

PERANAN *GOVERNANCE FACTORS* DALAM MENINGKATKAN *ENTERPRISE VALUE*

Nyi Raden Citra M Bratawidjaja dan Bambang Haryadi
Program Manajemen Bisnis, Program Studi Manajemen, Universitas Kristen Petra
Jl. Siwalankerto 121-131, Surabaya

E-mail: citrabratawidjaja@gmail.com, harya@peter.petra.ac.id

Abstrak— Tuntutan akan penerapan dan peningkatan kualitas implementasi prinsip-prinsip GCG (*Good Corporate Governance*) mengharuskan perusahaan-perusahaan di Indonesia dapat memiliki pemahaman yang tepat dan benar tentang penerapan GCG. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang merupakan bentuk penerapan GCG yaitu *Governance Factors* dan menguji peranan *Governance Factors* dalam meningkatkan *Enterprise Value* perusahaan publik di Indonesia. Teknik analisis menggunakan pendekatan dua langkah (*two step approach*) yang diawali dengan melakukan *Confirmatory Factors Analysis* untuk mengetahui indikator yang merupakan *Governance Factors* dilanjutkan dengan analisis *SEM*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Timeliness*, *Disclosure* dan *Minority Interest* signifikan merupakan *Governance Factors*. Namun penelitian ini belum berhasil mengungkapkan bahwa *Governance Factors* berperan dalam meningkatkan *Enterprise Value*.

Kata Kunci— *Good Corporate Governance*, *Governance Factors*, *Enterprise Value*.

I. PENDAHULUAN

Prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) berperan sebagai pijakan bagi perusahaan dalam memilih dan menetapkan aktivitas-aktivitas yang harus dilakukan dalam penerapan *good corporate governance*. Disamping itu dengan berpegang pada prinsip-prinsip yang baik maka berbagai aktivitas dapat bersinergi untuk mencapai tujuan *corporate governance*, yaitu memberikan nilai tambah bagi perusahaan sebagai entitas ekonomi sekaligus entitas sosial.

Di Indonesia, KNKG (2006) menetapkan lima prinsip CG yang tercantum dalam “Pedoman Umum *Good Corporate Governance*”, yang diharapkan perusahaan menerapkan di setiap aspek bisnis dan di semua jajaran perusahaan. KNKG menyebut prinsip *corporate governance* sebagai asas *corporate governance* (KNKG, 2006) sebagai berikut;

1. *Transparansi (Transparency)* yaitu 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 didisyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur, dan pemangku kepentingan lainnya.
2. *Akuntabilitas (Accountability)* yaitu perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain.

3. *Responsibilitas (Responsibility)*, yaitu perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan sebagai *good corporate citizen*.
4. *Independensi (Independency)*, yaitu perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak diintervensi oleh pihak lain.
5. *Kewajaran dan kesetaraan (Fairness)* yaitu perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

Dalam KNKG (Komite Nasional Kebijakan *Governance*, 2006) organ perusahaan dalam pelaksanaan GCG adalah sebagai berikut:

1. RUPS

RUPS sebagai organ perusahaan merupakan wadah para pemegang saham untuk mengambil keputusan penting yang berkaitan dengan modal yang ditanam dalam perusahaan, dengan memperhatikan ketentuan anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan. Keputusan yang diambil dalam RUPS harus didasarkan pada kepentingan usaha perusahaan dalam jangka panjang.

2. Dewan Komisaris

Dewan Komisaris sebagai organ perusahaan bertugas dan bertanggung jawab secara kolektif untuk melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada Direksi serta memastikan bahwa perusahaan melaksanakan *Good Corporate Governance*. Namun demikian, Dewan Komisaris tidak boleh turut serta dalam mengambil keputusan operasional. Kedudukan masing-masing anggota Dewan Komisaris termasuk Komisaris Utama adalah setara. Tugas Komisaris Utama sebagai *primus inter pares* (orang pertama yang sederajat dengan pemimpin terdahulu) adalah mengkoordinasikan kegiatan Dewan Komisaris.

3. Direksi

Direksi sebagai organ perusahaan bertugas dan bertanggung jawab secara kolektif dalam mengelola perusahaan. Masing-masing anggota Direksi dapat melaksanakan tugas dan mengambil keputusan sesuai dengan pembagian tugas dan wewenangnya. Namun, pelaksanaan tugas oleh masing-masing anggota Direksi termasuk Direktur Utama adalah setara. Tugas Direktur Utama sebagai *primus inter pares* adalah mengkoordinasikan kegiatan Direksi.

Terdapat lima jenis partisipan *Corporate Governance* (dalam Warsono, 2011) yang meliputi:

1. *Boards of Directors* (BoD)

2. *Chief Executive Officers* (CEO)

3. *Board of Commissioners* (BoC)

- a. *One Tier System* (Anglo Saxon) : Sistem yang mempunyai satu BoD yang pada umumnya merupakan kombinasi antara manajer atau pengurus senior (Direktur Eksekutif) dan Direktur Independen yang bekerja dengan prinsip paruh waktu (Non-Direktur Eksekutif).
- b. *Two Tier System* (Kontinental Eropa) : Sistem yang mempunyai dua badan terpisah, yaitu BoC dan BoD. BoD bertugas mengelola dan mewakili perusahaan di bawah pengarahan dan pengawasan BoC. Dalam sistem ini, anggota BoD diangkat dan setiap waktu dapat diganti oleh BoC. BoD juga harus memberikan informasi kepada BoC dan menjawab hal-hal yang diajukan oleh BoC. Dengan demikian, BoC terutama bertanggung jawab untuk mengawasi tugas-tugas manajemen.

4. *Auditor*

- a. Auditor Internal : Karyawan suatu perusahaan tempat mereka melakukan audit untuk membantu manajemen dalam melaksanakan tanggung jawabnya secara efektif. Audit internal terutama berhubungan dengan audit operasional dan audit kepatuhan.
- b. Auditor Eksternal : Para praktisi individual atau anggota kantor akuntan publik yang memberikan jasa audit laporan keuangan kepada klien, selain itu, auditor eksternal juga dapat mengerjakan jasa lain yang berupa konsultasi pajak, konsultasi manajemen, penyusunan sistem akuntansi, penyusunan laporan keuangan, serta jasa-jasa lainnya.

5. *Stakeholders* (pemangku kepentingan)

Stakeholders yang dimaksud dalam hal ini adalah pemegang saham, karyawan, pelanggan, komunitas/ masyarakat sosial, kreditor dan pemerintah. Dalam hal ini pemerintah merupakan pihak yang memastikan bahwa perusahaan mengelola keuangan dengan benar dan mematuhi semua peraturan dan undang-undang agar memperoleh kepercayaan pasar dan investor yang meliputi semua pihak yang berkaitan dengan persyaratan pengelolaan perusahaan terbuka, seperti komunitas bursa efek, Bapepam-LK, dan Departemen Keuangan RI. Setiap lembaga di atas mengeluarkan standar pengelolaan keuangan perusahaan dan menuntut untuk dipatuhi / dipenuhi oleh perusahaan.

Menurut *Forum Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) (dalam Sulyanti, 2011) ada beberapa manfaat yang dapat kita ambil dari penerapan GCG yang baik, antara lain:

1. Meningkatkan kinerja perusahaan
2. Mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah yang pada akhirnya akan meningkatkan *corporate value*.
3. Mengembalikan kepercayaan investor untuk kembali menanamkan modalnya di Indonesia.

Selain itu menurut IICG (2009), manfaat bagi perusahaan apabila menerapkan konsep *Good Corporate Governance* adalah:

1. Meminimalkan *agency cost*.
2. Meminimalkan *cost of capital*

3. Meningkatkan nilai saham perusahaan

4. Mengangkat citra perusahaan

Sedangkan menurut Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) Tujuan dan manfaat GCG menurut Komite Nasional *Corporate governance* (KNKG, 2006) adalah:

1. Dapat menciptakan iklim yang mendukung investasi.
2. Mendorong pengelolaan perseroan secara profesional, transparan, dan efisien, serta memberdayakan fungsi dan meningkatkan kemandirian Dewan Komisaris, Direksi, dan RUPS.
3. Mendorong agar pemegang saham, anggota Dewan Komisaris, dan anggota Dewan Direksi dalam membuat keputusan dan menjalankan tindakan dilandasi nilai moral yang tinggi dan kepatuhan terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku serta kesadaran akan adanya tanggung jawab sosial perseroan terhadap pihak yang berkepentingan (stakeholder) maupun kelestarian lingkungan di sekitar perseroan.

Tuntutan akan peningkatan nilai implementasi GCG mengharuskan perusahaan – perusahaan di Indonesia dapat memiliki pemahaman yang tepat dan benar tentang penerapan GCG, karena jika hanya tahu akan prinsip-prinsip GCG saja tidak cukup. Melaksanakan atau menerapkan prinsip GCG perlu memahami faktor-faktor atau bentuk dari penerapan prinsip tersebut. Untuk itu dalam penelitian ini sebelum menemukan bukti empiris peranan *Governance Factors* dalam meningkatkan *Enterprise Value*. Penelitian ini memiliki tujuan untuk mendeskripsikan faktor-faktor tata kelola yang dapat diterapkan perusahaan untuk mencapai tata kelola perusahaan yang baik yang dalam penelitian ini disebut *Governance Factors*.

Menerapkan faktor-faktor pengelolaan yang baik dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan, karena mekanisme yang bergerak ke arah tata kelola yang baik berdampak bagi *enterprise value*. Johnson, et.al (2000) menyatakan bahwa, rendahnya kualitas *Corporate Governace* dalam suatu negara berdampak negatif pada pasar saham dan nilai tukar mata uang negara bersangkutan pada masa krisis di Asia. Hal ini merupakan bukti bahwa praktik implementasi atau penerapan *Good Corporate Governance* sangat penting bagi perusahaan, karena akan berpengaruh pada *Enterprise Value*.

Dalam suatu pelaksanaan aktivitas perusahaan, prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) dituangkan dalam suatu mekanisme. Mekanisme ini dibutuhkan agar aktivitas perusahaan dapat berjalan secara sehat sesuai dengan arah yang ditetapkan. Menurut Rahmayanti (2012) mekanisme *Corporate governance* diartikan sebagai suatu aturan main, prosedur dan hubungan yang jelas antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang akan melakukan pengawasan terhadap keputusan tersebut. Selain itu menurut Wulandari (2005) mekanisme *Good Corporate Governance* adalah suatu pola hubungan, sistem, dan proses yang digunakan oleh organ perusahaan (Direksi, Dewan komisaris, RUPS) guna memberikan nilai tambah kepada pemegang saham secara berkesinambungan dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya, berlandaskan peraturan dan perundangan dan norma

yang berlaku. Diperkuat juga menurut Herawaty (2008) variabel yang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan adalah variabel *corporate governance*. Dalam hal ini penelitian-penelitian tersebut yang menjadi referensi bagi penelitian untuk menentukan faktor yang dapat meningkatkan *Enterprise Value*.

Untuk itulah penelitian ini dilakukan dengan rumusan masalah apakah *Governance Factors* berperan dalam meningkatkan *Enterprise Value*. Pertanyaan penelitian ini akan dijawab melalui tujuan penelitian, yaitu menguji secara empiris peranan *Governance Factors* dalam meningkatkan *Enterprise Value*. Kerangka kerja yang dibangun untuk mencapai tujuan penelitian adalah dengan merumuskan Kerangka kerja yang dibangun untuk mencapai tujuan penelitian adalah dengan merumuskan hipotesis penelitian;

H_1 : *Governance Factors* berpengaruh positif terhadap *Enterprise Value*.

II. METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini menggunakan penelitian kuantitatif. Dikarenakan data penelitian ini merupakan data sekunder dalam bentuk angka- angka. Skala data yang digunakan adalah skala data kategorik nominal dan skala data numerik.

Metode penelitian yang digunakan adalah metode deskriptif. Dengan kata lain, metode deskriptif dapat dikatakan juga sebagai teknik deskriptif, melakukan deskripsi pada data penelitian untuk mendapatkan bukti empiris peranan *Governance Factors* dalam meningkatkan *Enterprise Value*.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di BEI. Jumlah perusahaan manufaktur sektor non-keuangan, yang terdaftar di BEI tahun 2009-2012, didapatkan berdasarkan *IDX Statistics Book 2013* yang diunduh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id.

Sampel dalam penelitian ini berdasarkan kriteria populasi didapatkan 30 (tiga puluh) perusahaan manufaktur dalam sub-sektor industri dasar dan kimia (Basic Industry and Chemicals), aneka industri (Miscellaneous Industry) dan industri barang konsumsi (Consumer Goods Industry).

Subyek penelitian dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI tahun 2013, termasuk dalam tiga sub-sektor industri manufaktur yaitu sub-sektor industri dasar & kimia (Basic Industry and Chemicals), aneka industri (Miscellaneous Industry) dan industri barang konsumsi (Consumer Goods Industry).

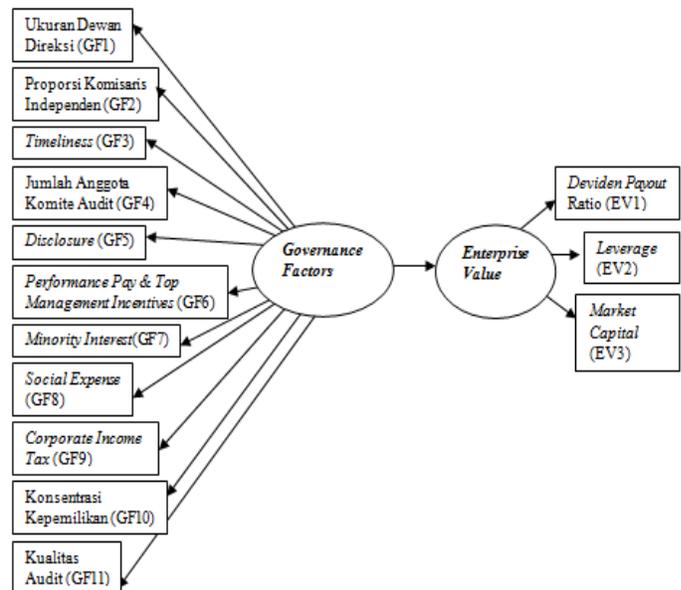
Obyek penelitian adalah pokok persoalan yang hendak diteliti untuk mendapatkan data secara lebih terarah (Arikunto, 2009). Adapun Obyek penelitian dalam penelitian ini yaitu: Peranan *Governance Factors* dalam meningkatkan *Enterprise Value*.

Sumber data sekunder dalam penelitian ini antara lain bersumber dari; (1) *Database Osiris* yang diakses dari Laboratorium Pusat Data Program Manajemen Bisnis Universitas Kristen Petra, (2) Data tanggal penyampaian laporan tersebut kepada Bapepam yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, www.idx.co.id. (3) *Annual Report* perusahaan yang diakses melalui www.idx.co.id

Teknik analisis data dalam prosedur metode penelitian ini adalah melakukan analisis statistik deskriptif yaitu potret data dengan melihat *mean* dan *standart deviasi* untuk mengetahui koefisien keragaman data. Setelah itu melakukan analisis pengujian struktural menggunakan metode analisis *two step approach SEM-PLS*, dengan langkah pertama yaitu *Confirmatory Factors Analysis (CFA)* pada variabel independen dan dependen, untuk memeriksa validitas dan realibilitas instrumen data indikator. Pada variabel *Governance Factors* yang memiliki 11 (sebelas) indikator dilakukan CFA untuk mendapatkan indikator yang merupakan pembentuk variabel independen *Governance Factors*. Selanjutnya langkah kedua yang dilakukan adalah analisis *path* (uji pengaruh), untuk mengetahui apakah *Governance Factors* berperan dalam meningkatkan *Enterprise Value*. Setelah dua langkah itu dilakukan maka yang terakhir adalah uji kesesuaian model struktural (*Structural Model Fit*), untuk mengevaluasi secara umum derajat kesesuaian / kecocokan atau *goodness of fit (GOF)* antara data dengan model.

Jadi kerangka pemikiran yang terinspirasi melalui kajian teoritis hasil penelitian terdahulu yang didesain menggunakan program SmartPLS dapat digambarkan sebagai berikut;

Gambar 2.1 Model Awal Diagram *Path Structural Equation Modelling* Pengaruh *Governance Factors* Terhadap *Enterprise Value*



Sumber: Hasil Olahan Penulis Berdasarkan Penelitian Terdahulu dan Kajian Teoritis yang didesain Menggunakan Program SmartPLS, 2014

III. ANALISA DAN PEMBAHASAN

Hasil CFA (*Confirmatory Factor Analysis*) Variabel *Governance Factors*.

Hasil CFA (*confirmatory factor analysis*) pada variabel *Governance Factors*. Melalui prosedur konfirmatori pada variabel independen *governance factor* setelah dilakukan reduksi uji validitas adalah sebagai berikut:

Tabel 4.5 Hasil Uji *Convergent Validity* Variabel *Governance Factor*

Indikator	Uji Validitas (<i>Convergent Validity</i>)			AVE
	Lambda	t hitung	Keterangan	
GF 3	0,703378	3,060905	Valid	0,50979
GF 5	0,754750	3,624077	Valid	
GF 7	0,681896	6,327656	Valid	

Sumber : Lampiran 3 (SmartPLS, 2014)

Berdasarkan tabel di atas diketahui tiga indikator *Governance Factors* telah valid karena memiliki nilai lambda > 0,50, sementara nilai AVE > 0,50 sehingga selanjutnya akan dilakukan pengujian *construct reliability*.

Selanjutnya, pada tahap ini dilakukan uji reliabilitas karena telah didapatkan indikator yang sudah memenuhi validitas konvergen. Untuk itu hasil CFA (*confirmatory factor analysis*) pada variabel *Governance Factors* memiliki hasil dari pengujian *construct reliability* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.6 Hasil Uji *Reliability Construct* Variabel *Governance Factor*

Indikator	Uji Reliabilitas (<i>Construct Reliability</i>)			
	Lamda	Lamda ²	Error (1 - Lamda) ²	Construct Reliability
GF 3	0,703378	0,49474	0,50526	0,75693
GF 5	0,754750	0,56965	0,43035	
GF 7	0,681896	0,46498	0,53502	

Sumber : Lampiran 3

construct reliability model pengukuran *governance factor* bernilai 0,75693. Dalam hal ini berarti nilai *construct reliability* lebih besar dari 0,70. Sehingga dapat dikatakan bahwa indikator *Timeliness* (GF3), *Disclosure* (GF5), dan *Minority Interest* (GF7) telah memenuhi reliabilitas konstruk.

Dengan demikian dari dua penilaian untuk validitas konvergen dan *construct reliability* dapat dikatakan bahwa *measurement model* sudah baik.

Hasil CFA (*Confirmatory Factor Analysis*) Variabel *Enterprise Value*

Berikut ini adalah hasil pengujian validitas konvergen untuk masing-masing indikator pada variabel konstruk *enterprise value* :

Tabel 4.7 Hasil Uji *Convergent Validity* Variabel *Enterprise Value*

Indikator	Uji Validitas (<i>Convergent Validity</i>)			AVE
	Lambda	t hitung	Keterangan	
EV 1	0,995940	1,519413	Valid	1,000
EV 2	0,224402	0,693675	Tidak Valid	
EV 3	0,078492	0,265799	Tidak Valid	

Sumber : Lampiran 3

Tabel tersebut di atas menjelaskan bahwa terdapat dua indikator (butir pertanyaan) yang tidak reliabel karena nilai *Alpha Crombach* > nilai *Alpha Crombach* keseluruhan. Indikator tersebut adalah frekuensi duka cita, waktu duka cita, dan terlambat 31-60 menit.. Selanjutnya, karena indikator tersebut tidak memenuhi uji reliabilitas, maka harus dikeluarkan dari analisis.

Pembahasan Hasil CFA (*Confirmatory Factor Analysis*)

Berdasarkan analisis faktor konfirmatori dari sebelas indikator *Governance Factors* yang dalam penelitian ini maka

yang terbukti secara empiris merupakan variabel *governance factors* hanya tiga indikator. Hal ini dapat terjadi dikarenakan variabilitas data yang tinggi. Variabilitas data atau keragaman data dapat terlihat dari koefisien keragaman data. Pada bagian deskriptif statistik dalam penelitian ini, koefisien keragaman diartikan menurut Hanafiah (1991) sebagai gambaran tentang seberapa jauh keragaman yg terdapat di dalam suatu populasi pada suatu percobaan (dalam Arikunto, 2009). Sebagai bahan acuan untuk menilai apakah koefisien keragaman besar atau kecil menurut Kemas Ali Hanafiah (1991) menyebutkan bahwa jika koefisien keragaman sebesar 5 - 10% berarti data pada kondisi homogen yang jika semakin kecil nilai koefisien keragaman berarti derajat ketelitian juga semakin tinggi dan semakin tinggi pula validitas atau keabsahan. Sebaliknya jika koefisien keragaman > 5-10% maka data pada kondisi heterogen (dalam Arikunto, 2009).

Dalam hal ini dapat dilihat bahwa data sampel penelitian memiliki koefisien keragaman yang tinggi sehingga dikatakan data tidak homogen. Ini dapat menjelaskan bahwa indikator yang tidak terbukti merupakan *Governance Factors* kemungkinan besar dikarenakan data yang heterogen, sehingga tidak dapat mengukur *Governance Factors*.

Berdasarkan hal tersebut maka yang terbukti secara empiris merupakan *Governance Factors* adalah indikator yang penerapannya tidak terkait pada karakteristik/ ukuran perusahaan. Jadi indikator yang merupakan *Governance factors* antara lain *Timeliness*, *Disclosure* dan *Minority Interest*.

Hasil Analisis Analisis Path (Uji Pengaruh).

Uji pengaruh model struktural dalam PLS disebut *inner model* antara *governance factor* terhadap *enterprises value* didasarkan pada hasil *bootstrapping*. Dalam hasil *output* analisa *Partial Least Square* uji pengaruh ditunjukkan oleh hasil *inner weight*. Berikut adalah hasil *bootstrapping* dari 30 sampel perusahaan sebanyak 200 kali iterasi:

Tabel 4.8 Hasil *Inner Weight*

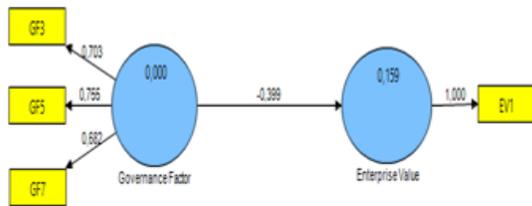
	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	t-statistics (O/STERR)
Governance Factor -> Enterprise Value	-0,398779	-0,398144	0,035161	0,035161	11,341614

Sumber: Lampiran 3

Hasil analisa *inner weight* model *Partial Least Square* pengaruh antara *governance* terhadap *enterprise value*. Didapatkan hasil bahwa *governance factor* berpengaruh negatif signifikan terhadap *enterprise value*, sehingga dengan demikian, berdasarkan hasil analisis *path* hipotesis penelitian yang menduga *governance factors* berpengaruh positif terhadap *enterprise value*, ditolak dan tidak terbukti kebenarannya. Hal ini ditunjukkan oleh nilai beta pengaruh *governance factors* terhadap *enterprise value* sebesar - 0,398779. Artinya hasil dari uji hipotesis ini menunjukkan pada posisi kurva sebelah kiri yaitu menerima H₀ dan menolak H₁.

Hasil analisa *inner weight* ini dapat ditunjukkan oleh model struktural akhir dalam penelitian ini, pada gambar di bawah ini ;

Gambar 4.1 Model Struktural Akhir



Sumber: SmartPLS, 2014

Uji Kesesuaian Model Struktural (Goodness Of Fit)

Dalam analisis *Partial Least Square* uji kecocokan model struktural digunakan kriteria R-Square dari hasil estimasi. Semakin mendekati 1 maka model semakin baik dan didukung oleh data empiris. Hasil R-Square untuk model *enterprise value* berdasarkan *governance factor* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.9 Nilai R-Square

Konstruk	R-Square
Enterprise Value	0,159025

Sumber: SmartPLS, 2014 (Lampiran 3)

Hasil dari nilai R-Square menunjukkan bahwa model struktural pada keragaman nilai *enterprise value* dapat dijelaskan oleh konstruk *governance factor* sebesar 0,159 atau 15,9% sementara nilai sisanya yaitu 84,1% faktor-faktor lain. Artinya dalam model penelitian ini *Enterprise Value* yang diproksikan oleh *dividen payout ratio* hanya dapat dipengaruhi sebesar 15,9% oleh tiga indikator dari *governance factors* selebihnya dipengaruhi oleh faktor-faktor lain.

Pembahasan Hasil Analisis Path (Uji Pengaruh)

Berdasarkan hasil penelitian didapatkan bahwa penelitian ini menerima H_0 dan menolak H_1 . Dikarenakan *Governance Factors* yang diproksikan oleh *timeliness*, *disclosure*, dan *minority interest* berpengaruh negatif terhadap *Enterprise Value* yang diproksikan oleh *dividen payout ratio*. Sehingga dapat dikatakan bahwa penelitian ini gagal membuktikan bahwa *Governance Factors* memiliki peranan dalam meningkatkan *Enterprise Value* yaitu gagal menerima hipotesis penelitian H_1 . Jadi hasil penelitian ini jelas bahwa *Governance Factors* yang diproksikan oleh *timeliness*, *disclosure* dan *minority interest* tidak memiliki peranan dalam meningkatkan *Enterprise Value* yang diproksikan oleh *Dividen Payout Ratio*. Hal tersebut dapat terjadi oleh karena beberapa hal antara lain;

Pertama, kegagalan ini disebabkan oleh data penelitian yang tidak menunjang, dikatakan tidak menunjang karena data memiliki variabilitas yang tinggi yaitu antar perusahaan memiliki *range* data yang besar. Kondisi ini dapat terjadi karena pada saat proses pengumpulan data dalam *database* Osiris, peneliti belum bisa melakukan filter data, seharusnya filter data dilakukan agar sampel perusahaan dalam penelitian ini lebih homogen karena menurut Kemas Ali Hanafiah (1991) data yang homogen berarti derajat ketelitian juga semakin tinggi dan semakin tinggi pula validitas atau keabsahan (dalam Arikunto, 2009). Dalam penelitian ini berdasarkan Analisis Faktor Konfirmatori didapatkan tiga indikator yang merupakan *Governance Factors* karena indikator tersebut tidak dipengaruhi/ terkait pada karakteristik perusahaan.

Sedangkan *Enterprise Value* sangat bergantung pada karakteristik atau besaran perusahaan. Selain itu pada dasarnya dalam penelitian ini jumlah sampel perusahaan sedikit, sehingga data tidak dapat terdistribusi normal.

Kedua, pada awalnya penelitian ini menduga bahwa *Governance Factors* memiliki pengaruh yang positif terhadap *Enterprise Value*. Hal tersebut diperkuat oleh penelitian Vinola Herawaty (2008) dengan judul Peran praktek *corporate governance* sebagai moderating variabel dari pengaruh *earnings management* terhadap nilai perusahaan, yang membuktikan bahwa variabel yang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan adalah variabel *corporate governance* yang diproksikan oleh komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kualitas audit, dan ukuran perusahaan. Nilai perusahaan yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah nilai Tobins Q. Sedangkan dalam hasil penelitian ini nilai perusahaan (*Enterprise Value*) diproksikan oleh *dividen payout ratio*.

Selanjutnya penelitian Silveira dan Barros (2006) yang meneliti pengaruh kualitas CG terhadap nilai pasar atas 154 perusahaan Brazil yang terdaftar di bursa efek pada tahun 2002 menunjukkan bahwa adanya pengaruh kualitas CG yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Enterprise Value*). Namun dalam penelitian tersebut indikator variabel *Enterprise Value* yang digunakan adalah Tobin’s Q dan PBV. Mereka membuat suatu *governance index* sebagai ukuran atas kualitas CG (dalam Herawati, 2008).

Dalam penelitian ini *Dividen Payout Ratio* digunakan sebagai salah satu indikator untuk mengukur nilai perusahaan (*Enterprise Value*), karena semakin tinggi *dividend payout ratio*, maka semakin tinggi nilai perusahaan (Gordon&Lintner, 1963). Tetapi dalam penelitian ini gagal untuk membuktikan adanya pengaruh yang positif antara *Governance Factors* terhadap *Enterprise Value*, karena dalam penelitian ini kurang dilakukan kajian teoritis lebih lagi terkait indikator –indikator *Enterprise Value* tersebut.

Ketiga, kegagalan penelitian ini dalam membuktikan bahwa *Governance Factors* berpengaruh positif signifikan terhadap *Enterprise Value*, dapat terjadi karena secara teoritis *dividen payout ratio* dipengaruhi oleh faktor-faktor lain. Seperti yang dikatakan Levy dan Sarnat (1970) dan Van Horn (1986) dalam penelitiannya bahwa, faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan dividend adalah meliputi: (1) peraturan atau perundangan, (2) posisi likuiditas, (3) kebutuhan dana untuk melunasi hutang, (4) larangan dalam perjanjian hutang, (5) tingkat ekspansi perusahaan, (6) tingkat keuntungan perusahaan, (7) stabilitas perusahaan, (8) kemampuan memasuki pasar modal, (9) pelaku kelompok pengendali, (10) posisi pemegang saham sebagai wajib pajak, (11) pajak atas keuntungan yang diakumulasikan secara salah, dan (12) tingkat inflasi. Setyawan (1995) mengelompokkan berbagai faktor yang mempengaruhi kebijakan *dividend* menjadi dua faktor, yaitu faktor intern dan faktor ekstern. Faktor intern adalah faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividend yang berasal dari dalam perusahaan, misalnya: likuiditas perusahaan, tingkat laba, kemampuan untuk meminjam, dan sebagainya. Faktor ekstern yang merupakan pengaruh yang berasal dari luar perusahaan, misalnya: pajak atas dividend, pajak atas *capital gain*, akses ke pasar modal, perundangan dan sebagainya.

Berdasarkan teori-teori tersebut diketahui *dividen payout ratio* lebih dipengaruhi oleh faktor-faktor lain bukan *Governance Factors*. Sehingga jelas bahwa *Governance Factors* tidak memiliki peranan dalam peningkatan *Enterprise Value* yang diprosikan oleh *dividen payout ratio*.

Ketiga indikator *Governance Factors* ini tidak dapat berpengaruh positif terhadap *dividen payout ratio*, karena pada dasarnya *dividen payout ratio* lebih dipengaruhi oleh faktor-faktor lain. Secara teoritis dapat dijelaskan bahwa, perusahaan yang menerapkan indikator *Governance Factors*, *timeliness* artinya perusahaan dituntut untuk tepat waktu dalam menyerahkan laporan keuangan yang berkualitas. Ketepatan waktu menyelesaikan laporan yang berkualitas tentu membutuhkan biaya yang mahal (Natalia, 2009). Begitu pula dengan penerapan *disclosure*, dalam menghasilkan tingkat *disclosure* dengan kredibilitas dan kualitas yang tinggi tidaklah murah. Dengan adanya hal-hal tersebut sebagai *Governance Factors*, maka kemungkinan yang terjadi adalah adanya biaya-biaya yang tercipta untuk mendukung terlaksananya hal-hal tersebut. Menurut Foster (1995) hal ini mengeluarkan biaya yang tidak sedikit, sehingga dapat mengurangi keuntungan / laba perusahaan (dalam Natalia, 2009), sehingga bisa mengurangi laba yang dimiliki perusahaan, secara teoritis *dividen* merupakan presentase dari kebijakan yang diambil dari laba. Berdasarkan hal ini dapat diketahui pada dasarnya yang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *dividen payout ratio* adalah laba. Hal ini didukung oleh penelitian Chang & Rhee (1990) yang mengatakan bahwa faktor yang berpengaruh positif signifikan terhadap *dividen payout ratio* adalah *nondebt tax shield*, *size* perusahaan, dan *profitabilitas / laba* (dalam Sutrisno, 2001).

Menurut Chang & Rhee (1990) *profitabilitas* atau laba memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap *dividen payout ratio* karena, *dividend* merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya *dividend* akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham, adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapiya yaitu beban bunga dan pajak. Oleh karena *dividend* diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai *dividend*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar *dividend* (dalam Sutrisno, 2001).

Selain itu, faktor lain yang juga dapat mempengaruhi kebijakan *dividen* atau *Dividen Payout Ratio* adalah kesempatan investasi, artinya kebijakan *dividen* yang dikeluarkan perusahaan bergantung juga pada kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan. Secara teoritis apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar *dividen* yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai *dividen* tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan, bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan *dividen* lebih tinggi untuk mengatasi

masalah *overinvestment* (Suharli, 2007). Hasil penelitian Wirjolukito et al. (2003) menemukan hubungan parameter estimasi dan arah variabel peluang investasi kepada kebijakan *dividen* bernilai positif. Dengan demikian, hal itu dapat memberikan sinyal bagi perusahaan untuk melaksanakan kebijakan *dividen*. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia dan beberapa negara yang menjadi sampel di dalam penelitian tentang *dividen* cenderung menggunakan kebijakan *dividen* untuk memberikan sinyal atas arus kas di masa yang akan datang dan menggunakan arus kas tersebut untuk mendanai investasi yang menguntungkan di masa yang akan datang (dalam Suharli, 2007).

Jadi berdasarkan teori yang telah dijelaskan, maka hasil penelitian ini gagal untuk menemukan bukti empiris peranan *Governance Factor* dalam *Enterprise Value*. Dikarenakan *Dividen Payout Ratio* yang menjadi proksi *Enterprise Value* lebih dipengaruhi oleh faktor-faktor lain.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Black et al. (2003) yang menunjukkan bahwa, tidak ditemukan bukti bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang baik lebih menguntungkan atau membayar *dividen* yang lebih tinggi (dalam herawaty, 2008).

Implikasi Manajerial

Bagi manajemen perusahaan, perlu untuk terus konsisten dalam penerapan ketepatan waktu (*Timeliness*) dalam menyampaikan laporan tahunan, konsisten dalam hal penerapan prinsip transparansi yaitu terkait pengungkapan (*disclosure*) informasi perusahaan yang wajib dilaporkan. Serta tetap memperhatikan hak-hak pemegang saham (*Minority Interest*). Tetapi hal ini bukan berarti bahwa indikator *Governance Factors* yang tidak terbukti merupakan *Governance Factors* dapat dikesampingkan melainkan juga perlu konsentrasi pada seluruh bentuk penerapan prinsip GCG tersebut karena secara teoritis sebelas indikator tersebut telah dapat dibuktikan secara teoritis namun belum seluruhnya dapat dibuktikan secara empiris dikarenakan keterbatasan dalam penelitian yang telah disampaikan. Pilih bentuk penerapan prinsip-prinsip GCG yang memiliki biaya dan resiko yang rendah. Perusahaan yang menerapkan GCG akan memiliki kinerja operasional yang lebih efisien. Jadi dalam hal ini bagi manajer khususnya dituntut bekerja secara efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan resiko karena pada umumnya membutuhkan dana eksternal untuk melakukan perbaikan dalam penerapan *corporate governance*.

Bagi perusahaan, dalam meningkatkan ketaatan terkait penerapan *Governance Factors*, diperlukan kontrol yang intensif. Akuntabilitas merupakan kunci untuk memberikan kontrol yang intensif dan disiplin yang memadai bagi manajemen. Selain itu diperlukan apresiasi secara lebih baik terhadap kebutuhan *disclosure* dari pihak BoD. Jika suatu perusahaan memerlukan modal untuk investasi maupun pembagian *dividen*, maka dewan direktur harus menjamin *disclosure* dan transparansi yang berhubungan dengan kinerja finansial perusahaan yang benar (*true*) sebagai praktik *governance*-nya maka informasi yang sesuai dengan fakta perusahaan harus dipakai untuk mengambil keputusan. GCG dapat dimanfaatkan dalam proses pengambilan keputusan serta pedoman perilaku manajemen.

IV. KESIMPULAN / RINGKASAN

1. Penelitian ini berhasil mengungkapkan secara empiris ada tiga indikator yang signifikan merupakan *Governance Factors*, yaitu *timeliness*, *disclosure*, dan *minority interest*.
2. Penelitian ini belum mampu mengungkapkan bahwa *Governance Factors* berperan dalam meningkatkan *Enterprise Value*. *Governance Factors* yang diprosikan melalui *timeliness*, *disclosure*, dan *minority interest* tidak signifikan memiliki peranan dalam meningkatkan *Enterprise Value* yang diprosikan melalui *dividen payout ratio*.

Berdasarkan evaluasi atas hasil dan keterbatasan yang ada dalam penelitian ini, beberapa saran yang diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan untuk penelitian selanjutnya antara lain:

1. Jika ingin melakukan penelitian berikutnya dalam bidang yang sama, maka ketiga *Governance Factors* dalam penelitian ini yaitu *timeliness*, *disclosure* dan *minority interest* bisa dipertimbangkan untuk digunakan menjadi indikator dalam variabel penelitian faktor-faktor tata kelola yang baik (variabel *corporate governance*).
2. Untuk memperoleh hasil penelitian yang lebih baik, penelitian selanjutnya dapat menambahkan jumlah sampel perusahaan. Selain itu disarankan untuk mengkategorikan perusahaan sehingga variabilitas data tidak terlalu tinggi.
3. Untuk penelitian berikutnya disarankan untuk menambahkan indikator-indikator *Enterprise Value* yang didukung secara teoritis dapat dipengaruhi positif oleh *Governance Factors*.

DAFTAR REFERENSI

- Aderson, Mansi & Reeb. (2003). *Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage*, *Journal of Law and Economics* XLVI, p 653-687. Retrieved Oktober, 6, 2013, from <http://www.jstor.org/discover/10.1086/377115?uid=3739256&uid=2&uid=4&sid=47698902085257>
- Arikunto, S. (2009). *Metodologi Penelitian*. Jakarta: PT. Rineka Cipta.
- Brigham, E.F & Houston, J.F. (2001). *Manajemen Keuangan, Edisi Kedelapan*. Jakarta: Erlangga
- Demirbas, D & Yukhanaev, A. (2008). *Independence of board of directors, employee relation and harmonisation of corporate governance Empirical evidence from Russian listed companies: Newcastle Business School, Northumbria University, Newcastle*. Retrieved Oktober, 6, 2013, from www.emeraldinsight.com/0301-7349
- Dahlan, A. (2003). *Disclosure dan Corporate governance dalam Tinjauan Teoritis*. Fakultas Ekonomi Universitas Gajayana. Retrieved April, 7, 2014, from www.scholar.google.co.id
- Takalamingan, F.S. (2010). *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Kesempatan Investasi, Konsentrasi Kepemilikan dan Proporsi Komisaris Independen Terhadap Kualitas Implementasi Corporate governance Pada Kelompok Perusahaan Emiten yang Terdaftar di IICG Tahun 2008-2010*. Retrieved September, 6, 2013, from www.scholar.google.co.id
- Gaertner, F.B. (2009). *CEO After-tax Compensation Incentives and Corporate Tax Avoidance*. Retrieved May, 06, 2014 from www.ssrn.com
- Ghozali, I. (2006). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Herawaty, V. (2008). *Peran praktek corporate governance sebagai moderating variabel dari pengaruh earnings management terhadap nilai perusahaan*. Retrieved Oktober, 6, 2013, from www.scholar.google.co.id
- Indonesia Stock Exchange. (2013). *IDX Monthly Statistics Oktober 2013*, vol. 22 (No.8). Retrieved November, 18, 2013. From http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/Statistic/Monthly/2013/IDX-Monthly/20130910_IDX-Monthly-Oct-2013.pdf
- Johnson, Boone, Breach, & Friedman, E. (2000). *Corporate governance in Asian Financial Crisis*. Retrieved November, 1, 2013, from www.emeraldinsight.com/0288-7143
- Kaufmann, Kraay, & Mastruzzi. (2013). *Survey The Worldwide Governance Indicator*. Retrieved November, 4, 2013, from <http://www.nsd.uib.no/macrodataguide/set.html?id=50&sub=1>
- Kaihatu, T.S. (2006, March). *Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia*. vol 8 (No.1). Retrieved November, 4, 2013, from <http://puslit2.petra.ac.id/ejournal/index.php/man/article/view/16505/0>
- Keputusan Menteri Negara Pendayagunaan Badan Usaha Milik Negara Nomor Kep-133/M-BUMN/1999 tentang Pembentukan Komite Audit bagi Badan Usaha Milik Negara.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. (2006). *Indonesia's Code of Good Corporate governance*. Jakarta: Komite Nasional Kebijakan Governance.
- Rahmayanti, E. (2012). *Analisis Pengaruh Mekanisme Corporate governance Terhadap Earning Management dan Kinerja Perusahaan*. Retrieved Oktober, 07, 2013, from http://management.fe.ui.ac.id/downloads/doc_download/10-elvi-rahmayati.
- Surat Edaran Ketua Bapepam No.Se-03/PM/2000 tentang Komite Audit dan kriteria *Disclosure*. Website: www.bapepam.go.id
- Wulandari, N. (2005). *Pengaruh Indikator Mekanisme Good Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia*. Retrieved Oktober, 6, 2013, from www.scholar.google.co.id