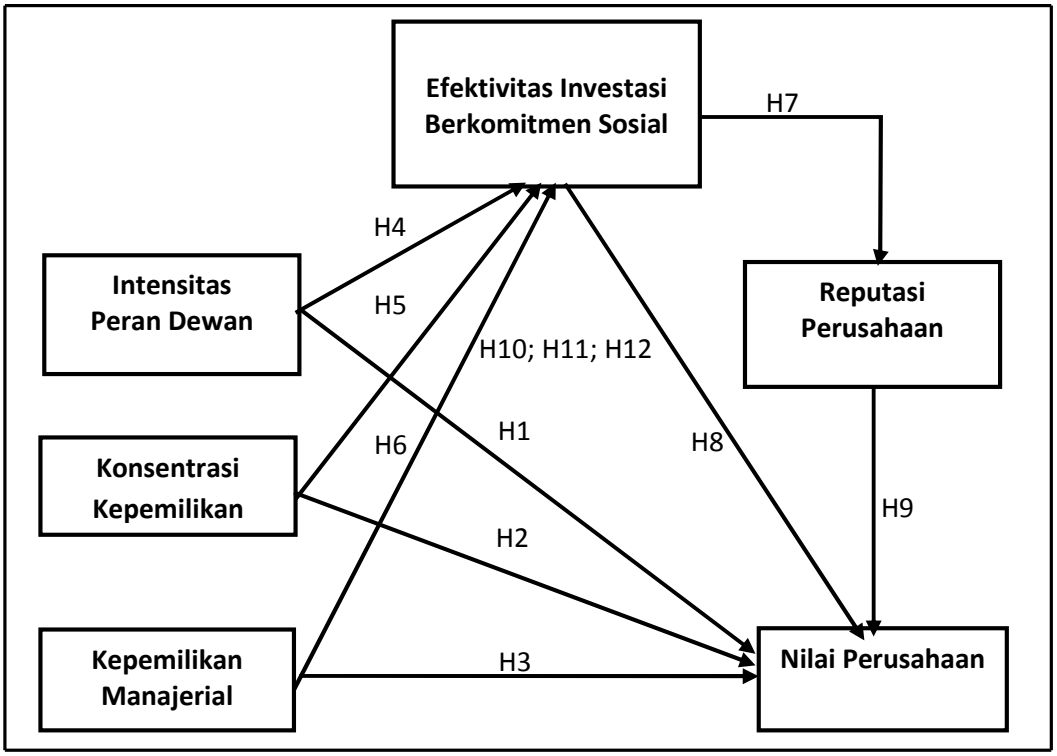
Beberapa penelitian empirik yang mendukung efektivitas investasi berkomitmen sosial sebagai pemediasi pengaruh mekanisme *corporate governance* – kepemilikan manajerial - terhadap nilai perusahaan, antara lain Jensen dan Meckling (1976); Cho (1998); Iturriaga *et al.* (2001); Cheung *et al.* (2011); Chen *et al.* (2006); dan Oh *et al.* (2010). Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H12: Efektivitas investasi berkomitmen sosial memediasi pengaruh mekanisme corporate governance – kepemilikan manajerial - terhadap nilai perusahaan.

2. Model Penelitian Empiris

Berdasarkan hipotesis yang dibangun dari hipotesis satu (1) sampai hipotesis DUABELAS (12) maka dapat digambarkan model penelitian empiris seperti pada Gambar 5.1 berikut ini:

Gambar 5.1
Model Penelitian Empiris



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi.

BAB 6

METODE DAN HASIL PENELITIAN

Tujuan belajar:
Setelah mempelajari bab ini, diharapkan mampu:

1. Memahami dan menjelaskan desain penelitian efektivitas investasi berkomitmen sosial;
2. Mengetahui dan memahami hasil pengujian hipotesis.

1. Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian dasar (*basic research*), *hypothesis generating* dan sekaligus *hypothesis testing research*. Data yang digunakan adalah data panel dengan pupolasi meliputi seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia baik manufaktur maupun non-manufaktur dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2011 dengan jumlah masing-masing tahun adalah 414, 425 dan 436 perusahaan. Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan sampel sampel non-probabilitas yang memenuhi kriteria tertentu disebut pengambilan sampel bertujuan (*purposive sampling).* Metode pengambilan sampel penilaian ini merupakan metode pengambilan sampel dimana peneliti memiliki kriteria atau tujuan tertentu terhadap sampel yang akan diteliti (Cooper dan Schindler, 2006). Kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut: (1) perusahaan tersebut mempublikasikan laporan tahunan (*annual report*) secara konsisten dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2011; (2) perusahaan tersebut menerapkan dan mengungkapkan implementasi *corporate governance* dan kegiatan *Corporate Sosial Responsibility* (CSR) dalam laporan tahunan; (3) perusahaan tersebut memiliki persentase kepemilikan saham oleh manajemen (*managerial ownership*); (4) tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki institusi (*institusional ownership*); (5) tersedia data tentang jumlah anggota dewan komisaris independen (*independent board*); (6) tersedia data tentang frekuensi pertemuan atau rapat dewan komisaris, antara dewan komisaris dan direksi dan antara dewan komisaris dengan komite independen; (7) perusahaan tersebut mempunyai informasi tentang yang berkaitan dengan pengukuran variabel, seperti: *return on asset*, nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's Q* dan reputasi perusahaan yang diproksikan dengan selisih harga pasar saham tahun t dan tahun t-1.

Berdasarkan kriteria sampel diatas maka selanjutnya dilakukan proses pemilihan sampel dengan teknik pengambilan sampel *purposive sampling* sebagai berikut:

a. Memeriksa jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2009 sampai dengan 2011 terutama perusahaan yang menyajikan laporan tahunan. Perusahaan yang diteliti meliputi semua perusahan baik manufaktur maupun non-manufaktur. Jumlah perusahaan yang mengungkapkan penerapan *Corporate Governance* dan *Corporate Social Responsibility* dalam laporan tahunan di media Bursa Efek Indonesia untuk masing-masing tahun 2009 sebanyak 119 perusahaan; tahun 2010 sebanyak 142 perusahaan; dan tahun 2011 sebanyak 158 perusahaan;
b. Mencari data perusahaan dengan kepemilikan saham oleh manajemen dari data yang diperoleh pada point a. Hasil pencarian data masing-masing dari tahun 2009 sampai 2011 sebanyak 110, 110 dan 133 perusahaan;
c. Jumlah perusahaan yang memiliki kepemilikan saham oleh manajemen dan mengungkapkan aktivitas CSR dari data yang diperoleh pada point b. Hasil pencarian data masing-masing tahun 2009-2011 sebanyak 86, 86 dan 86 perusahaan;
d. Dari 86 perusahaan setiap tahun diperiksa apakah data tersebut konsisten ada selama 3 tahun dari tahun 2009 sampai dengan 2011. Hasil pemeriksaan data ada 77 perusahaan yang konsisten selama 3 tahun tersebut;
e. Dari 77 perusahaan setiap tahun diperiksa apakah data mengungkapkan jumlah dana untuk pembiayaan aktivitas CSR. Hasil pemeriksaan data ada 47 perusahaan yang mengungkapkan jumlah dana untuk aktivitas CSR masing-masing tahun pengamatan;
f. Secara keseluruhan jumlah sampel yang memenuhi kriteria selama 3 tahun sebanyak 3 dikalikan 47 pengamatan sehingga jumlah observasi yang siap diteliti sebanyak 141 observasi.

Variabel yang digunakan tercantum dalam tabel 6.1 dengan definisi operasional dan pengukuran variable.

Tabel 6.1

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Dimensi/ Definisi Operasional	Pengukuran Variabel	Justifikasi
Struktur dan Mekanisme *Corporate Governance*	Suatu sistem yang dibentuk untuk mengendalikan dan mengarahkan operasional perusahaan (Monk dan Minow, 2001; Bonazzi dan Islam, 2007)		
1.Intensitas Peran Dewan (IPD)	Merupakan efektivitas dewan komisaris dalam menjalankan peran pengawasan, pemberian nasehat dan menuntut akuntabilitas atau disiplin dari manajemen untuk memastikan bahwa manajer mengejar kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976; Ntim, 2009) dan kepentingan *stakeholder* (Drew, 2010; Pande, 2011; Hung, 2011).	Jumlah atau frekuensi rapat dewan komisaris, rapat dewan komisaris dengan direksi dan dewan komisaris dengan komite (*board meeting*) dan proporsi dewan komisaris independen dari keseluruhan jumlah anggota dewan komisaris (*independent board*).	• Frekuensi Rapat Dewan: Vafeas (1999); Conger *et al.* (1998); Ntim (2009); Ntim & Osei (2011). • Independensi dewan: Hermalin & Weisbach (2003); Xie *et al*. (2003); Prasanna (2006); Tang (2007); Garg (2007); Pathan, Skully, & Wickramanayake (2007); Javed & Iqbal (2007); Samad *et al*. (2008); Setia-Atmaja (2009).
2.Konsentrasi Kepemilikan (KK)	Kondisi dimana sebagian besar saham dimiliki sebagian kecil individu/ kelompok, sehingga memiliki jumlah saham dominan dibanding lainnya (Dallas, 2004).	Diukur dengan Nilai *Herfindahl Index* diperoleh dengan menghitung jumlah kuadrat kepemilikan saham terbesar perusahaan.	Lee & O'Neil (2003); Setia-Atmaja (2009)
3.Kepemilikan Manajerial (KM)	Merupakan jumlah saham yang dimiliki oleh direksi dibandingkan jumlah seluruh saham yang diterbitkan perusahaan	Persentase saham yang dimiliki oleh direktur eksekutif terhadap jumlah saham total yang diterbitkan.	Morck *et al. (*1988); Griffith (1999); Bhagat & Black (2002); Florackis (2005); Bhagat & Bolton (2007); Mura (2007); Florackis & Ozkan (2009).
Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial (EIBS)	Kemampuan menghasilkan dampak pada pencapaian tujuan penyelarasan kepentingan *stakeholder* dari strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial.	*EIBS= ROA x Penggunaan danaCSR*	Usulan Indriani (2012); Florackis (2009); Ang *et al*.(2000); Singh & Davidson (2004); Fleming *et al.* (2005); Gahroudi *et al*. (2010); Bhattacharyya & Nag (2012)

Lanjutan Tabel 6.1

Variabel	Dimensi/ Definisi Operasional	Pengukuran Variabel	Justifikasi
Reputasi Perusahaan (RP)	Representasi persepsi *stakeholder* yang terbentuk dari evaluasi keseluruhan *stakeholder* dari sebuah perusahaan dari waktu ke waktu	*RP=* *Closing price*$_t$ – *Closing price*$_{t-1}$	Neda Vitezic (2011); Dunbar &Schwalbach (2000), Roberts & Dowling (2002), Rose & Thomsen (2004), Neville *et al*. (2005), Inglis *et al*. (2006), Sanchez & Sotorrio (2007) dan Zhang & Rezaee (2009)
Nilai Perusahaan (Q)	Nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar	$Q = \frac{(EMV + D)}{(EBV + D)}$	Copeland (2002); Lidenberg & Ross (1981); Demsetz & Villalonga (2001); Brown & Caylor, 2004; Bebchuk *et al.* (2004); Bhagat & Bolton (2007); Amman *et al*. (2010); Bos *et al*. (2011).

Sumber: Referensi peneliti dari penelitian terdahulu.

Penelitian ini menggunakan dianalisis menggunakan structural *equation model* dengan teknik analisis jalur (*path analysis)* untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh dari variabel-variabel eksogen terhadap variabel-variabel endogen. Tujuan *path analysis* untuk menerangkan akibat langsung dan tidak langsung dari seperangkat variabel, sebagai variabel penyebab terhadap seperangkat variabel lainnya yang merupakan variabel akibat.

2. Deskripsi Obyek Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian adalah data panel, sehingga untuk memenuhi data secara konsisten dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2011 didapatkan data sebanyak 141 perusahaan observasi. Pada saat pembersihan data, terdapat 18 data *outlier* dalam sampel sehingga data bersih yang digunakan dalam proses pengolahan berikutnya sebesar 123 data observasi. Perusahaan observasi dapat dideskripsikan dalam kategori kepemilikan antara lain: (1) kepemilikan pemerintah BUMN sebanyak 20%; (2) perusahaan yang dimiliki Group sebanyak 34%; (3) kepemilikan asing sebanyak 34%; dan (4) kepemilikan umum sebesar 12%. Kategori tersebut menggambarkan bahwa profil perusahaan observasi cukup beragam. Perusahaan observasi yang mempunyai yayasan sendiri untuk mengelola CSR sebanyak 12%.

3. Deskripsi Variabel Penelitian

Berikut adalah statistik deskriptif variabel penelitian.

Tabel 6.2
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	N	*Minimum*	*Maximum*	*Mean*	*Std. Dev.*
IPD	123	1,10	3,81	2,3248	0,59938
KK	123	0,02	0,91	0,3094	0,20310
KM	123	0,00002	16,49	1,5783	3,27063
EIBS	123	0,00003	0,0156	0,0014	0,00235
RP	123	-16,75	40,00	6,5324	9,74859
Q	123	0,46	8,60	1,5779	1,02497

Sumber: Data yang diolah

Deskripsi dari variabel yang digunakan dalam penelitian dapat dijelaskan secara statistik melalui Tabel 6.2 sebagai berikut:

a. Nilai rata-rata IPD sebesar 2,3248 dari nilai minimun 1,1 dan maksimum 3,81 berarti nilai rata-rata menunjukkan bahwa intensitas peran dewan cukup efektif. Semakin banyak frekuensi rapat dewan dan semakin besar proporsi dewan komisaris independen maka akan semakin besar intensitas peran dewan. Rata-rata proporsi dewan komisaris independen dalam sampel ini sebesar 0,44% dari seluruh anggota dewan komisaris. Hal ini telah memenuhi ketentuan Direksi PT Bursa Efek Jakarta, Nomor Kep-339./BEJ/07-2001 butir C mengenai *board governance* yang terdiri dari Komisaris Independen, Komite Audit dan Sekretaris Perusahaan, yang mana salah satunya menyatakan bahwa untuk mencapai *good corporate governance* (GCG) maka jumlah komisaris independen sekurang-kurangnya sebesar 30 % dari seluruh anggota dewan komisaris. Rata-rata frekuensi rapat dewan adalah 12 kali..
b. Variabel Konsentrasi kepemilikan (KK) memiliki rata-rata sebesar 0,3094 dengan nilai minimum sebesar 0,02 dan nilai maksimum 0,91. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan saham pada perusahaan yang terpilih sebagai sampel adalah perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi dengan kepemilikan 31 persen dari seluruh jumlah saham.
c. Variabel Kepemilikan Manajerial (KM) rata-rata 1,5783 % berarti data perusahaan observasi mempunyai kepemilikan manajerial rata-rata kecil namun sangat bervariasi. Hal ini bisa dilihat dari *range* antara kepemilikan saham oleh manajemen yang paling rendah sebesar 0,00002 % dan yang paling besar sebesar 16,49 %. Kepemilikan manajerial dibawah 5% sebanyak 90% dari jumlah perusahaan observasi.
d. Variabel *Tobin's q* (Q) memiliki rata-rata sebesar 1,5779 menunjukkan bahwa pada umumnya 123 perusahaan yang terpilih sebagai sampel mempunyai nilai *Tobin's q* diatas 1. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki nilai perusahaan yang baik.
e. Variabel efektivitas investasi berkomitmen sosial (EIBS) diukur *dari return on asset* (ROA) dikalikan investasi atau penggunaan dana *corporate social*

responsibility (CSR). Semakin tinggi ROA dan semakin tinggi investasi atau penggunaan dana CSR maka EIBS akan semakin besar. Rata-rata nilai EIBS sebesar 0,0014 atau 0,14 %.

f. Variabel reputasi perusahaan (RP) yang diukur dengan selisih *closing price* tahun sekarang (t) dengan *closing price* tahun sebelumnya (t-1) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 6,5324. Hal ini memberikan penjelasan bahwa perusahaan sampel yang dipilih rata-rata memiliki reputasi keuangan perusahaan yang positif, namun data RP perusahaan observasi sangat variatif dengan RP negatif sebanyak 15 %.

Beberapa variabel dalam penelitian ini menggunakan indikator dalam mengukur variabel yaitu Intensitas Peran Dewan (*IPD*) dan Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial (*EIBS*). Tabel 6.3 menjelaskan Nilai Rata-rata Kategori indikator dari variabel *IPD* dan *EIBS*.

Tabel 6.3
Nilai Rata-rata Kategori Indikator Variabel

Variabel	Dimensi/ Indikator	Nilai Rata-rata Kategori dan Intrepetasi	Temuan Penelitian
IPD	1) Frekuensi Pertemu-an Dewan (*Board Meeting*)	1,56 *) (cukup tinggi)	Rata-rata *board meeting* sebesar 12 kali dalam setahun meliputi pertemuan antara dewan komisaris, dewan dengan komite dan dewan komisaris dengan eksekutif. Hal ini memberikan gambaran bahwa dewan proaktif dalam menjalankan peran.
	2) Indepen-dent Board	1,88 (cukup Tinggi)	Rata-rata proporsi dewan independen sebesar 44%. Persyaratan sesuai dengan ketentuan dari pemerintah 30%. Jumlah rata-rata diatas ketentuan dari pemerintah
EIBS	1) *ROA*	1,63 (cukup tinggi)	Rata-rata *ROA* perusahaan observasi sebesar 0,0764 berarti kemampuan perusahaan meng-hasilkan *return* dari penggunaan *asset* sebesar 7,64%
	2) Investasi aktivitas *CSR*	1,50 (cukup tinggi)	Rata-rata penggunaan dana untuk aktivitas *CSR* dari *Net income* perusahaan observasi sebesar 0,0188 berarti rata-rata perusahaan mengalokasikan dana sebesar 1,88% dari *Net Income* untuk aktivitas CSR.

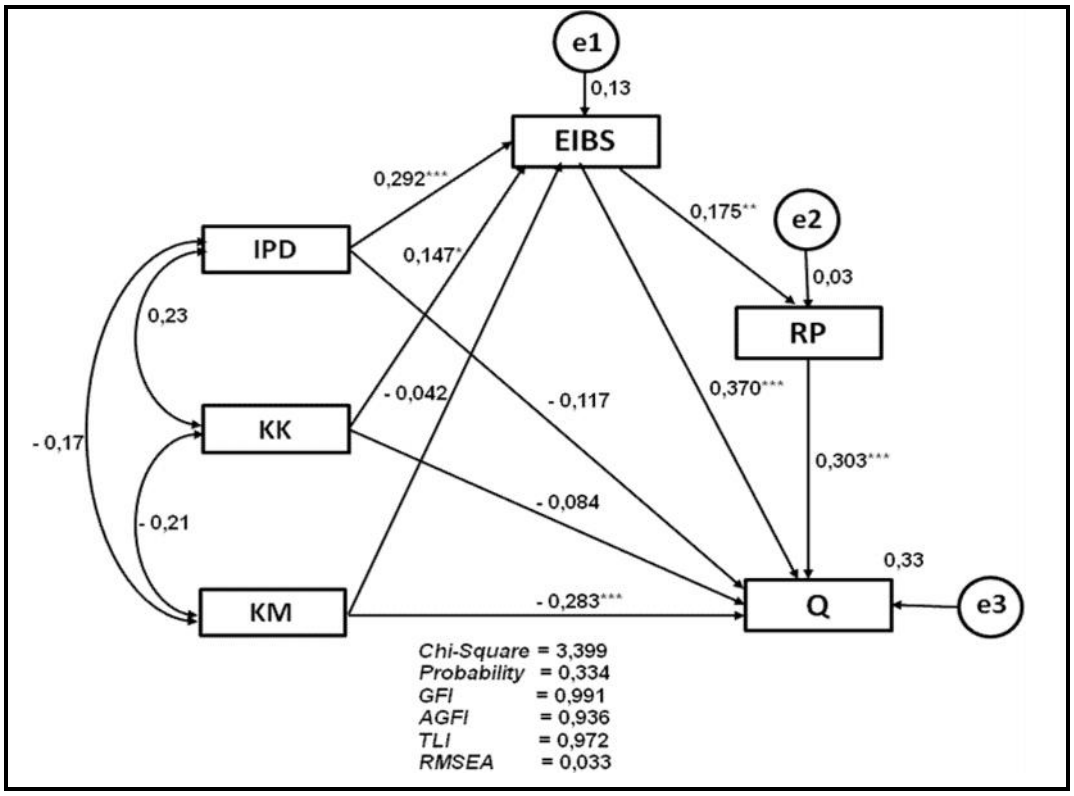
Sumber: Data yang diolah
*) Skala *range*: 1=kategori rendah; 2= cukup tinggi; dan 3= tinggi.

4. Pengujian Model Penelitian Empiris

Gambar 6.1 berikut adalah diagram hasil *path analysis* untuk model penelitian empiris. Diagaram jalur ini merupakan hasil analisis data menggunakan paket program Amos 16.0, memuat koefisien-koefisien regresi dan korelasi dari variabel yang digunakan dalam model.

Gambar 6.1

Diagram Hasil Analisis Jalur Model penelitian Empiris



Keterangan:

IPD	: Intensitas Peran Dewan;
KK	: Konsentrasi Kepemilikan;
KM	: Kepemilikan Manajerial;
EIBS	: Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial;
RP	: Reputasi Perusahaan;
Q	: Nilai *Tobin's q;*
e_1, e_2, e_3	: *error term*;
***	: signifikan pada tingkat α 1%;
**	: signifikan pada tingkat α 5%;
*	: signifikan pada tingkat α 10%.

5. Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris

Berikut ini adalah Tabel 6.4 yang membahas tentang hasil pengujian asumsi model penelitian empiris.

Tabel 6.4
Ringkasan Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris

Asumsi	Hasil	Solusi dan kesimpulan
Normalitas	*Univariate* : *c.r Kurtosis* RP 3,261	Menurut Curran *et al.* (1996) dalam Ghozali dan Fuad (2008:37) memiliki *rules of thumb* yaitu jika nilai *skewness* berkisar antara 2 dan 3 dan nilai *kurtosis* berkisar antara 7 sampai 21 maka distribusi data termasuk dalam *moderately non-formal* atau sedang (*moderat*). Nilai Kurtosis RP masih dibawah 7, sehingga secara *univariate* data untuk variabel RP berdistribusi normal.
	Multivariate: *c.r* 2,419 < 2,58	Hasil pengujian normalitas untuk data penelitian memenuhi syarat untuk dikategorikan sebagai normal secara *multivariate*.
Univariate dan *Multivariate Outlier*	• Nilai *z-score* untuk semua variabel dibawah nilai 3 • *Multivariate outlier* dengan perhitungan jarak *mahalanobis* dengan *df*= 3 pada tingkat p < 0,001 yaitu χ^2 (3;0,001) = 16,27.	Data observasi yang digunakan dalam model penelitian empiris terbebas dari *univariate outliers*. Data observasi dengan nilai diatas 16,27 di drop sehingga terbebas dari *multivariate outlier*. Jumlah data observasi menjadi 123.
Multicollinearity dan *Singularity*	*Sample Covariance matrix* menunjukkan nilai determinan sebesar 0,783	Tidak terjadi multikolinearitas atau singularitas

Sumber: Data yang diolah, 2013

6. Pengujian Kelayakan Model Penelitian Empiris

Berdasarkan hasil pengujian terhadap kelayakan model penelitian empiris, maka dapat disajikan ringkasan hasil evaluasi *goodness of fit* tersebut pada Tabel 6.5, sebagai berikut:

Tabel 6.5
Ringkasan Hasil Evaluasi *Goodness of Fit* Model Penelitian Empiris

Goodness of fit Index	*Cut-off Value*	Hasil Model	Keterangan
Absolute Measures:			
χ^2 – *Chi-Square*	Diharapkan kecil	3,399	Nilai χ^2 tabel dengan *df* 3 adalah 7,82. Nilai χ^2 hitung sebesar 6,058 berarti lebih kecil.
Probability	≥ 0,05	0,334	Baik sekali
CMN/DF	≤ 2,00	1,133	Baik sekali
RMSEA	≤ 0,08	0,033	Baik sekali
GFI	≥ 0,90	0,991	Baik sekali
Incremental Fit Measure:			
AGFI	≥ 0,90	0,936	Baik sekali
TLI	≥ 0,90	0,972	Baik sekali
CFI	≥ 0,95	0,994	Baik sekali
NFI	≥ 0,90	0,961	Baik sekali

Sumber: Hasil perhitungan SEM atas variabel penelitian, 2013

Berdasarkan hasil evaluasi kriteria *goodness of fit* pada Tabel 6.5, maka model penelitian empiris dapat dikatakan sangat layak untuk menguji hipotesis-hipotesis yang mengikutinya.

7. Pengujian Hipotesis Model Penelitian Empiris

Hasil pengujian hipotesis pada Tabel 6.6 dapat dilihat bahwa dari dua belas hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini, tujuh hipotesis diterima. Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 6.6 berikut ini.

Tabel 6.6
Hasil Uji Hipotesis

Hubungan antar Variabel	*Coeffisient standard*	*Critical Ratio*	Prob.	Arah Hubungan	Keterangan
IPD terhadap Q	-0,117	-1,457	0,145	Negatif	H1 ditolak
KK terhadap Q	-0,084	-1,083	0,279	Negatif	H2 ditolak
KM terhadap Q	-0,283	-3,707	0,000	Negatif	H3 ditolak
IPD terhadap EIBS	0,292	3,349	0,000	Positif	H4 diterima
KK terhadap EIBS	0,147	1,670	0,095	Positif	H5 diterima
KM terhadap EIBS	-0,042	-0,487	0,627	Negatif	H6 ditolak
EIBS terhadap RP	0,175	1,968	0,049	Positif	H7 diterima
EIBS terhadap Q	0,370	4,596	0,000	Positif	H8 diterima
RP terhadap Q	0,303	4,040	0,000	Positif	H9 diterima

Sumber: Hasil Analisis Data, 2013

Adapun pengaruh langsung dan tidak langsung dapat dilihat pada Tabel 6.7 dibawah ini.

Tabel 6.7
Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung
IPD, KK dan *KM,* Terhadap *Q* Dimediasi oleh *EIBS* dan *RP*

	Variabel Independen		
	IPD	**KK**	**KM**
Pengaruh variabel independen terhadap RP melalui EIBS	*DE* = 0,000 *IE* = 0,051** *TE* = 0,051	*DE* = 0,000 *IE* = 0,026* *TE* = 0,026	*DE* = 0,000 *IE* = -0,007 *TE* = -0,007
Pengaruh variabel independen terhadap Q melalui EIBS	*DE* = -0,117 *IE* = 0,108** *TE* = -0,009	*DE* = -0,084 *IE* = 0,054* *TE* = -0,030	*DE* = -0,283** *IE* = -0,016 *TE* = -0,299
Pengaruh variabel independen melalui EIBS dan RP	*DE* = -0,117 ***IE* = 0,124**** *TE* = 0,007	*DE* = -0,084 ***IE* = 0,062*** *TE* = -0,022	***DE* = -0,283**** *IE* = -0,018 *TE* = -0,301

Sumber: data sekunder yang diolah, 2013

Keterangan: *DE*: *Direct Effect;*
IE : *Indirect Effect;*
TE : *Total Effect*.
** : signifikan pada level α = 5%;
* : signifikan pada level α = 10%.

Pada Tabel 6.7 dapat dilihat bahwa:

1) Pengaruh langsung Intensitas Peran Dewan (IPD) dan Q sebesar -0,117 tidak signifikan, sedangkan pengaruh tidak langsung Intensitas Peran Dewan (IPD) dan Q melalui Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial sebesar 0,108 signifikan. Dengan demikian hipotesis 10 yang menyatakan bahwa Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial (EIBS) memediasi hubungan antara Intensitas Peran Dewan (IPD) dan Q, *terbukti.*
2) Pengaruh langsung Konsentrasi kepemilikan (KK) dan Q sebesar -0,084 tidak signifikan, pengaruh tidak langsung Konsentrasi kepemilikan (KK) dan Q melalui Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial sebesar 0,054 signifikan. Dengan demikian hipotesis 11 yang menyatakan bahwa Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial (EIBS) memediasi hubungan antara Konsentrasi Kepemilikan (KK) dan Q, *terbukti.*
3) Pengaruh langsung Kepemilikan Manajerial (KM) dan Q sebesar -0,283 signifikan, pengaruh tidak langsung Kepemilikan Manajerial (KM) dan Q melalui Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial sebesar -0,016 tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 12 yang menyatakan bahwa Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial (EIBS) memediasi hubungan antara Kepemilikan Manajerial (KM) dan Q, *tidak terbukti*.

BAB 7

EFEKTIVITAS INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL: MENGISI KESENJANGAN PENELITIAN PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Tujuan belajar:

Setelah mempelajari bab ini, diharapkan mampu:

1. Mengalisis pengaruh struktur dan mekanisme Corporate Governance dari aspek intensitas peran dewan, konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan manajerial terhadap efektivitas investasi berkomitmen sosial;
2. Mengalisis efektivitas investasi berkomitmen sosial sebagai pemediasi pengaruh struktur dan mekanisme Corporate Governance dari aspek intensitas peran dewan, konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan;

1. Pengaruh Struktur dan Mekanisme *Corporate Governance* Terhadap Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial

Pendekatan struktur dan mekanisme *corporate governance* dalam penelitian ini merupakan mekanisme internal *corporate governance* yaitu melalui struktur kepemilikan (*ownership structure*) dan *board of directors*. Mekanisme *corporate governance* menggunakan proksi intensitas peran dewan, dan struktur *corporate governance* menggunakan proksi konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan manajerial. Efektivitas investasi berkomitmen sosial diukur dari *return on asset* dan investasi atau penggunaan dana untuk aktivitas CSR.

1.1 Intensitas peran dewan dan Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial

Indikator intensitas peran dewan merujuk pada proposisi teoritis yaitu: (1) frekuensi rapat dewan untuk mengukur intensitas kegiatan dewan, dan kualitas atau efektivitas pemantauan (Jensen, 1993; Vafeas, 1999, Conger *et al*., 1998; Ntim, 2009) dan; (2) peran dewan independen dalam melaksanakan fungsi monitoring dan memberi saran serta persetujuan atas keputusan strategis perusahaan khususnya yang berkaitan dengan kepentingan sosial didasarkan pada teori ketergantungan sumber daya (Pfeffer dan Salancik, 1978).

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengaruh intensitas peran dewan terhadap efektivitas investasi berkomitmen sosial dengan nilai koefisien sebesar 0,292 dengan arah hubungan positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (*c.r.*) sebesar 3,349 dengan nilai

sig-t sebesar 0,000, yang berarti merupakan suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada α = 1%. Dengan demikian, hasil penelitian ini telah menemukan cukup bukti untuk mendukung bahwa intensitas peran dewan, sebagai proksi dari mekanisme *corporate governance*, mempunyai pengaruh positif dan bermakna terhadap efektivitas investasi berkomitmen sosial. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial akan meningkat apabila terdapat intensitas peran dewan yang tinggi.

Hasil pengujian ini menunjukkan berlakunya hipotesis resolusi konflik, dimana perusahaan tunduk pada pengawasan pemegang saham melalui *monitoring* dewan. *Corporate governance* yang efektif memaksa manajer untuk bertindak dalam kepentingan terbaik pemegang saham. Di bawah tata kelola yang efektif, manajer memanfaatkan keterlibatan CSR untuk menyelesaikan konflik diantara para pemangku kepentingan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, keterlibatan CSR akan berhubungan positif dengan mekanisme *governance* yang lebih efektif. Dengan adanya resolusi konflik maka mekanisme tata kelola yang efektif bersama dengan keterlibatan CSR, akan menyebabkan kinerja perusahaan (nilai perusahaan) yang lebih baik melalui biaya agensi berkurang dan mengurangi konflik kepentingan antara berbagai pemangku kepentingan. Peran dewan independen dalam mekanisme pengawasan internal dan investor institusi serta analis surat berharga menyediakan pemantauan eksternal yang efektif (Chung dan Jo, 1996; Demsetz dan Lehn, 1985; Jo dan Kim, 2008; Knyazeva, 2007; Shleifer dan Vishny, 1986; Yu, 2008). Berkaitan dengan keterbukaan informasi keterlibatan CSR maka kegiatan CSR akan memiliki efek positif pada nilai perusahaan dan kinerja.

Intensitas peran dewan merupakan kesungguhan dewan dalam melaksanakan peran monitoring, pemberi saran, mencari akuntabilitas (disiplin) manajer yang diukur dari frekuensi rapat (*board meeting*) antara dewan, dewan dengan direksi dan dewan dengan komite serta eksistensi dari komisaris independen. *Board meeting* digunakan sebagai media dewan dan keberadaan dewan independen untuk menjalankan peran *monitoring*, peran layanan dan peran strategis secara proaktif dan obyektif sehingga mampu mendukung manajer dalam penentuan keputusan investasi berkomitmen sosial. Hasil uji empiris mendukung hasil penelitian Abdur Rouf (2011); Harjoto dan Jo (2011) dan Ayuso et al. (2007). Hasil penelitian Abdur Rouf (2011) menunjukkan hubungan positif antara proporsi Direksi Independen dan *Corporate Social Responsibility Disclosure* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Dhaka. Hasil uji empiris juga konsisten dengan hasil penelitian Harjoto dan Jo (2011) sesuai dengan hipotesis resolusi

konflik dimana pilihan CSR positif berasosiasi dengan karakteristik *governance*, termasuk independensi dewan dan kepemilikan institusional. Ayuso *et al.* (2007) yang menemukan bahwa tanggung jawab dewan terhadap CSR menjadi faktor kunci dalam mempromosikan keterlibatan dengan para pemangku kepentingan primer dan sekunder dari perusahaan.

1.2 Konsentrasi kepemilikan dan Efektivitas Investasi berkomitmen Sosial

Struktur kepemilikan dalam tata kelola perusahaan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang teoretik yaitu: pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan diantara berbagai pemegang klaim. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal (Leland dan Pyle, 1977; Berström dan Rydqvist, 1990; Iturriaga dan Sanz, 2000).

Konsentrasi kepemilikan dapat menjadi mekanisme internal pendisiplinan manajemen sebagai salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk meningkatkan efektivitas *monitoring*, karena dengan kepemilikan besar menjadikan pemegang saham memiliki akses informasi yang cukup signifikan untuk mengimbangi keuntungan informasional yang dimiliki manajemen (Hubert dan Langhe, 2002).

Hasil pengujian terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,147 dengan arah hubungan positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (*c.r.*) sebesar 1,670 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,095, yang berarti merupakan suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada α = 10%. Berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis tersebut dinyatakan dapat diterima dengan tingkat kesalahan 10%. Hasil penelitian ini telah menemukan cukup bukti untuk mendukung bahwa konsentrasi kepemilikan, sebagai proksi dari struktur *corporate governance*, mempunyai pengaruh positif dan bermakna terhadap tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial. Dengan demikian, besarnya konsentrasi kepemilikan saham perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini, mampu meningkatkan tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial. Hal ini

mengindikasikan bahwa efektivitas investasi berkomitmen sosial akan meningkat apabila terdapat konsentrasi kepemilikan saham yang tinggi.

Hasil pengujian empirik ini menjelaskan bahwa pemegang saham kendali menggunakan hak aliran kas yang merupakan sumber insentif keuangan untuk membatasi tindakan ekspropriasi atau disebut dengan hipotesis pemantauan atau *monitoring hypothesis* (Claessens *et al.*, 2000). Hal ini sejalan dengan Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan pengaruh positif konsentrasi kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Hasil uji empiris ini sependapat dengan Shleifer dan Vishny (1986, 1997), bahwa pemegang saham pengendali yang besar akan berkontribusi pada mitigasi masalah keagenan karena mereka memiliki insentif dan kapasitas untuk memantau manajer untuk kendali kepentingan bersama. Cara yang paling langsung untuk menyelaraskan hak aliran kas dan hak kontrol investor luar adalah dengan konsentrasi kepemilikan saham. Konsentrasi kepemilikan dalam penelitian ini terjadi pada rata-rata 30,94 persen kepemilikan saham dari seluruh saham perusahaan untuk segelintir investor (minoritas besar). Pemegang saham minoritas besar memiliki dorongan untuk mengumpulkan informasi dan memantau manajemen, sehingga menghindari masalah tradisional *free-rider*. Mereka juga memiliki suara yang cukup untuk mengendalikan dan menekan manajemen dalam beberapa kasus, atau bahkan mungkin untuk mengganti manajemen melalui pengambilalihan (Shleifer dan Vishny, 1986). Dalam kasus yang lebih ekstrim, pemegang saham besar memiliki kontrol langsung pada perusahaan dan manajemen melalui konsentrasi kepemilikan saham. Pemegang saham besar dalam mengatasi masalah keagenan mempunyai kepentingan umum dalam maksimalisasi keuntungan, dan kontrol yang cukup atas aset perusahaan untuk menghargai kepentingannya.

Selain itu, berkaitan dengan konsentrasi kepemilikan, Demsetz dan Lehn (1985) menyatakan bahwa dengan meningkatnya konsentrasi kepemilikan, sejauh mana manfaat dan biaya ditanggung oleh pemilik yang sama. Oleh karena itu, akan muncul bahwa pemegang saham besar yang memiliki saham besar di perusahaan tidak akan duduk diam tetapi meningkatkan aktivitas mereka dalam tata kelola perusahaan untuk memantau atau mengontrol perusahaan untuk menghindari resiko lebih besar mereka akan menanggung dalam proporsi saham mereka.

Hasil uji empiris ini konsisten Leech dan Leahy (1991) dan Thomsen dan Pedersen (2000) yang berpendapat bahwa konsentrasi kepemilikan pada dasarnya membatasi pengalihan manajerial dari kepentingan pemegang saham dengan menentukan distribusi hak suara dan kontrol di antara pemegang saham. Hasil uji

empiris mendukung penelitian Andres (2008), Syriopoulos *et al.* (2007) dan Salami (2011) yaitu konsentrasi kepemilikan saham yang tinggi dalam struktur dan mekanisme *corporate governance* mempunyai pengaruh positif dan bermakna terhadap tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial perusahaan.

1.3 Kepemilikan Manajerial dan Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial

Dasar teori yang digunakan sebagai *framework* teoretikel adalah teori *Agency* dan teori *stakeholder* yang mengacu pada hipotesis penyelarasan kepentingan (*alignment of interest).* Menurut Jensen dan Meckling (1976), bahwa keputusan investasi dapat berperan sebagai mekanisme transisi antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Manajer yang memiliki saham merasa mempunyai kepentingan dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui keputusan investasi. Dalam hal ini berarti investasi dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial yang pada akhirnya investasi tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Hasil pengujian terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan manajerial terhadap efektivitas investasi berkomitmen sosial ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,042 dengan arah hubungan negatif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (*c.r.*) sebesar -0,487 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,627, yang berarti merupakan suatu pengaruh yang negatif dan tidak signifikan. Berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 6 dinyatakan tidak dapat diterima. Dengan demikian, hasil penelitian ini tidak menemukan bukti yang mendukung kepemilikan manajerial, sebagai proksi dari struktur *corporate governance*, berpengaruh signifikan tehadap tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial.

Hasil pengujian empirik ini didukung dengan data deskriptif perusahaan observasi tentang adanya perbedaan yang signifikan manajer yang memiliki saham perusahaan melakukan investasi berkomitmen sosial. Mereka beranggapan bahwa investasi berkomitmen sosial tersebut khususnya investasi atau penggunaan dana CSR dianggap kurang menguntungkan dalam jangka pendek dan tidak ada jaminan pada saat ini tentang *social benefit*. Investasi atau penggunaan dana untuk aktivitas CSR dianggap mengurangi keuntungan yang berdampak pada pengurangan kinerja manajer. Secara deskriptif didukung dengan data *crosstab* antara kepemilikan manajerial dengan investasi pada aktivitas CSR rendah sebesar 52,8% dengan investasi pada aktivitas CSR sedang sebesar 44,7% dan dengan dengan investasi pada aktivitas CSR tinggi sebesar 2,4% (lampiran 3e). Indikasi ini didukung dengan jumlah perusahaan dalam sampel yang mempunyai investasi atau penggunaan dana aktivitas CSR dalam laporan tahunan dibawah rata-rata sebesar 73 dari 123 sampel atau 59%. Investasi dana CSR rata-

rata dari keseluruhan sampel sebesar 0,14 % dari keuntungan bersih (lampiran 3a).

Hasil uji empirik penelitian ini mendukung hasil penelitian Jensen dan Meckling (1976) namun tidak mendukung hasil penelitian Cho (1998) dan Iturriaga dan Sanz (2001) dalam arah hubungan. Keputusan investasi dapat berperan sebagai mekanisme transisi antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Dalam hal ini berarti investasi dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial yang pada akhirnya investasi tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan, namun dalam arah hubungan yang negatif. Kepemilikan saham oleh manajemen memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap efektivitas investasi berkomitmen sosial. Efektivitas investasi berkomitmen sosial akan meningkat dengan kepemilikan saham oleh manajemen yang kecil.

2. Efektivitas investasi berkomitmen sosial sebagai pemediasi pengaruh corporate governance (aspek intensitas peran dewan dan konsentrasi kepemilikan) dalam peningkatan nilai perusahaan

Konsep Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial diusulkan untuk mengisi *research gap* penelitian empirik tentang pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. Konsep ini diderivasi dari sintesis *Agency-Stakeholder Theory* (lihat *state of the art*). Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial merupakan hasil strategi investasi yang mengintegrasikan investasi berorientasi ekonomi dan sosial sehingga mampu berdampak pada pencapaian tujuan maksimalisasi penciptaan nilai bagi *shareholder* dan *stakeholder*. Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial akan berdampak positif dalam peningkatan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976; McConnel dan Muscarella, 1985; Cho, 1998; Graves & Waddock, 2000; Jensen, 2001; Iturriaga dan Sanz, 2001; Robert dan Dowling, 2002; Cheung *et al*., 2011; Wissink, 2012). Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dapat dicapai dengan tata kelola perusahaan yang baik (Hartzell *et al*., 2006; Ayuso *et al*., 2007; Hasan *et al.*, 2008; Chan Du dan Jia Wu, 2011; Salami, 2011. Oleh karena itu Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial memberikan pengaruh positif pada *research gap* yaitu sebagai pemediasi pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. Aspek dari struktur dan mekanisme *corporate governance* dalam penelitian ini, sesuai dengan bahasan sebelumnya adalah *board of directors*, konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan manajerial.

2.1 Efektivitas investasi berkomitmen sosial sebagai pemediasi pengaruh intensitas peran dewan dalam peningkatan nilai perusahaan

Pengujian yang dilakukan terhadap hipotesis mediasi ini melalui beberapa langkah yaitu: (1) membandingkan antara pengaruh langsung (*direct effect*) dan pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) antara intensitas peran dewan terhadap nilai perusahaan melalui efektivitas investasi berkomitmen sosial; (2) apabila pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) lebih besar dari *direct effect* maka dijustifikasi dengan uji Sobel.

Hasil menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung variabel intensitas peran dewan terhadap variabel *Tobin's q* adalah sebesar -0,117 dengan pengaruh yang *tidak signifikan*. Sedangkan, pengaruh variabel intensitas peran dewan secara tidak langsung, yaitu melalui variabel efektivitas investasi berkomitmen sosial, terhadap variabel *Tobin's q* adalah sebesar 0,108 dan pengaruhnya signifikan dengan nilai probabilitas 0,05. Walaupun secara mutlak pengaruh langsung lebih besar daripada pengaruh tidak langsung , namun pengaruh langsung tidak signifikan. Kondisi ini membuktikan bahwa nilai koefisien pengaruh tidak langsung adalah lebih besar apabila dibandingkan dengan pengaruh langsung. Hasil uji Sobel mendapatkan bukti bahwa koefisien mediasi sebesar 0,108 adalah signifikan. Kesimpulannya adalah efektivitas investasi berkomitmen sosial (EIBS) memediasi pengaruh intensitas peran dewan komisaris (IPD) dalam penciptaan nilai perusahaan (Q) dalam arah hubungan yang positif.

Board of directors merupakan inti dari implementasi *corporate governance*. Baik dan buruknya implementasi tata kelola perusahaan sangat tergantung dari peran *board of directors*. Intensitas peran dewan merupakan aspek mekanisme *corporate governance* dalam penelitian ini telah menemukan cukup bukti dalam menentukan pencapaian efektivitas investasi berkomitmen sosial sehingga akan menaikkan nilai perusahaan. Dalam konteks ini, peran dewan (*board of directors*) diperluas dengan *framework* teori keagenan, teori ketergantungan sumber daya dan teori *stakeholder*. Peran utama dewan adalah *monitoring* kemudian diperluas dalam peran pemberian advokasi dan peran strategis.

Intensitas peran dewan merupakan kesungguhan dewan dalam menjalankan perannya yaitu ditunjukkan dengan sikap proaktif dan obyektif. Intensitas peran dewan merupakan gabungan antara komposisi dan proses atribut *board of directors*. Proksi yang digunakan intensitas peran dewan adalah frekuensi pertemuan (antara dewan, dewan dengan direktur dan dewan dengan komite independen) dan proporsi dewan independen. Penelitian ini mampu memberikan bukti empirik bahwa intensitas peran dewan mampu meningkatkan tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial dan berdampak pada nilai *Tobin's q* (Q).

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Ayuso *et al.* (2011) dan Harjoto dan Jo (2011). Ayuso *et al.* (2011) meneliti model *stakeholder* pada tata kelola perusahaan. Penelitian ini menganalisis fungsi CSR di tingkat dewan, keragaman dewan dan keterlibatan *Stakeholder* (*engagement stakeholder*) dan memeriksa hubungan dengan kinerja keuangan. Berdasarkan studi empiris dari sampel internasional perusahaan besar, hasil penelitian menemukan tanggung jawab dewan untuk CSR menjadi faktor kunci dalam mempromosikan keterlibatan dengan para pemangku kepentingan primer dan sekunder dari perusahaan. Temuan lain bahwa keragaman dewan dan keterlibatan pemangku kepentingan terkait positif dengan kinerja keuangan perusahaan.

Harjoto dan Jo (2011) meneliti tentang hubungan *corporate governance* dengan investasi dalam tanggung jawab sosial perusahaan. Penelitian menemukan bahwa perusahaan menggunakan mekanisme *governance*, bersama dengan keterlibatan CSR, untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan *stakeholder* non-investasi. Temuan penelitian adalah hubungan *corporate governance* dengan investasi CSR sesuai dengan hipotesis resolusi konflik. CSR positif berasosiasi dengan karakteristik *governance*, antara lain independensi dewan.

Analisis jalur pada model penelitian empirik menunjukkan bahwa jalur paling dominan diantara jalur yang berkaitan dengan intensitas peran dewan adalah pengaruh intensitas peran dewan (IPD) terhadap nilai *Tobin's q* (Q) melalui jalur mediasi variabel tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial (EIBS) dan reputasi perusahaan (RP) yaitu sebesar 0,124 (jalur IPD→EIBS→RP→Q). Temuan ini memberikan bukti empirik bahwa intensitas peran dewan dalam struktur dan mekanisme *corporate governance* mampu memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan (*discretion*) dan keputusan (*decision*) eksekutif sehingga menghasilkan pencapaian efektivitas investasi berkomitmen sosial yang tinggi. Efektivitas investasi berkomitmen sosial yang tinggi mengindikasikan bahwa kinerja keuangan perusahaan dan kinerja sosial perusahaan yang baik dan selaras memberikan citra positif perusahaan dan meningkatkan reputasi perusahaan yang berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Jalur IPD→EIBS→RP→Q dengan nilai koefisien jalur sebesar 0,124 merupakan jalur yang lebih dominan jika dibandingkan dengan jalur lain yaitu KK→EIBS→RP→Q dengan nilai koefisien jalur sebesar 0,062. Temuan ini menunjukkan bahwa intensitas peran dewan lebih dominan dalam mempengaruhi tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial karena dewan secara operasional

terlibat langsung dengan kebijakan dan keputusan manajemen dibandingkan dengan konsentrasi kepemilikan. Namun keduanya mempunyai tujuan yang sama dalam pencapaian tujuan perusahaan.

2.2 Efektivitas investasi berkomitmen sosial sebagai pemediasi pengaruh konsentrasi kepemilikan dalam peningkatan nilai perusahaan

Hasil pengujian yang telah dilakukan terhadap hipotesis mediasi ini dengan membandingkan nilai koefisien pengaruh langsung variabel konsentrasi kepemilikan terhadap variabel *Tobin's q* dengan pengaruh tidak langsung melalui tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial. Nilai koefisien pengaruh langsung variabel konsentrasi kepemilikan terhadap variabel *Tobin's q* sebesar -0,084 dan pengaruhnya *tidak signifikan.*. Sedangkan, pengaruh variabel konsentrasi kepemilikan secara tidak langsung, yaitu melalui variabel efektivitas investasi berkomitmen sosial, terhadap variabel *Tobin's q* adalah sebesar 0,054. Secara mutlak pengaruh langsung sebesar -0,084 lebih besar dari pengaruh tidak langsung sebesar 0,054, namun pengaruh langsung merupakan pengaruh yang tidak signifikan. Hasil ini didukung dengan uji Sobel yang membuktikan bahwa koefisien mediasi sebesar 0,054 adalah signifikan. Dengan demikian efektivitas investasi berkomitmen sosial terbukti sebagai pemediasi pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap variabel *Tobin's q*. Hal ini mengindikasikan konsentrasi kepemilikan yang tinggi dalam struktur *corporate governance* mempunyai pengaruh positif terhadap tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial sehingga akan meningkatkan nilai *Tobin's q*.

Hasil pengujian memberikan bukti empiris bahwa konsentrasi kepemilikan mendukung pandangan bahwa pemegang saham besar berperan aktif dalam tata kelola perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1986). Konsisten dengan hipotesis pemantauan (*monitoring hypotheses*) Shleifer dan Vishny (1986) yang menunjukkan peran penting dimainkan oleh pemegang saham besar, dan bagaimana harga saham perusahaan meningkat seiring proporsi saham yang dimiliki oleh pemegang saham semakin besar. Pemegang saham minoritas besar memiliki dorongan untuk mengumpulkan informasi dan memantau manajemen melalui struktur dan mekanisme *corporate governance*. Mereka juga memiliki suara kontrol yang cukup untuk menekan manajemen dalam beberapa kasus atau bahkan mungkin untuk mengganti manajemen melalui perlawanan atau pengambilalihan. Konsentrasi kepemilikan dalam struktur dan mekanisme *corporate governance* berfungsi sebagai mekanisme pemantauan (*monitoring*) dan penegakan (*enforcement*) yang mencegah manajer untuk melupakan tujuan

perusahaan yang lebih luas sehingga berpengaruh positif terhadap peningkatan efektivitas investasi berkomitmen sosial dan nilai perusahaan.

Hasil pengujian empiris hipotesis mediasi ini mendukung penelitian Cho (1998); Iturriaga *et al.* (2001); Cheung *et al.* (2011); dan Salami (2011). Salami (2011) meneliti tentang struktur kepemilikan saham, struktur tata kelola, dan efisiensi investasi perusahaan. Temuan yang dihasilkan adalah: bahwa sebagian besar perusahaan publik memiliki konsentrasi kepemilikan yang tinggi; bahwa struktur tata kelola perusahaan merupakan elemen penting dalam strategi investasi dari perusahaan. Temuan muncul menunjukkan beberapa hubungan yang positif dengan efisiensi investasi perusahaan.

Analisis jalur pada model penelitian empirik menunjukkan bahwa ada jalur yang lebih dominan diantara jalur yang berkaitan dengan konsentrasi kepemilikan adalah pengaruh konsentrasi kepemilikan (KK) terhadap nilai *Tobin's q* (Q) melalui jalur mediasi variabel tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial (EIBS) dan reputasi perusahaan (RP) yaitu sebesar 0,062 (jalur KK→EIBS→RP→Q). Temuan ini memberikan bukti empirik kekuatan konsentrasi kepemilikan dalam struktur *corporate governance* mampu memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan (*discretion*) dan keputusan (*decision*) eksekutif sehingga menghasilkan tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial yang tinggi. Tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial yang tinggi mengindikasikan bahwa kinerja keuangan perusahaan dan kinerja sosial perusahaan yang baik dan selaras memberikan citra positif perusahaan dan meningkatkan reputasi perusahaan yang berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

3. Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan

Hasil pengujian yang telah dilakukan terhadap hipotesis mediasi ini, menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung variabel kepemilikan manajerial terhadap variabel *Tobin's q* adalah sebesar -0,283. Sedangkan, pengaruh variabel kepemilikan manajerial secara tidak langsung, yaitu melalui variabel efektivitas investasi berkomitmen sosial, terhadap variabel *Tobin's q* adalah sebesar -0,016. Kondisi ini membuktikan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung lebih besar apabila dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung. Hasil uji Sobel juga menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh mediasi tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial (EIBS) pada hubungan kepemilikan manajerial (KM) dengan nilai *Tobin's q* (Q). Dengan demikian bahwa tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial tidak memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai *Tobin's q*.

Hasil penelitian ini membuktikan dampak kepemilikan manajerial terhadap nilai *Tobin's q* (Q) secara langsung lebih dominan dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai *Tobin's q* (Q) melalui tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial. Hasil penelitian ini secara teoretik dapat dijelaskan dengan hipotesis *entrenchment* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan menurun ketika manajemen memegang saham besar dalam perusahaan mereka (Jensen dan Meckling, 1976; Stulz, 1988; Fama dan Jensen, 1983). Stulz (1988) menunjukkan bahwa nilai perusahaan adalah positif terkait kepemilikan manajerial untuk fraksi yang mempunyai hak suara rendah dan negatif terkait dengan kepemilikan manajerial yang besar. Implikasinya adalah bahwa lebih banyak saham yang dipegang para manajer, selanjutnya dengan keinginan untuk bertahan memungkinkan manajer mengambil alih sumber daya perusahaan untuk keuntungan pribadi sehingga berdampak pada penurunan kinerja perusahaan (Morck *et al*.,1988;. Harris dan Raviv, 1988 ; Stulz, 1988).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa adanya kecenderungan manajer berperilaku oportunistik dengan kepemilikan manajerial yang tinggi. Manajer akan berusaha memanfaatkan *free cash flow* untuk kepentingan reinvestasi dengan tujuan peningkatan investasi berorientasi ekonomi yang berdampak pada pertumbuhan perusahaan yang tinggi dan bukan pada investasi yang beorientasi sosial. Pengaruh langsung yang lebih dominan dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung memberikan indikasi bahwa kepemilikan saham oleh manajemen yang tinggi ada kemungkinan manajer melakukan reinvestasi yang sifatnya membangun kerajaan agar mereka bisa bertahan (hipotesis *entrenchment*) sehingga berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

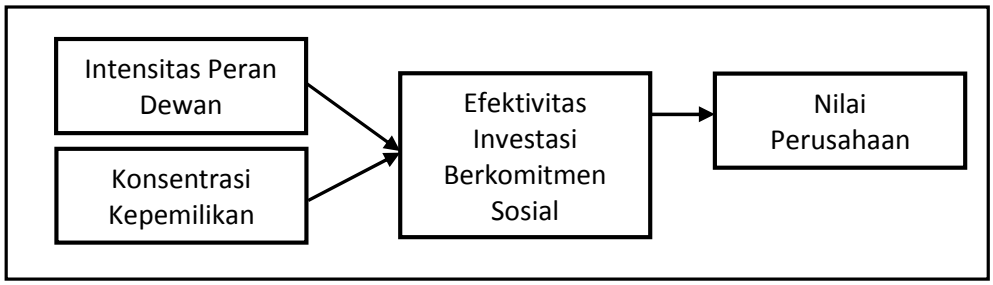
Hasil pengujian sejalan dengan pendapat Morck *et al*. (1988) dan McConnell dan Servaes (1990) yang secara empiris mengeksplorasi hubungan keseluruhan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan menggunakan *Tobin's q* sebagai *proxy* untuk nilai perusahaan. Mereka menemukan hubungan non-monoton dan menafsirkan temuan ini sebagai konsisten dengan hipotesis bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi nilai perusahaan. Mereka berpendapat bahwa, kepemilikan manajerial pada tingkat rendah, peningkatan kepemilikan manajerial lebih erat menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Namun, pada tingkat tinggi kepemilikan manajerial, peningkatan kepemilikan manajerial membuat manajemen yang lebih tertanam (*entrenched*) dan kurang tunduk pada disiplin pasar, sehingga mengurangi nilai perusahaan.

4. Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial mengisi kesenjangan penelitian tentang corporate governance dalam peningkatan nilai perusahaan

Berdasarkan pembahasan hasil pengujian hipotesis diperoleh beberapa alternatif jawaban mengisi kesenjangan hasil penelitian empirik struktur dan mekanisme *corporate governance* dalam penciptaan nilai perusahaan, yaitu:

a. Alternatif pertama adalah struktur dan mekanisme *corporate governance* – dari variabel intensitas peran dewan dan konsentrasi kepemilikan – meningkatkan nilai perusahaan melalui efektivitas investasi berkomitmen sosial (didukung terbuktinya H4, H5, H8, H10 dan H11). Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial adalah kemampuan menghasilkan dampak pada pencapaian tujuan maksimalisasi nilai bagi pemangku kepentingan dari strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial. Intensitas peran dewan sebagai mekanisme *corporate governance* meningkatkan nilai perusahaan melalui efektivitas investasi berkomitmen sosial (Ayuso *et al*., 2007; Harjoto dan Jo, 2011; Benson *et al.,* 2011). Konsentrasi kepemilikan sebagai struktur *corporate governance* meningkatkan nilai perusahaan melalui efektivitas investasi berkomitmen sosial (Cho, 1998; Andres, 2008; Cheung *et al*., 2011; Salami, 2011). Alur peningkatan nilai perusahaan melalui efektivitas investasi berkomitmen sosial dapat dilihat pada Gambar 6.1 berikut ini.

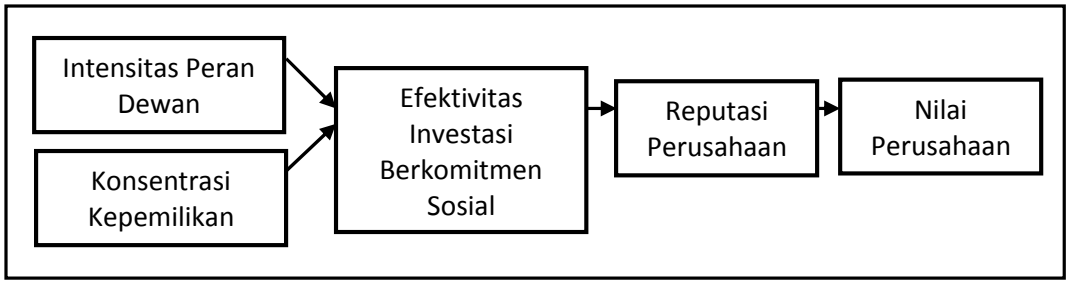
Gambar 7.1
Alternatif 1 Efektivitas Investasi berkomitmen Sosial Mengisi Kesenjangan Penelitian Struktur dan Mekanisme *Corporate Governance* dalam Penciptaan Nilai Perusahaan



b. Alternatif kedua adalah struktur dan mekanisme *corporate governance* – dari variabel intensitas peran dewan dan konsentrasi kepemilikan – meningkatkan nilai perusahaan melalui efektivitas investasi berkomitmen sosial dan reputasi perusahaan (didukung terbuktinya H4, H5, H7, H8 dan H9). Efektivitas investasi berkomitmen sosial berimplikasi positif pada

reputasi perusahaan (Gray *et al.*, 1988; Neville *et al.*, 2005; Sanchez dan Sotorrio, 2013). Pengungkapan hasil strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial (informasi keuangan dan non-keuangan) pada laporan tahunan merupakan sinyal positif dan berdampak pada reputasi perusahaan (Tom, 2002). Alur peningkatan nilai perusahaan melalui efektivitas investasi berkomitmen sosial dan reputasi perusahaan dapat dilihat pada Gambar 7.2 berikut ini.

Gambar 7.2
Alternatif 2 Efektivitas Investasi berkomitmen Sosial dan Reputasi Perusahaan Mengisi Kesenjangan Penelitian Struktur dan Mekanisme *Corporate Governance* dalam Penciptaan Nilai Perusahaan



Berdasarkan analisis jalur maka pengaruh struktur dan mekanisme *corporate governance* dalam penciptaan nilai perusahaan melalui efektivitas investasi berkomitmen sosial dan reputasi perusahaan merupakan jalur yang paling efisien karena mempunyai nilai yang lebih besar dibandingkan jalur yang lain.

BAB 8

INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL: IMPLIKASI TEORETIK

Tujuan belajar:

Setelah mempelajari bab ini, diharapkan mampu:

1. Menganalisis implikasi konsep investasi berkomitmen sosial terhadap pengembangan teori.

1. Implikasi Teoretik

Temuan hasil penelitian tentang efektivitas investasi berkomitmen sosial dalam penciptaan nilai perusahaan (Indriani, 2013), memberikan implikasi teoretik pada Tabel 8.1 berikut ini.

Tabel 8.1
Temuan Hasil Penelitian dan Implikasi Teoretis

No	Temuan Hasil Penelitian	Implikasi Teoretis
1	Penelitian ini memberikan bukti empirik bahwa intensitas peran dewan berpengaruh positif terhadap efektivitas investasi berkomitmen sosial	Hasil dari studi terdahulu sudah memberikan indikasi adanya perluasan peran dewan dari fungsi *monitoring* menjadi peran layanan dan peran strategis dalam pengambilan keputusan (Fama dan Jensen, 1983; Zahra dan Pearce, 1989; Kassinis dan Vafeas, 2002; Nicholson dan Kiel, 2007; Mallin dan Michelon, 2010). Dalam penelitian ini lebih spesifik membahas perluasan peran *board of directors* dalam teori *Governance* dengan *framework theoretical Agency*, *Resources Dependence* dan *Stakeholder*. Perluasan peran tersebut diproksikan dalam intensitas peran dewan yaitu kesungguhan dewan dalam melakukan fungsinya secara proaktif dan obyektif independen sehingga memberikan dampak positif terhadap efektivitas investasi berkomitmen sosial. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peran dewan dalam hal ini merujuk pada berlakunya hipotesis resolusi konflik dimana perusahaan atau eksekutif tunduk pada pengawasan pemegang saham melalui peran dewan. *Corporate governance* yang efektif memaksa eksekutif untuk bertindak terbaik bagi pemegang saham. Di bawah tata kelola yang efektif, eksekutif memenfaatkan keterlibatan CSR untuk menyelesaikan konflik antara *stakeholder* untuk memaksimalisasi nilai *shareholder* (Harjoto dan Jo, 2011). Hasil penelitian ini sesuai dengan *Agency-Stakeholder Theory* yang menyatakan adanya struktur *monitoring* dan mekanisme penegakan (*enforcement*) untuk mengurangi kerugian utilitas (Hill dan Jones, 1992; Jensen, 2001).

Sumber: Hasil Penelitian, 2013

Lanjutan Tabel 8.1

No	Temuan Hasil Penelitian	Implikasi Teoretis
2	Penelitian ini memberikan bukti empirik bahwa konsentrasi Kepemilikan berpengaruh positif terhadap efektivitas investasi berkomitmen sosial	Hasil dari studi terdahulu memberikan pendapat bahwa pemegang saham kendali memiliki insentif yang kuat untuk mengawasi eksekutif dan memaksimalkan laba ketika mempunyai hak aliran kas yang substansial. Hal ini mengimplikasikan efek penyelarasan (*alignment*). Pemegang kendali mempengaruhi pembuatan keputusan perusahaan (Baysinger *et al*., 1991; Kochhar dan David, 1996). Hasil penelitian ini merujuk pada penelitian Anderson *et al*. (2003). Pemegang saham dominan berbeda dengan pemegang saham lainnya dalam dua aspek: (a) kepentingan kelangsungan hidup jangka panjang perusahaan, dan (b) pentingnya menjaga reputasi mereka sendiri yang sangat terkait dengan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham dominan, dibandingkan dengan jenis lain dari pemilik, akan lebih mungkin untuk mengadopsi keputusan yang memaksimalkan perilaku perusahaan tentang ekonomi, sosial dan lingkungan. Hasil penelitian ini sesuai dengan *Agency-Stakeholder Theory* yang menyatakan adanya struktur *monitoring* dan mekanisme penegakan (*enforcement*) untuk mengurangi kerugian utilitas (Hill dan Jones, 1992; Jensen, 2001).

Sumber: Hasil Penelitian, 2013

Lanjutan Tabel 8.1

No	Temuan Hasil Penelitian	Implikasi Teoretis
3	Penelitian ini memberikan bukti empirik bahwa efektivitas investasi berkomitmen sosial berimplikasi positif terhadap reputasi perusahaan	Hasil dari studi terdahulu yang memberikan dukungan bahwa kinerja keuangan mempengaruhi reputasi perusahaan (McGuire dan Branch, 1990; Sanchez dan Sotorrio, 2007; Zhang dan Rezaee, 2009; Lys *et al*., 2013). Pengungkapan informasi sosial dan kebijakan lingkungan dalam laporan tahunan merupakan sinyal berkualitas yang berdampak pada citra perusahaan (Gray, 1988; Tom, 2002). Dalam penelitian ini diteliti lebih spesifik yaitu efektivitas investasi berkomitmen sosial (EIBS) yaitu strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial yang mampu berdampak pada pencapaian tujuan maksimalisasi nilai bagi *stakeholder* dan *shareholder*. EIBS merepresentasikan kinerja investasi berorientasi ekonomi dan sosial perusahaan. Hasil penelitian ini merupakan temuan baru yaitu Efektivitas Investasi berkomitmen sosial berdampak pada peningkatan reputasi perusahaan. Temuan ini memberikan implikasi pada teori pensinyalan (*Signalling Theory*). *Signalling theory* menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Salah satu jenis informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan yang dapat menjadi signal bagi pihak di luar perusahaan, terutama bagi pihak investor adalah laporan tahunan. Informasi yang diungkapkan dalam laporan tahunan dapat berupa informasi akuntansi yaitu informasi yang berkaitan dengan laporan keuangan dan informasi non-akuntansi yaitu informasi yang tidak berkaitan dengan laporan keuangan dalam hal ini adalah pengungkapan kinerja sosial perusahaan. Pengungkapan sosial dalam laporan tahunan digunakan untuk mengukur kinerja sosial perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan yang diungkapkan melalui laporan tahunan menjadi sinyal positif bagi investor sehingga menaikkan reputasi bagi perusahaan.

Sumber: Hasil Penelitian, 2013

Lanjutan Tabel 8.1

No	Temuan Hasil Penelitian	Implikasi Teoretis
4	Penelitian ini memberikan bukti empirik bahwa efektivitas investasi berkomitmen sosial berimplikasi positif terhadap nilai perusahaan	Hasil penelitian ini merupakan temuan baru dengan melihat bahwa tercapainya tujuan strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial maka akan berdampak pada penciptaan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini memberikan implikasi terhadap *good management theory* dan *slack resources theory*. Kedua teori ini menjelaskan hubungan antara efektivitas investasi berkomitmen sosial terhadap nilai perusahaan. Teori sumber daya *Slack* berpendapat bahwa kinerja keuangan yang baik berpotensi mengakibatkan ketersediaan *slack* (keuangan dan lainnya) sumber daya yang memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk berinvestasi dalam domain kinerja sosial, seperti hubungan masyarakat, hubungan karyawan, atau lingkungan. Jika sumber daya *slack* tersedia, maka kinerja sosial yang lebih baik akan dihasilkan dari alokasi sumber daya ke dalam ranah sosial, dan kinerja keuangan yang lebih baik sehingga akan menjadi prediktor kinerja sosial perusahaan yang lebih baik. Penjelasan ini mendukung bukti empiris McGuire *et al.* (1988, 1990) dan Waddock dan Graves (1997). Teori manajemen yang baik (*good management theory)* berargumen bahwa ada korelasi yang tinggi antara praktik manajemen yang baik dan kinerja sosial perusahaan. Hal ini disebabkan karena perhatian terhadap domain kinerja sosial perusahaan meningkatkan hubungan dengan kelompok pemangku kepentingan utama (Freeman, 1984), menghasilkan kinerja lebih baik secara keseluruhan. Efektivitas investasi berkomitmen sosial diukur dengan gabungan antara kinerja keuangan perusahaan - *return on asset* - dan kinerja sosial perusahaan – investasi untuk aktivitas *corporate social responsibility* - memberikan implikasi bahwa tidak perlu ada pertentangan mana yang lebih dahulu mempengaruhi dan dipengaruhi. Kedua ukuran kinerja tersebut diintegrasikan secara sinergis sehingga kedua teori tersebut dapat digunakan sebagai dasar secara integratif.

Sumber: Hasil Penelitian, 2013

Lanjutan Tabel 8.1

No	Temuan Hasil Penelitian	Implikasi Teoretis
5	Penelitian ini memberikan bukti empirik bahwa Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan	Hasil dari studi terdahulu sudah memberikan indikasi bahwa kepemilikan manajerial dapat menjadi mekanisme *corporate governance* yang efektif karena dapat menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal atau *alignment of interest* (Jensen dan Meckling, 1976; Crisotomos, 2005). Hasil penelitian ini menunjukkan arah yang sebaliknya (negatif) yaitu semakin rendah kepemilikan manajerial maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis. Hasil penelitian ini memberikan indikasi terjadi pembentengan atau *entrenchment effect* pada posisi dimana kepemilikan manajerial tinggi (Stulz, 1990; Morck *et al*., 1988; McConnel dan Servaes, 1990; Hermalin dan Weisbach, 1991; Lundstrum, 2009; Mandaci dan Gumus, 2010). Efek penyelarasan kepentingan terjadi pada saat kepemilikan manajerial kecil (Chen *et al*., 2003). Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *stakeholder-agency* yang mendalilkan bahwa kelompok pemangku kepentingan menempatkan klaim pada perusahaan, konsekuensinya akan mengurangi jumlah sumber daya yang disalurkan manajemen pada pertumbuhan perusahaan melalui diversifikasi. Semua klaim *stakeholder* melibatkan penggunaan sumber daya yang mungkin akan diinvestasikan oleh manajer dalam memaksimalkan tingkat pertumbuhan perusahaan. Masalah keagenan ini akan menimbulkan kerugian utilitas. Hasil penelitian ini sesuai dengan *Agency-Stakeholder Theory* yang menyatakan dengan fungsi insentif, pengawasan, dan penegakan struktur adalah untuk meminimalkan kerugian utilitas dengan mengoreksi perbedaan kepentingan antara manajemen dan *stakeholder*. Salah satu cara untuk meminimalkan kerugian utilitas yang timbul dari perbedaan kepentingan melibatkan mekanisme penyelarasan kepentingan *ex-ante* ke dalam skema kontrak. Mekanisme penyelarasan antara kepentingan manajer dengan *stakeholder* dan *shareholder* akan dapat dicapai pada saat kepemilikan manajerial rendah.

Sumber: Hasil Penelitian, 2013

Lanjutan Tabel 8.1

No	Temuan Hasil Penelitian	Implikasi Teoretis
6	Penelitian ini memberikan bukti empirik bahwa efektivitas investasi berkomitmen sosial sebagai pemediasi hubungan antara mekanisme *corporate governance* dan nilai perusahaan	Hasil penelitian ini merupakan temuan baru dengan melihat bahwa efektivitas investasi berkomitmen sosial memediasi struktur dan mekanisme *corporate governance* – dari aspek intensitas peran dewan dan konsentrasi kepemilikan – pada penciptaan nilai perusahaan. Implikasi hasil penelitian terhadap teori *agency* adalah mengatasi masalah keagenan dan asimetri informasi. Konsentrasi kepemilikan dan intensitas peran dewan (*board of directors*) dalam struktur dan mekanisme *corporate governance* terbukti memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan strategis manajemen sehingga tercapai efektivitas dalam penggunaan asset perusahaan dengan investasi yang menghasilkan kinerja keuangan perusahaan dan kinerja sosial perusahaan secara selaras. Temuan penelitian ini memberikan implikasi pada sintesis teori *agency – stakeholder* yang lebih baik, daripada teori tersebut digunakan sebagai dasar teoretik secara parsial. Sintesis teori *agency – stakeholder* dapat mengurangi kelemahan dari masing-masing teori. Dengan sintesis teori *agency – stakeholder* dimana kekuatan dan efisiensi dalam *framework* yang sama, secara substansial meningkatkan daya prediksi paradigma bila dibandingkan dengan teori perusahaan sebelumnya. Paradigma secara eksplisit berfokus pada penyebab konflik antara manajer dan *stakeholder* menyusul munculnya kondisi ketidakseimbangan. Teori *stakeholder-agency* juga menunjukkan jalan menuju mekanisme penyesuaian yang menyusun kembali kepentingan manajemen dan pemangku kepentingan. Sintesis teori *Agency* dan teori *Stakeholder* memberikan pencerahan (*enlightened*) terhadap tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai yang bergeser dari maksimalisasi nilai pemegang saham (*shareholders oriented*) menjadi maksimalisasi nilai bagi pemangku kepentingan (*stakeholder oriented*). Hasil penelitian ini mendukung pendapat Jensen (2001) tentang maksimalisasi nilai dan fungsi tujuan perusahaan.

Sumber: Hasil Penelitian, 2013

BAB 9

INVESTASI BERKOMITMEN SOSIAL: SEBAGAI STRATEGI PENINGKATAN NILAI PERUSAHAAN

Tujuan belajar:

Setelah mempelajari bab ini, diharapkan mampu:

1. Menganalisis dampak investasi berkomitmen sosial terhadap reputasi dan nilai perusahaan;
2. Menganalisis konsep investasi berkomitmen sosial sebagai alternatif strategi dalam penciptaan nilai perusahaan.

1. Investasi Berkomitmen Sosial dan Reputasi Perusahaan

Dasar teori yang menjelaskan hubungan antara investasi berkomitmen sosial dengan reputasi perusahaan adalah teori *signaling*. Teori sinyal (*signaling theory*) menjelaskan bagaimana seharusnya sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen (agen) disampaikan kepada pemilik (*principal*). Dalam hubungan keagenan, terjadi asimetri informasi antara manajer dengan pihak eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Asimetri informasi terjadi ketika manajer memiliki informasi internal perusahaan yang lebih banyak dan mengetahui informasi lebih cepat dibandingkan pihak eksternal. Guna mengurangi asimetri informasi maka perusahaan harus mengungkapkan informasi yang dimiliki, baik informasi keuangan maupun non keuangan. Salah satu informasi yang wajib untuk diungkapkan oleh perusahaan adalah informasi tentang tanggung jawab sosial perusahaan atau *corporate social responsibility*. Informasi ini dapat dimuat dalam laporan tahunan perusahaan atau laporan sosial perusahaan terpisah. Perusahaan melakukan pengungkapan *corporate social responsibility* dengan harapan dapat meningkatkan reputasi dan nilai perusahaan.

Hipotesis tentang pengarug eketivitas investasi berkomitmen soail terhadap reputasi perusahaan merujuk pada hasil penelitian Toms (2002) yang memberikan bukti empiris bahwa implementasi, pemantauan dan pengungkapan kebijakan lingkungan dan pengungkapan dalam laporan tahunan memberikan kontribusi signifikan terhadap penciptaan reputasi lingkungan. Penelitian terdahulu yang memberikan dukungan bahwa kinerja keuangan perusahaan mempengaruhi reputasi perusahaan antara lain Neville *et al.* (2005); Roberts dan Dowling (2002); Rose dan Thomsen (2004); Sanchez dan Sotorrio (2007); Zhang dan Rezaee (2009). Penelitian terdahulu yang memberi dukungan kinerja sosial perusahaan

berpengaruh terhadap reputasi perusahaan antara lain Gray *et al.* (1988); Lys *et al*. (2013).

Hasil pengujian terhadap hipotesis pengaruh investasi berkomitmen sosial terhadap reputasi keuangan perusahaan, ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,175 dengan arah hubungan positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (*c.r.*) sebesar 1,968 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,049, yang berarti merupakan suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada α = 5%. Dengan demikian, besarnya efektivitas investasi berkomitmen sosial perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini, mampu meningkatkan reputasi perusahaan.

Efektivitas investasi berkomitmen sosial yang tinggi diatas nilai diatas rata-rata industri mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja keuangan dan kinerja sosial yang baik. Apabila salah satu atau keduanya, baik kinerja keuangan atau kinerja sosial perusahaan buruk maka akan menunjukkan nilai dari tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial yang rendah. Data deskriptif tabulasi silang perusahaan sampel antara Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dan reputasi perusahaan, menunjukkan bahwa kelompok yang paling dominan adalah kelompok Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial dan reputasi perusahaan pada kategori baik sebesar 20,3%. Data ini memberikan indikasi bahwa apabila tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial baik maka reputasi perusahaan juga baik. Hasil uji asosiasi didapatkan nilai *Chi-Square* sebesar 15,261 dengan signifikansi 0,004, berarti reputasi perusahaan berasosiasi dengan efektivitas investasi berkomitmen sosial. Persentase tertinggi berada pada kelompok EIBS sedang dengan RP tinggi sebesar 20,3 %. Hal ini berarti bahwa 20,3 % perusahaan sampel yang mempunyai reputasi perusahaan tinggi berasosiasi efektivitas berkomitmen sosial cukup baik.

Hasil uji hipotesis tentang efektivitas investasi berkomitmen sosial berpengaruh positif dan bermakna terhadap reputasi perusahaan, mendukung penelitian Toms (2002) yang menunjukkan bahwa implementasi, pemantauan dan pengungkapan kebijakan lingkungan dan pengungkapan dalam laporan tahunan memberikan kontribusi signifikan terhadap penciptaan reputasi lingkungan. Laporan tahunan merupakan media penyampaian sinyal bagi perusahaan sehingga dengan pengungkapan kinerja keuangan dan kinerja sosial sebagai kualitas sinyal yang baik akan menciptakan reputasi perusahaan.

Hubungan kinerja tanggung jawab sosial perusahaan dan kinerja keuangan dapat dianalisis dengan arah kausalitas yang berbeda dengan menggunakan dua pandangan yaitu: (1) teori *slack* sumber daya (*Slack resources theory*); dan (2)

teori manajemen yang baik (*good management theory*). Hubungan antara kinerja sosial perusahaan terhadap kinerja keuangan didasarkan pada teori manajemen yang baik (*good management theory*) dan sebaliknya hubungan antara kinerja keuangan dengan kinerja sosial didasarkan pada teori *slack* sumber daya.

Efektivitas investasi berkomitmen sosial merupakan kinerja perusahaan yang mensinkronisasikan antara orientasi ekonomi atau profit dan sosial. Perspektif *Slack resources theory* dan *good management theory*, keduanya dapat digunakan untuk menjelaskan efektivitas investasi berkomitmen sosial sebagai prediktor reputasi perusahaan.

Teori sumber daya *Slack* berpendapat bahwa kinerja keuangan yang baik berpotensi mengakibatkan ketersediaan *slack* (keuangan dan lainnya) sumber daya yang memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk berinvestasi dalam domain kinerja sosial, seperti hubungan masyarakat, hubungan karyawan, atau lingkungan. Jika sumber daya *slack* tersedia, maka kinerja sosial yang lebih baik akan dihasilkan dari alokasi sumber daya ke dalam ranah sosial, dan kinerja keuangan yang lebih baik sehingga akan menjadi prediktor kinerja sosial perusahaan yang lebih baik. Penjelasan ini mendukung bukti empiris McGuire *et al.* (1988, 1990) dan Waddock dan Graves (1997).

Teori manajemen yang baik berargumen bahwa ada korelasi yang tinggi antara praktik manajemen yang baik dan kinerja sosial perusahaan. Hal ini disebabkan karena perhatian terhadap domain kinerja sosial perusahaan meningkatkan hubungan dengan kelompok pemangku kepentingan utama (Freeman, 1984), menghasilkan kinerja lebih baik secara keseluruhan. Sebagai contoh, hubungan dengan karyawan yang baik (termasuk gender dan kaum minoritas) diharapkan dapat meningkatkan semangat, produktivitas, dan kepuasan kerja. Hubungan masyarakat yang baik mungkin memberikan insentif bagi pemerintahan, sekolah ditingkatkan (dan tenaga kerja yang lebih baik dalam jangka panjang), atau peraturan berkurang, sehingga mengurangi biaya untuk perusahaan.

Reputasi perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Q), ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,303 dengan arah hubungan positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (*c.r.*) sebesar 4,040 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,000, yang berarti merupakan suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada α = 1%. Dengan demikian, tingginya reputasi perusahaan mampu meningkatkan nilai *Tobin's q*. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan meningkat apabila reputasi perusahaan baik.

Hipotesis ini merujuk pada hasil penelitian Roberts dan Dowling (2002) menyelidiki hubungan antara reputasi perusahaan dan kinerja keuangan yang superior. Penelitian ini membahas apakah reputasi yang baik memungkinkan perusahaan untuk mencapai profitabilitas yang terus-menerus, atau kinerja keuangan yang berkelanjutan yang unggul. Temuan empirisnya adalah bahwa perusahaan dengan reputasi perusahaan superior memiliki kesempatan lebih besar untuk mempertahankan kinerja keuangan yang superior dari waktu ke waktu. Srivastava *et al.* (1997) dan Jones, Jones dan Little (2000) telah meneliti pengaruh reputasi perusahaan di pasar saham melalui analisis regresi. Srivastava *et al.* (1997) menemukan bukti hubungan positif antara reputasi dan nilai perusahaan.

Hasil uji asosiasi didapatkan nilai *Chi-Square* sebesar 18,561 dengan signifikansi sebesar 0,001, berarti reputasi perusahaan berasosiasi dengan nilai Q. Persentase tertinggi berada pada kelompok perusahaan dengan reputasi baik dengan nilai perusahaan yang baik sebesar 28,5 %. Hal ini berarti bahwa ada asosiasi atau kecenderungan 28,5 % perusahaan sampel yang mempunyai nilai perusahaan tinggi dengan reputasi perusahaan yang baik. Hasil pengujian empiris mendukung penelitian Srivastava *et al.* (1997) dan Roberts dan Dowling (2002) tentang hubungan positif antara reputasi dan nilai perusahaan.

2. Strategi Investasi Berkomitmen Sosial dalam Peningkatan Nilai Perusahaan

Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial merupakan hasil strategi sinkronisasi investasi berorientasi ekonomi dan sosial yang mampu berdampak pada pencapaian tujuan maksimalisasi penciptaan nilai bagi *shareholder* maupun *stakeholder* (Indriani, 2013). Efektivitas Investasi Berkomitmen Sosial suatu hasil kebijakan strategi investasi perusahaan yang mengintegrasikan investasi berorientasi ekonomi dan sosial secara simultan. Sasaran yang akan dicapai dari strategi ini adalah menggabungkan keuntungan dari investasi dengan motif profit (*ROI* atau *ROA*) sebesar-besarnya dengan investasi sosial atau tanggung jawab sosial perusahaan (kebajikan sosial). Tujuan dari strategi ini adalah tercapainya tujuan maksimalisasi penciptaan nilai yang selaras antara *shareholder* dan *stakeholder*. Proposisi yang diderivasi dari sintesis Teori *Agency* dan Teori *Stakeholder* ini sejalan (*in line*) dengan Jensen (2001); Graves dan Waddock (2000); dan Davis (2005).

Teori maksimalisasi nilai tercerahkan (Jensen, 2001) menunjukkan bahwa maksimalisasi nilai tidak dapat dicapai jika perusahaan mengabaikan atau memperlakukan para pemangku kepentingan. Beberapa peneliti telah membuat

proposisi yang sama (Graves dan Waddock, 2000; dan Davis, 2005). Model Jensen (2001) berbeda dari teori *stakeholder* instrumental tradisional. Model Jensen (2001) memberikan dasar untuk membuat *trade-off* antara kelompok *stakeholder*. Hubungan perusahaan dengan para pemangku kepentingan harus berakar pada strategi perusahaan dan harus menjadi alat untuk mencapai tujuan, yaitu maksimalisasi nilai. Dengan demikian, manajer mengoptimalkan hubungan dengan para pemangku kepentingan untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Hasil pengujian terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa pengaruh efektivitas investasi berkomitmen sosial terhadap nilai perusahaan, ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,370 dengan arah hubungan positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (*c.r.*) sebesar 4,596 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,000, yang berarti merupakan suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada α = 1%. Berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 8 dinyatakan dapat diterima. Dengan demikian, hasil penelitian ini telah menemukan cukup bukti untuk mendukung bahwa tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial mempunyai pengaruh positif dan bermakna terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan meningkat apabila terdapat tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial yang tinggi.

Hasil uji asosiasi didapatkan nilai *Chi-Square* sebesar 22,349 dengan signifikansi 0,000, berarti nilai Q berasosiasi dengan tingkat efektivitas investasi berkomitmen sosial. Persentase tertinggi berada pada kelompok perusahaan dengan Investasi berkomitmen sosial yang cukup tinggi dengan nilai perusahaan yang cukup tinggi sebesar 34,1 %. Hal ini berarti bahwa 34,1 % perusahaan sampel mempunyai nilai perusahaan yang cukup tinggi berasosiasi dengan efektivitas berkomitmen sosial cukup baik.

Hasil uji hipotesis ini memberikan penjelasan bahwa efektivitas investasi berkomitmen sosial yang diukur dengan kinerja keuangan dan kinerja sosial perusahaan secara simultan mampu menciptakan nilai perusahaan. Hasil uji ini membuktikan bahwa efektivitas investasi berkomitmen sosial berimplikasi positif dalam penciptaan nilai perusahaan dengan nilai koefisien yang paling dominan sebesar 0,370 dibandingkan dengan nilai koefisien hubungan antar variabel yang lain secara parsial. Hasil ini mendukung konsep Graves dan Waddock (2000); Jensen (2001) tentang konsep maksimalisasi nilai tercerahkan (*enlighted value maximization*).

Implikasi praktis dari hasil penelitian Indriani (2013) yaitu antara lain peningkatan efektivitas investasi berkomitmen sosial merupakan prioritas bagi

kebijakan manajerial dalam maksimalisasi penciptaan nilai perusahaan. Investasi Berkomitmen Sosial memberikan wawasan dan bukti empirik yang berguna dalam penciptaan nilai perusahaan dalam tiga sudut pandang yaitu: (a) ***Basis Kesehatan Keuangan***: Investasi Berkomitmen Sosial mempunyai implikasi positif terhadap reputasi dan nilai perusahaan, berarti meningkatkan pertumbuhan keuangan perusahaan; (b) ***Basis Stakeholder***: Investasi Berkomitmen Sosial mewujudkan dan menjawab kepentingan *stakeholder* sehingga meningkatkan kepercayaan *stakeholder* pada perusahaan dan stakeholder akan memberikan sumber daya yang dapat meningkatkan nilai perusahaan; (c) ***Basis Kompetensi***: memberikan implikasi manajerial bahwa Investasi Berkomitmen Sosial memberikan kompetensi bagi perusahaan sehingga memberikan kesempatan untuk memdapatkan keunggulan bersaing (*competitive advantage*) bagi perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Abdur Rouf, Md. 2011. "The Corporate Social responsibility Disclosure: A Study of Listed Companies in Bangladesh". ***Business and Economics Research Journal***. 2(3): 19-32.

Ammann.M; Oesha.D dan Schmid,Markus.M, 2010. "Corporate Governance and Firm Value: International Evidence". ***Working Paper,*** University of Mannheim, Finance Area, Chair for Business Administration and Corporate Governance, D-68131 Mannheim, Germany.

Amihud, Y. & Lev, B. 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. ***The Bell Journal of Economics***, 12(2): 605-617.

Anderson, K. L., Deli, D.N., dan Gillan S. 2003. "Boards of Directors, Audit Committees and the Information Content of Earnings", ***Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper*** No. 2003-04.

Anderson, R. C. & Reeb, D. M. 2004. "Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms". ***Administrative Science Quarterly***, 49: 209–237.

Andres, C. 2008. "Family ownership, financing constraints and investment decisions". University of Bonn, [Online] Available: http://ssrn.com/abstract=1101453

Ang J.S., R.A. Cole dan J.W.Lin, 2000. "Agency Cost and Ownership Structure". ***The Journal Finance***, LV(1): 81-106.

Aoki, M. 1984. *The Cooperative Game Theory of the Firm*- Oxford: Oxford University Press.

Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. D. 1985. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. ***Academy of Management Journal***: 446-463.

Ayuso, S.; Rodriguez, M.A; Garcia, R and Arino,M.A. 2007. "Maximizing Stakeholder' Interests: An Empirical Analysis of Stakeholder Approach to Corporate Governance". ***Working Paper***, IESE Business School – University of Navarra

Barnhart, S. W., dan Rosenstein S., 1998. "Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis", ***Financial Review,*** *33*: 1-16.

Bathala, C.T., K.P.Moon, dan R.P. Rao, 1994. "Managerial Ownership, Debt policy and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective". ***Financial Management***, 23: 38-50.

Bathala C, Rao R. 1995. "The determinants of board composition: an agency theory perspective". ***Managerial and Decision Economics,*** 16: 59–69.

Bauer, R., N. Gunster and R. Otten, 2004, Empirical evidence on corporate governance in Europe, ***Journal of Asset Management,*** 5(2): 91-104.

Baummol, W. J. 1959. *Business Behavior, Value and Growth.* New York: Macmill

Baysinger, B. D., R.D. Kosnik and T.A. Turk. 1991. "Effect of board and ownership structure on corporate strategy". ***Academy of Management Journal***, 34: 205-214.

Benson, B.W., Davidson, W.N., Wang, H., and Worrell,D.L. 2011. "Deviations Expected Stakeholder Management, Firm Value, and Corporate Governance". ***Financial Management***, Spring: 39 – 81.

Bhagat, S. and B. Black. 1999. 'The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance', ***The Business Lawyer***, 54: 921–63.

Bhagat, Sanjai and Bernard Black, 2002, The non-correlation between board independence and long term firm performance, ***Journal of Corporation Law*** ,27: 231-274.

Bhagat, Sanjai, Dennis Carey and Charles Elson, 1999, Director ownership, corporate performance, and management turnover, ***The Business Lawyer,*** 54.

Bhagat, Sanjai. Brian, Bolton. 2007**.** ***Corporate Governance and Firm Performance***. Available at http://ssrn.com/

Bhattacharyya, A.K, dan Nag, T. 2012. "Does Corporate Social Responsibility Yield Return? A Study of Indian Firms". ***Financial Management*** (14719185) is the property of Seven Publishing Group Ltd, p. 50-53.

Bebchuk, L., A. Cohen, A. Ferrell, 2009, "What matters in corporate governance? Forthcoming", ***Review of Financial Studies***, 22 (2): 783-827.

Bebchuk, L. & Hamdani, A. 2009. The Elusive Quest for Global Governance Standards. ***University of Pennsylvania Law Review,*** 157: 1263–1317

Bebchuk, L., A; Weisbach, Michael.S, 2009, "The State of Corporate Governance Research", ***Fisher College of Business Working Paper Series,*** pp.1-39.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M.M. and H. Zimmermann. 2006. "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation", ***European Financial Management***, 12: 249-283.

Bergström, C. and K. Rydqvist. 1990. "The Determinants of Corporate Ownership", ***Journal of Banking and Finance*** 14: 237–262.

Berle, A.A. and Means, G.C.. 1932. ***The Modern Corporation and Private Property***. New York, NY: The Macmillan Company.

Blackburn, V., Doran, M. & Shrader, C. 1994. Investigating the Dimensions of Social Responsibility and the Consequences for Corporate Financial Performance. ***Journal of Managerial Issues***, 6(2): 195-218.

Bos.,Sebastian, Pendleton.,A dan Tom, S. 2011. "Governance thresholds, managerial ownership and corporate performance: Evidence from the U.K***."*** ***Working Paper*** No. 58 ISSN Number: 1743-4041

Bozcuk, A.E. 2012." Performance Effects of Outside Directors on Corporate Boards". ***International Journal of Business and Social Science.*** 2(20): 80-84.

Brigham, E.F and Daves,P.R. 2002. ***Intermediate Financial Management***. 7ed South Western, Thomson Learning.

Brown.L.D dan Caylor. M.L, 2004. "Corporate Governance and Firm Performance". ***Working Paper,*** pp.1-53.

Buchholz, R. and Rosenthal, S. 2005. "Toward a contemporary conceptual framework for stakeholder theory", ***Journal of Business Ethics***, 58(1): 137-48.

Chan Du., dan JiaWu. 2011. "The Effect of Corporate Governance factors on Discretionary Investment". ***Review of Business Research***, 11(5): 69-84.

Chen. Carl.R,and Steiner Thomas.L 2000. "Tobin's Q. Managerial Ownership, and Analyst Coverage: A Non-Linear Simultaneous Equations Model". ***Journal of Economics and Business,*** 52: 365–382.

Chen. Carl.R, Weiyu Guo, dan Vivek Mande, 2006. "Corporate Value, Managerial Stockholdings and Investment of Japanese Firms". ***Journal of International Financial Management and Accounting,*** 17(1): 29-51.

Chen, S. and P. Bouvain. 2009, 'Is Corporate Responsibility Converging? A Comparison of Corporate Responsibility Reporting in the USA, UK, Australia, and Germany', ***Journal of Business Ethics,*** 87: 299–317.

Cheung,Y., Stouraitis, A. dan Tan, W. 2011. "Corporate Governance, Investment, and Firm Valuation in Asian Emerging Markets". ***Journal of International Financial Management & Accounting,*** 22:3 2011

Cho, Myeong-Hyeon, 1998. " Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: an Empirical Analysis". ***Journal of Financial Economics***, 47: 103-121.

Collins, D. W. and S. P. Kothari, 1989, An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients, ***Journal of Accounting and Economics,*** 11: 143–81.

Conger, J. A., Finegold, D., and Lawler, E. E. 1998. "Appraising Boardroom Performance". ***Harvard Business Review,*** 76(1): 136-148.

Cotter, J., and Silvester, M. 2003. Board and Monitoring Committee Independence. ***Abacus,*** *39*(2): 211-232.

Crisostomo,V.L., Fatima,S.F and Felipe,C.S, 2011. "Corporate Social responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil". ***http://ssrn.com/abstract=1587023***, pp.1-24.

Cronqvist, H., and Nilsoson, M. 2003. "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", ***Journal of Financial and Quantitative Analysis,*** 38(4): 695-714.

Crutchley, Claire.E dan Hansen, Robert.S. 1989. "Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends." ***Financial Management***, winter pp.36-46

Cubbin, J and Leech, D. 1983. "The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement", ***The Economic Journal***, 93: 351-369.

Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. 2003. Corporate governance: Decades of dialogue and data. ***Academy of Management Review***, 28: 371-382.

Dallas, George. 2004. ***Governance and Risk. Analitytical Hand books for Investors, Managers, Directors and Stakeholders.*** New York: McGraw Hill.

Daniri, A. 2006. ***Konsep dan Penerapan Good Corporate Governance dalam Konteks Indonesia***. Jakarta: Ray Indonesia.

Demacarty, P. 2009. Financial returns of corporate social responsibility, and the moral freedom and responsibility of business leaders. ***Business and Society Review***, *114*(3), 393-433.

Demzets, Harold. 1983. "The Structure of Corporate Ownership: Couses and Consequences". ***Journal of Political Economy***, 93(6): 1155- 1177.

Demsetz, H. and Villalonga, B. 2001. "Ownership structure and corporate performance", ***Journal of Corporate Finance***, 7: 209-33.

Dinga, Abdella.K; Dixon,R and Stratling R, 2009. "Ownership Structure and Firm Performance in the UK: Evidence from the Agency Perspective". ***Working Paper,*** Durham Business School, University of Durham.

Doh, J.P. & Guay, T.R. 2006. Corporate social responsibility, public policy, and NGO activism in Europe and the United States: an institutional-stakeholder perspective. ***Journal of Management Studies***, *43*(1), 47-73.

Drews, M. 2010. "Measuring the business and societal benefits of corporate responsibility". ***Corporate Governance.*** 10(4): 421-431.

Dunbar, R.L.M. and J., Schwalbach, 2000. "Corporate Reputation and Performance in Germany", ***Corporate Reputation Review*** 3: 115–123.

Eiscenhardt, K. M. 1985. 'Control: organizational and economic approaches'.*Management Science*, 31, 134-49.

Eiscenhardt, K. M. 1988. 'Agency and institutional explanations of compensation in retail sales'. *Academy of Management Journal*, 31, 4-88-511

Eiscenhardt, K. M. 1989, "Agency Theory: An Assessment and Review". ***Academy of Management Journal***, 14: 57-74.

Elkington, J. 1997. ***Cannibal with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business.*** Oxford, UK, Capstone.

En Hsu, Hsueh. 2010. "The Relationship between Board Characteristics and Financial Performance: An Empirical Study of United States Initial Public Offerings". ***International Journal of Management***, 27(2): 332-341.

Fama, E. 1980. "Agency Problems and the Theory of the Firm". ***Journal of Political Economy***, pp. 288-307

Fama, Eugene.F., and Jensen, M. 1983. "Separation of Ownership and Control". ***Journal of Law and Economy***, 26: 301-25.

Fama, Eugene F., dan French, Kenneth R. 1998. ”Taxes, Financing Decision, and Firm Value”. ***The Journal of Finance***, Vol LIII, No.3: 819 – 843.

Fauzi, Hasan., Svensson, Goran., and Azhar Abdul Rahman. 2010. “ Triple Bottom Line as Sustainable Corporate Performance: A Proposition for the Future”. ***Sustainability*, 2:** 1345-1360 www.mdpi.com/journal/sustainability

Ferdinand, Augusty. 2006. ***Structural Equation Modelling: Dalam Penelitian Manajemen***. BP UNDIP, Semarang.

Filatotchev, I. and K. Bishop. 2002. ‘Board composition, share ownership and underpricing of UK IPO firms’. ***Strategic Management Journal***, 23: 941–955.

Filatotchev, I and Nakajima,C. 2010. “Internal and External Corporate Governance: An Interface between an organization and its Environment”. ***British Journal of Management***, 21: 591–606.

Filatotchev, I. and M. Wright. 2005. ‘Agency perspectives on corporate governance of multinational enterprises’. ***Journal of Management Studies***, forthcoming.

Florackis,C. 2005. “Internal Corporate Governance Mechanisms adn corporate performamnce: Evidence for UK Firm”. ***Applied Financial Evopnomics Letters***, 1: 211- 216.

Florackis,C dan Ozkan, A, 2009. “The Impact of Managerial Entrechment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data”. ***European Financial Management***, 15(3): 497-528.

Fombrun, C. and M. Shanley. 1990. “What_s in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy”. ***Academy of Management Journal,*** 33(2): 233–258.

Fombrun, C. 1996. ***Reputation: Realizing Value from the Corporate Image***, Harvard Business School Press, Boston, MA.

Fombrun, C; Gardberg, N; and Sever, J. 2000. “The reputation quotient SM: A multi-stakeholders measure of corporate reputation. ***The Journal of Brand Management***, *1:* 241-255.

Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). 2002. “***Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance). The Essence of Corporate Governance: Konsep dan Implementasi Perusahaan Publik dan Korporasi***

Indonesia". Jakarta: Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia dan Sinergy Communication.

Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). 2002. "***Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance). Jilid II "Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Melaksanakan Corporate Governance (Tata Kelola Perusahaan)***". Diambil dari http://www.cic-fcgi .org /news /files /FCGI_Booklet_II.pdf.

Freeman, R. E. 1984. ***Strategic management: A stakeholder approach.*** Boston: Pitman.

Freeman, R.E. 1999, "Divergent stakeholder theory", ***Academy of Management Review***, 24(2): 233-6.

R. E. Freeman, A. C. Wicks, dan B. Parmar, 2004. "Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited", ***Organization Science***, 15(3): 364-369.

Freeman, R. E., Harrison, J.S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., dan Colle, S. 2012. "Book Review. Stakeholder Theory: The State of the Art". ***Business Ethics Quarterly*** 22: ISSN 1052-150X. pp. 179-198

Freeman, R. Edward, and William M. Evan. 1990 'Corporate governance: A stakeholder interpretation'. *Journal of Behavioral Economics* 19/4: 337–359.

Friedman, M., "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", dalam *New York Times Magazine*, 13 September 1970.

Frooman, J. 1999. 'Stakeholders Influence Strategies', ***Academy of Management Review,*** 24(2): 191–205.

Garg, Ajay Kumar. 2007. "Influence of Board Size an Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies". ***Vikalpa***, 32(3): 39-60

Ghozali, Imam dan Anis Chariri. 2007. ***Teori Akuntansi***. Semarang:Universitas Diponegoro.

Ghozali, Imam. 2010. ***Structural Equation Modelling:Mencari Hubungan Kausalitas Antar Variabel pendekatan Induktif dengan Program Tetrad IV***. Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gill, M Singh., Vijay T Sai dan Jha Subhash. 2009. "Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance: A Survey of Literature". ***The Icfai University Journal of Corporate Governance***, Vol. VIII, No. 1: 7-21.

Global Investor Opinion Survey: Key Findings, McKinsey & Company, July 2002: www.mckinsey.com.

Gotsi, M. and A.M., Wilson, 2001. “Corporate Reputation: Seeking A Definition", ***Corporate Communications: An International Journal,*** 6: 24–30.

Graves, S.B. and S.A. Waddock. 2000. “Beyond Built to Last. . .Stakeholder Relations in ‘Built-to-Last’ Companies,” ***Business and Society Review,*** 105(4): 393-418.

Gray, R., Kouhy, R. & Lavers, S. 1995. `Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure'. ***Accounting, Auditing & Accountability Journal***, 8: 47-77.

Gudono. 2009. **Teori Organisasi**. Pensil Press. Sleman (DIY).

Gulati, R. and J. D. Westphal. 1999, ‘Cooperative or Controlling? The Effects of CEO-Board Relations and the Content of Interlocks on the Formation of Joint Ventures’, ***Administrative Science Quarterly,*** 44: 473–506.

Hadlock, Charles J., *1998*. "Ownership, Liquidity, and Investment," ***RAND Journal of Economics***, The RAND Corporation, 29(3): 487-508, Autumn.

Hair, J.F., Anderson, R.E.,Tatham, R.L., & Black, W.C. 1995. ***Multivariate Data Analysis*** (Fourth ed.). New Jersey: Prentice Hall.

Hall, R., 1992. “The Strategic Analysis of Intangible Resources”, ***Strategic Management Journal,*** 13: 135–144.

Harjoto, Maretno A.; Jo, Hoje. 2011. “Corporate Governance and CSR Nexus”. ***Journal of Business Ethics.*** 100:45–67.

Hartzell Jay C., Libo Sun., and Sheridan Titman. 2006. “The Effect of Corporate Governance on Investment: Evidence from Real Estate Investment Trusts” ***American Real Estate and Urban Economics Association***, 34(3): 343-376

Hasan, T., Kadapakkam, Palani-Rajan., dan Kumar, P.C. 2008. “Firm Investments and Corporate Governance in Asian Emerging Markets”. ***Multinational Finance Journal***, 12(1/2): 21-44.

Hermalin. B,. dan M, Weisbach, 1988. "The Determinants of Board Composition," ***The RAND Journal of Economics***, Vol.19: 589-606.

Hermalin B, Weisbach M. 1991. “The effects of board composition and direct incentives on firm performance”. ***Financial Management***, 20(4): 101–121.

Hermalin. B,. and M, Weisbach, 1998. "Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of *{he CEO."* ***American Economic Review***.88: 96-118.

Hermalin. B., and M, Weisbach. 2003. "Board of Directors as an Endogenously-Determined Institution: A Survey of the hxonomic Literature," ***Economic Policy Review***. 9: 7-26.

Hill, C. W.L. and T. M. Jones. 1992. ‘Stakeholder–Agency Theory’, ***Journal of Management Studies,*** 29(2): 131–154.

Hill, C.W.L. and S.A. Snell. 1989. “Effect of Ownership structure and control on corporate productivity”. ***Academy of Management Journal***, 32: 25-46.

Ioannou,I. dan Serafeim, G. 2010. “The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations”. *Best Paper Proceedings, Academy of Management 2010 Social Issues in Management (SIM) Division*

Inglis, R., C., Morley, and P., Sammut, 2006. “Corporate Reputation and Organisational Performance: An Australian Study” ***Managerial Auditing Journal,*** 21: 934–947.

Iturriaga, Felix J. Lopez dan Sanz, Juan Antonio Rodiguez. 2001. “Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis”. ***Journal of Management and Governance,*** **5:** 179–204.

Iturriaga, F. J. López dan Crisóstomo, V. L. 2010. “Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms’ Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms”. ***Emerging Markets Finance & Trade***, 46(3): 80–94.

Jensen, M.C., and Meckling, W. 1976. ”Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Ownership Structure”. ***Journal of Financial Economics.*** Vol.3: 305-60.

Jensen, M.C. 1986, “Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, ***American Economic Review***, Vol. 76: 323-329.

Jensen, Michael C., dan Smith, Jr Clifford W. 1994, ”***The Modern Theory of Corporate Finance***”. Mc Graw – Hill Book Company.

Jensen, M.C. 2001, “Value Maximization, Stakeholder theory, and the Corporate Objective Function”, ***European Financial Management,*** 7(3): 297-317.

Johnson, R.A. and D.W. Greening, 1999, "The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance," ***Academy of Management Journal,*** 42: 564-576.

Jones, T.M., & Goldberg, L.D. 1982. Governing the large corporation: More arguments for public directors. ***Academy of Management Review***, *7:* 603-611

Jones, T. M. 1995, 'Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics', ***Academy of Management Review,*** 20: 404–437.

Jones, T. M. and A. C. Wicks. 1999. 'Convergent Stakeholder Theory', ***Academy of Management Review,*** 24(2); 206–222.

Kassinis, G. and Vafeas, N. 2002. "Corporate boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation". ***Strategic Management Journal***, 23(5): 399-415

Kim, K.A.,Nofsinger, J.R and Mohr, DJ. 2010. ***Corporate Governance***. Prentice Hall, Pearson 3th Edition, USA.

Klapper, Leora F. and Inessa Love. 2002. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *Social Science Research Network Working Paper* No. 303979, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303979

Kochhar dan David. 1996. "Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses". ***Strategic Management Journal***, 17(1): 73-84.

Kolk, Ans; Pinkse,Jonathan, 2010. " The Integration of Corporate Governance in Corporate Social Responsibility Disclosures". ***Corporate Social Responsibility and Environmental Management, forthcoming***, pp.1-19.

Komite Nasional Kebijakan Governance. 2006. ***Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia.***

La Porta, R; Lopez-de-Silanes; and Shleifer, A. 1998. Law and Finance, ***Journal of Political Economy***, 106: 1113-1155.

La Porta, Rafael, F. Lpoez-De-Silanes, and A. Shleifer, 1999. "Corporate Ownership Around the World". ***Journal of Finance***, 54(2): 471-517.

La Porta, Rafael., Lopez-de-Silanes, F dan Shleifer, A, and Robert Vishny. 2000. "Investor Protection and Corporate Governance". ***Journal of Financial Economics,*** 58(3): 1147-1170

Lawrence,Anne.T., Weber, James dan Post, James.E. 2005. ***Business and Society***. McGraw Hill, 11ed, International Edition, New York.

Leech, D., and Leahy, J., 1991. "Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies", ***Economic Journal***, 101:1418-1437.

Lee, Peggy.M dan O'Neil, Hugh.M. 2003. "Ownership Structure and R&D Investment of U.S. and Japanese Firms: Agency Theory and Stewardship perspectives". ***Academy of Management Journal***. 46(2): 212-225.

Luo, X., Bhattacharya, C. B., 2006. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. ***Journal of Marketing***, 70 (4), 1-18.

Luoma, P., & Goodstein, J. 1999. Stakeholders and corporate boards: Institutional influences on board composition and structure. ***Academy of Management Journal,*** 42: 553-563.

Lundstrum, Leonard. L. 2009. "Entrenched Management, Capital Structure Changes and Firm Value". ***Journal Economoc Finance,*** 33:161–175.

Lynall, M. D., B. R. Goden and A. J. Hillman. 2003. 'Board composition from adolescence to maturity: a multitheoretic view', ***Academy of Management Review***, 28: 416–431.

Lys, T.,Naughton,J.P., and Wang, C. 2013. "Signaling through Corporate Accountablity Reporting",
Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=2143259

Makhija, A.K dan Spiro, M. 2000. "Ownership Structure as a Determinant of Firm Value: Evidence from Newly Privatized Czech Firm". ***The Financial Review***, 41:1-32.

Malin, C.A dan Michelon, G. 2010. "Board reputation attributes and corporate social performance: an empirical investigation of the US Best Corporate Citizens". Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=1702391

Mandaci,P.E dan Gumus, G.K, 2010. "Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey". ***South East European Journal of Economics & Business***(1840118X), pp.57-66.

Marris, R. 1964. *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism.* London: Macmillan

McConnell, J. and C. Muscarella. 1985. "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm," ***Journal of Financial Economics***, 14: 399–422.

McConnell, J., J., Servaes, H. 1990. 'Additional evidence on equity ownership and corporate value', ***Journal of Financial Economics***, 27: 595-612.

McGuire, J.B., Sundgren, A, and T, Schneeweis. 1988. "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance", ***Academy of Management Journal,*** 31(4): 854-872.

McGuire, J.B. and B., Branch, 1990. "Perceptions of Firms Quality: A Cause or Result of Firm Performance", ***Journal of Management,*** 16: 167–180.

McKinsey & Company. 2002. Global investor opinion survey on corporate governance. Available at http://www.mckinsey.com.

Morck. R., A.Shleifer and R. Vishny. 1988. "Managerial Ownership and Market Valuation". ***Journal of Financial Economics,*** 20: 293-315.

Mura, Robert. 2007. "Firm Performance: Do Non-Executive Directors Have Minds of their Own? Evidence from UK Panei Data". ***Financial Management***. Autumn 2007, p. 81 -112

Myers, S. 1977. "Determinants of corporate borrowing". ***Journal of Financial Economics***, 5: 147–175.

Myers, Stewart C., dan Nicholas S.Majluf, 1984. "Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information that Investor do not Have". ***Journal of Financial Economic***, 13: 419-453.

Neda Vitezic. 2011. "Corporate Reputation and Social Responsibility: An Analysis of Large Company in Croatia". ***International Business & Economics Research Journal,*** 10(8): 85-95.

Neuendorf, K. A. 2011. *The content analysis guidebook* (2nd ed.). Thousand Oaks, CA: Sage.

Neville, B.A., S.J. Bell, and B., Menguc, 2005. "Corporate Reputation, Stakeholder and the Social Performance Relationship", ***European Journal of Marketing*** 39: 1184–1198.

Nicholson, Gavin.J dan Kiel, Geoffrey.C. 2007. "can Directors Impact Performance? A case-based test of three theories of Corporate Governance", ***Corporate Governance***, 16(4): 585-608.

Ntim, C. G. 2009. ***Internal corporate governance and firm financial performance: evidence from South African listed firms***. PhD thesis, University of Glasgow.

Ntim, Collins G. dan Osei. Kofi A. 2011. "The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa**". *African Review of Economics and Finance***, 2(2): 83-103.

Nunnenkamp, Peter, and Julius Spatz. 2004. *The Heterogeneous Nature of FDI, Different Host-country Conditions, and the Varying Effects of FDI in Developing Countries*. Kiel: Institute for World Economics.

OECD. 2004. "***Principles of Corporate Governance***," Paris, France, OECD Publications Services.

Oh,Won.Y., Young Kyun Chang ., and Aleksey Martynov. 2011. "The Effect of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from Korea". ***J Bus Ethics,*** 104: 283–297

Orlitzky, M., F. L. Schmidt and S. L. Rynes. 2003, "Corporate Social and Financial Performance: A Metaanalysis", ***Organization Studies*** 24(3): 403–441.

Panapanaan, V., Linnanen, L., Karvonen, M. dan Phan, V. 2003. ''Roadmapping corporate social responsibility in Finnish companies'', ***Journal of Business Ethics***, 44 (2): 133-48.

Perry, T., 1996, Incentive compensation for outside directors. *Unpublished working paper*. University of North Carolina.

Pfeffer, J. 1972. 'Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment'. ***Administrative Science Quarterly***, 17: 218–222.

Pfeffer, J. & Salancik, G. 1978. ***The external control of organizations***. New York: Harper.

Prahalad, C.K and G. Hamel. 1994. "Strategy as a field of study: Why search for a new paradigm?" ***Strategic Management Journal***, 15: 5-16.

Preston, Lee, E and Douglas, P, O'Bannon. 1997. "The Corporate Social-Financial Relationships". ***Business & Society***. 36(4): 419-29.

Raheja, Charu.G. 2005. "Determinant of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards". ***Journal of Financial and Quantitative Analysis.*** 40(2): 283-306.

Ramdani, D. and A. van Witteloostuijn. 2010. 'The impact of board independence and CEO duality on firm performance: a quantile regression analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand'. ***British Journal of Management***, 21: 607–626.

Renneboog,L., Jenke ter Horst., dan Chendi, Zhang. 2007. "Socially Responsible Investments: Methodology, Risk and Performance". *Discussion Paper Centre*, ISSN 0924-7815, No. 2007–31, Tilburg University.

Roberts, P.W. and G.R., Dowling, 2002. "Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance", ***Strategic Management Journal*** 23: 1077–1093.

Rose, C. and S., Thomsen, 2004. "The Impact of Corporate Reputation on Performance: Some Danish Evidence", ***European Management Journal*** *22:* 201–210.

Ross, S. 1973. The economic theory of agency: The principal's problem. ***American Economic Review,*** 63 (May): 134–39.

Salami, King A. 2011. "Analysis of the Relationship between Share Ownership Structure, Corporate Governance Structure, and Corporate Investment Efficiency, using GSE Market Data (2005-9)". ***Journal of Accounting and Finance***. 11(4): 11-118.

Sanchez, J.L.F., and L.L., Sotorrio, 2007. "The Creation of Value through Corporate Reputation" ***Journal of Business Ethics,*** 76: 335–346.

Setia-Atmaja, Lucas.Y. 2009. "Governance Mechanisms and Firm Value: The Impact of Ownership Concentration and Dividends". ***Corporate Governance: An International Review***, 17(6): 694–709.

Shan, Yuan G.; McIver, Ron P. 2011. "Corporate governance mechanisms and financial performance in China: panel data evidence on listed non financial companies". ***Asia Pacific Business Review.*** 17(3): 301–324.

Shen, M.J; Hsau, C.C dan Chen,M.C, 2006. " A Study of Ownership Structures anf Firm Values Under Corporate Governance – The Case of Listed and OTC Companies in Taiwan's Finance Industry", ***The Journal of America of Business***, 8(1): 185-191.

Singh, M and Davidson, W. N., 2004. 'Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms', ***Journal of Banking & Finance***, 27: 793–816.

Shleifer, A. dan Vishny R.W. 1986. “Large shareholders and corporate control”. ***Journal of Political Economy***, 94: 461-488.

Shleifer, A. dan Vishny R.W. 1989. “Management Entrenchment: The Case of Manager-Spesific Investment”. ***Journal of Financial Economics***. 25:123-40.

Shleifer, A. dan Vishny, R.W. 1997. “A Survey of Corporate Governance”. ***Journal of Finance***. 52(2): 737-83.

Short, H. and Keasey, K. 1999. “Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK”, ***Journal of Corporate Finance*** 5: 79–101.

Skinner, D. J. 1993. 'The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice: Preliminaiy Evidence', ***Journal of Accounting and Economics***, 16 (4): 407-46.

Slovin, M.B. and Sushka, M.E., 1993. “Ownership Concentration Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from the Death of Insider Blockholders”, ***The Journal of Finance***, Vol. XLVIII., No.4: 1293-1321.

Smith, Adam. 1776 [1981]. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, Volumes I and II.* R. H. Campbell and A. S. Skinner, eds. Liberty Fund: Indianopolis.

Srivastava, R.K., T.H., McInish, R.A., Wood, A.J., Capraro, 1997., “The Value of Corporate Reputations: Evidence from the Equity Markets", in: ***Corporate Reputation Review***, 1: 62–67.

Stulz, R. M. 1988. "Managerial control of voting rights. Financing policies and the market for corporate control". ***Journal of Financial Economics***, 20: 25-54.

Stulz, R., 1990, “Managerial discretion and optimal financing policies”, ***Journal of Financial Economics***, 26: 3-26.

Sundaramurthy, C. 2000. “Anti takeover Provisions and Shareholder Value Implications: A Review and a contingency Framework”. ***Journal of Management.*** 26(5): 1005-30.

Sundaramurthy, C. dan Lewis, M. 2003. “ Control and Collaboration: Paradoxes of Governance”. ***Academy of Management Review***, 28(3): 397-415

Sundaramurthy. C, Rhoades.Dawna.L dan Rechner, Paula.L 2005. “A Meta-Analysis of Effect of Excecutive and Institusional Ownership on Firm Performance”. ***Journal of Managerial Issues.*** 17(4): 494-510.

Surroca.J and Tribo. Josep. A. 2008. "Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance". ***Journal of Business Finance & Accounting.*** 35(5) & (6): 748-89

Syakhroza, Ahmad. 2003. "Teori Corporate Governance". *Manajemen Usahawan Indonesia*, no. 08/Th. XXXII, Agustus.

Syriopoulos, T., Tsatsaronis, M. & Roumpis, E. 2007. "Financial decisions, ownership and governance on corporate value". ***European Finance Association,*** [Online] Available: http://ssrn.com/abstract=968280

Tendelilin, Eduardus. 2010. ***Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi***. Kanisius. Yogyakarta.

Thomsen, S. and Pedersen, T., 2000. "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", ***Strategic Management Journal,*** 21: 689-705.

Thyil, Vijaya dan Young, Suzanne. 2010. "An empirical investigation of hybrid corporate governance systems in large Firms: Evidence from India". Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=1742064

Tirole, J. 2001. Corporate governance. ***Econometrica***, 69(1): 1–35.

Toms, J. S. 2000. ***Environmental Management, Environmental Accounting and Financial Performance***. London:CIMA.

Toms, J. S. 2002, "Firm Resources, Quality Signals and the Determinants of Corporate Environmental Reputation: Some UK Evidence", ***British Accounting Review,*** 34: 257–282.

Vafeas, Nikos. 1999. "Board meeting frequency and firm performance". ***Journal of Financial Economics***, 53: 113-142.

Waddock, Sandra. A and Graves, Samuel.B, 1997. "The Corporate Social Performance – Financial Performance Link". ***Strategic Management Journal***, 18(4): 303-319.

WEF and IBLF. 2003. *Responding to the challenge:Finding of a CEO Survey on Global Corporate Relationship.*

Williamson, O. E. 1964. *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm.* Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall

Williamson, O. 1985. ***The Economic Institutions of Capitalism***. New York: Free Press.

Wissink, R.B.A. 2012. “A Test of Virtuous Cycle of Corporate Social Responsibility”. ***Working Paper***.

Wokutch, R. E. & McKinney, E. W. 1991. Behavioral and perceptual measures of corporate social performance. ***Research in Corporate Social Performance and Policy: A Research Annual***: 309.

World Bank . 1999. “Corporate Governance: A Framework for Implementation”.

Wright, Peter, dan Ferris, Stephen P. 1997. ”Agency Conflict & Corporate Stategy: The Effect of Divestment on Corporate Value”. ***Strategic Management Journal.*** 18: 77-83.

Zahra, Shaker A., and Pearce, II, J.A. 1989. “Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrated Model.” ***Journal of Management,*** 15(2): 291–334.

Zhang, R., and Rezaee, Z. 2009. “Do Credible Firms Perform Better in Emerging Markets? Evidence from China”, ***Journal of Business Ethics,*** 90: 221–237.