

Astrini, Biekayanti, Suhardjanto: Praktik *Corporate Governance* dan Nilai Perusahaan...

---

## PRAKTIK *CORPORATE GOVERNANCE* DAN NILAI PERUSAHAAN BUMN DI INDONESIA

Sandra Fitri Astrini<sup>1</sup>, Ghanesus Biekayanti<sup>2</sup>, Djoko Suhardjanto<sup>3</sup>

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta

Email: [Suhardjanto@yahoo.com](mailto:Suhardjanto@yahoo.com)

**Abstract:** This study aims to examine differences in the level of implementation of the Corporate Governance and profitability ratios listed SOEs are better than non listed, as well as examine the effect of Corporate Governance on firm value in state owned listed. The sample used to test for differences in the level of implementation of Corporate Governance in listed and non listed SOEs are 20 reports in 2012 that the company's annual report on Corporate Governance in accordance SK-16/S.MBU/2012 June 6, 2012, while the sample used to test for differences in margin operating profit of listed and non listed SOEs as many as 40 annual reports in 2012, further samples are used to test the effect of Corporate Governance on firm value is 101 years from 2007 to 2012 annual reports that are based on the availability of data on the web company. Test used in the study was one sample t test one tailed and regression test/ordinary linier square (OLS). Results of the study showed that the implementation of the Corporate Governance and profitability ratios listed SOEs are better than non listed. The next result is that there is a significant effect of Corporate Governance on firm value. Corporate Governance independent variables that affect the value of the firm is the concentration of ownership, managerial ownership, and the number of meetings of the Board of Commissioners. Control variables firm size also significantly influence the value of the firm.

**Key words:** Corporate Governance, firm value, ownership concentration, institutional ownership, managerial ownership, board size, commisioner of independent, frequency of meeting, firm size.

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan menguji perbedaan tingkat implementasi *Corporate Governance* dan rasio profitabilitas BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*, serta menguji pengaruh *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan di BUMN *listed*. Sampel yang digunakan untuk menguji perbedaan tingkat implementasi *Corporate Governance* di BUMN *listed* dan *non listed* adalah 20 laporan tahunan perusahaan tahun 2012 yang melaporkan *Corporate Governance* sesuai SK-16/S.MBU/2012 tanggal 6 Juni 2012, sedangkan sampel yang digunakan untuk menguji perbedaan marjin laba operasi BUMN *listed* dan *non listed* sebanyak 40 laporan tahunan tahun 2012, selanjutnya sampel yang digunakan untuk menguji pengaruh *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan adalah 101 laporan tahunan tahun 2007-2012 sesuai dengan ketersediaan data di web perusahaan. Uji yang dilakukan pada penelitian ini adalah uji beda satu sisi dan uji regresi linier berganda. Hasil dari penelitian diperoleh bahwa implementasi *Corporate Governance* dan rasio profitabilitas BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*. Hasil selanjutnya adalah terdapat pengaruh signifikan *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan. Variabel independen *Corporate Governance* yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan adalah konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, dan jumlah rapat Dewan Komisaris. Variabel kontrol ukuran

perusahaan juga berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

**Kata kunci:** *Corporate Governance*, nilai perusahaan, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran Dewan Komisaris, Komisaris Independen, jumlah rapat Dewan Komisaris.

## PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan dalam menjalankan bisnis adalah memaksimalkan nilai dari perusahaan. Salvatore (1989) menyatakan bahwa perusahaan ada karena ekonomi perusahaan menghasilkan produksi dan distribusi serta memberikan manfaat yang besar bagi pengusaha, pekerja, dan pemilik sumber daya yang lain. Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan terkait dengan kinerja saham perusahaan. Pernyataan ini didukung oleh Maksum (2005) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan di mata investor meningkat sebagai akibat dari meningkatnya kepercayaan mereka terhadap perusahaan. Nilai perusahaan yang terkait harga saham perusahaan di pasar, hutang perusahaan, serta aset perusahaan dapat diproksikan sebagai nilai Tobin's  $q$ .

Problem mengenai nilai perusahaan BUMN kembali menjadi fokus saat Kementerian BUMN dipimpin oleh Dahlan Iskan. Pada awal kepemimpinannya tahun 2010 Menteri BUMN mengeluarkan tiga instruksi dimana semua BUMN (*listed dan non listed*) harus menjalankan semua peran tersebut. Tiga peran utama yang diinstruksikan adalah sebagai penunjang ketahanan nasional, sebagai *engine of growth* bagi perekonomian nasional, dan sebagai *market leader* regional yang akan meningkatkan kepercayaan diri dan kebanggaan nasional. Hasil dari pelaksanaan tiga peran tersebut adalah meningkatnya nilai perusahaan BUMN dengan hasil meningkatnya harga saham BUMN Indonesia baik di perdagangan saham nasional dan internasional.

BUMN di Indonesia dibagi menjadi 2 jenis yakni *listed* dan *non listed*. BUMN *listed* merupakan perusahaan yang sudah melakukan penawaran saham perdana ke publik (*go public*). Menurut Pasaribu (2010) dengan *go public*, pengelolaan BUMN lebih mudah diawasi sehingga aspek transparansi menjadi hal yang mutlak. Hal ini mendorong transparansi pengelolaan BUMN dan meningkatkan kinerja perusahaan yang berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan BUMN.

Dalam usaha meningkatkan nilai perusahaan BUMN, peran sistem pengelolaan yang baik (*Corporate Governance*) diperlukan. Dengan meningkatnya kinerja perusahaan karena sistem pengelolaan perusahaan yang baik maka nilai perusahaan dalam hal ini harga saham perusahaan juga meningkat. Pernyataan ini didukung oleh penelitian Mc Kinsey dan Company (2002) yang menyatakan bahwa sebagian besar investor institusional bersedia membayar lebih saham perusahaan yang melaksanakan fungsi *Corporate Governance* dengan baik.

Penelitian mengenai *Corporate Governance* telah banyak dilakukan baik di dalam maupun luar negeri. Abbasi dan Kalantari (2012) telah melakukan penelitian yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan pada industri makanan di Iran. Penelitian ini mengevaluasi konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, *duality CEO*, dan proporsi Dewan Komisaris independen terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Weiyang dan Baofieng (2009) menunjukkan bahwa perusahaan yang

menerapkan *Corporate Governance* dengan baik berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Studi tersebut menganalisis pengaruh struktur kepemilikan, karaktersistik Dewan Komisaris (ukuran dan keragaman Dewan Komisaris), *duality CEO*, dan kompensasi eksekutif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian lain dilakukan oleh Hou Ou-Yang (2008) dengan sampel industri keuangan di Taiwan menunjukkan hasil bahwa *Corporate Governance* mempunyai pengaruh positif dengan Tobin's q. Ukuran jumlah Dewan Komisaris, struktur kepemilikan, dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Abdullah, Ali Shah, dan Hassan (2008) juga melakukan penelitian mengenai praktik *Corporate Governance* di Pakistan dengan hasil bahwa *Corporate Governance* (ukuran Dewan Komisaris, Komisaris Independen, dan Komite Audit) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Selain penelitian di atas, juga telah ada penelitian sejenis yang dilakukan di Indonesia. Penelitian Retno (2012) menguji pengaruh *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 - 2010. Hasil penelitian diperoleh bahwa *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan variabel kontrol ukuran perusahaan (*size*).

Dari berbagai penelitian yang telah dilakukan mengenai *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan baik di dalam dan luar negeri dengan sampel di berbagai industri dapat ditarik kesimpulan bahwa *Corporate Governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hal yang menjadi perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah variabel independen yang digunakan. Pada penelitian ini penulis menitikberatkan variabel yang berkaitan dengan pemegang saham RUPS dan Dewan Komisaris. RUPS dijadikan variabel independen terkait dengan kepemilikan saham mereka di perusahaan. Pemegang saham mempunyai kekuatan untuk memantau operasional perusahaan dan efektivitas manajemen (Kim *et al*, 2007). Variabel independen yang lain adalah Dewan Komisaris. Menurut Tricker (1994) Dewan Komisaris mempunyai tanggung jawab terhadap keberhasilan perusahaan. Dewan komisaris tidak dapat mendelegasikan kewajibannya kepada manajemen yang terkait dengan kebijakan strategis perusahaan, oleh karena itu peran dewan komisaris sebagai kontrol dan bertindak secara independensi dengan manajemen sangat diperlukan untuk memenuhi harapan para *stakeholder* perusahaan.

Variabel RUPS yang digunakan pada penelitian ini adalah konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial sedangkan variabel Dewan Komisaris yang digunakan adalah ukuran Dewan Komisaris, proporsi Dewan Komisaris independen, dan jumlah rapat Dewan Komisaris.

Telah banyak penelitian *Corporate Governance* yang dilakukan namun sejauh pengamatan penulis, belum ada penelitian yang meneliti mengenai pengaruh *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan di BUMN Indonesia. Dari 141 BUMN di Indonesia tercatat 19 perusahaan BUMN yang berhasil mencatatkan perusahaannya di Bursa Efek Indonesia sampai dengan tahun 2013 ini. Lemahnya kinerja dan daya saing perusahaan BUMN yang menyebabkan BUMN kurang bersaing dengan perusahaan lain, oleh karena itu perlunya penerapan *Corporate Governance* sebagai nilai dan *best practice* yang mendasar bagi peningkatan nilai perusahaan (Rahadian, 2009).

Berdasarkan latar belakang di atas penulis dapat merumuskan suatu permasalahan yang bisa diangkat yakni mengenai apakah implementasi *Corporate Governance* di BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*, apakah rasio profitabilitas BUMN *listed* lebih

baik daripada *non listed*, dan apakah terdapat pengaruh *Corporate Governance* di BUMN *listed* terhadap nilai perusahaan.

## KAJIAN TEORI

**Teori Agensi.** Tujuan akhir dalam rangka mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan adalah meningkatnya nilai perusahaan. Dalam proses untuk mencapai tujuan tersebut muncul konflik kepentingan antara pengelola perusahaan dengan para pemegang saham. Konflik ini dinamakan "konflik keagenan". Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan agen karena kemungkinan agen bertindak tidak sesuai dengan kepentingan prinsipal, sehingga memicu biaya keagenan.

Dalam konsep teori agensi, manajemen yang bertindak sebagai agen berkonsentrasi untuk memaksimalkan kepentingan mereka sendiri. Hasilnya terjadinya informasi yang asimetrik (Jensen dan Meckling, 1976). Usaha untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi atau informasi asimetri ini adalah dengan mekanisme *Corporate Governance*. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan bahwa biaya keagenan timbul karena adanya pengeluaran untuk pengawasan, pengeluaran ikatan oleh agen (manajemen), dan biaya residual. Adanya hubungan antara masalah kelalaian dengan pemantauan terkait juga adanya pemisahan kepemilikan dan fungsi kontrol. Jensen (1993) menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus ada sistem kendali, tidak efektifnya suatu organisasi karena terjadi permasalahan di mekanisme internal.

Dari pernyataan diatas dapat kita simpulkan bahwa dalam suatu perusahaan diperlukan sistem mekanisme pengendalian internal sekaligus sebagai fungsi kontrol perusahaan. Fungsi kontrol yang diperlukan dalam hal ini adalah *Corporate Governance*.

***Corporate Governance.*** Menurut CGPI (2005) penerapan *Corporate Governance* di Indonesia dimulai sejak ditandatangani perjanjian dengan *International Monetary Fund* (IMF). Salah satu bagian penting dalam perjanjian ini adalah adanya jadwal perbaikan pengelolaan perusahaan (*Corporate Governance*) di Indonesia. Sejalan dengan perjanjian tersebut, Pemerintah Indonesia mengeluarkan keputusan melalui Keputusan Menteri Ekonomi dan Perindustrian KEP/10/M.EKUI/1999 yakni pembentukan Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG). Komite ini bertugas merumuskan dan menyusun rekomendasi kebijakan nasional tentang *Corporate Governance* (*Code For Good Corporate Governance*) serta melakukan pemantauan perbaikan di bidang *Corporate Governance* di Indonesia. Pemerintah menggandeng BUMN dan Pasar Modal dalam penerapan implementasi *Corporate Governance* ini (Kaihatu, 2006).

Kementrian BUMN mengeluarkan peraturan terhadap BUMN Indonesia mengenai kewajiban untuk menerapkan *Corporate Governance* melalui Keputusan Menteri BUMN KEP-117/M-MBU/2002. Implementasi *Corporate Governance* di BUMN bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan mendorong pengelolaan perusahaan secara profesional, transparan, efisien, akuntabilitas, adil, dapat dipercaya, dan bertanggung jawab.

Terdapat beberapa definisi mengenai *Corporate Governance* dari berbagai sumber:

1. OECD (*Organization for Economic Cooperation & Development*) Tahun 2004.

*Corporate Governance* merupakan kumpulan hubungan antara pihak manajemen perusahaan, dewan, pemegang saham, dan pihak lain yang berkepentingan dengan perusahaan.

2. FCGI (*Forum for Corporate Governance in Indonesia*) Tahun 2001.

*Corporate Governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang, 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 system yang mengendalikan perusahaan. Tujuan *Corporate Governance* ialah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*)”.

3. IICG (*The Indonesian Institute for Corporate Governance*) Tahun 2000.

*Governance* secara konsep dianggap sebagai kebijakan, pedoman, dan aturan yang memastikan fungsi dan tujuan tata kelola dapat berjalan dengan baik. *Governance* sebagai praktik terkait dengan seni mengarahkan dan mengendalikan jalannya organisasi melalui sistem, struktur, proses dan mekanisme yang berjalan dalam rangka menciptakan nilai dan output sesuai dengan tujuan dan kepentingan para pihak dengan memperhatikan prinsip umum dan kepatuhan terhadap norma dan aturan yang berlaku.

4. Keputusan Menteri BUMN KEP-117/M-MBU/2002 Tahun 2002.

Suatu proses dan struktur yang digunakan oleh organ BUMN untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan nilai – nilai etika.

Dari beberapa definisi diatas, dapat disimpulkan bahwa *Corporate Governance* adalah merupakan struktur, proses, dan sistem yang mengendalikan kegiatan operasional perusahaan untuk mencapai tujuan memaksimalkan nilai perusahaan dengan tetap memperhatikan prinsip atau aturan yang berlaku serta kepentingan para *stakeholdernya*. Struktur yang menjalankan peranan *Corporate Governance* pada perusahaan dinamakan Organ Persero. Sesuai dengan UU RI No. 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas, pada Pasal 1 ayat 3 dinyatakan bahwa

Organ Perseroan adalah Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), Direksi, dan Dewan Komisaris. Masing - masing mempunyai tugas dan peran tersendiri.

Perusahaan di Indonesia menggunakan sistem *two tier* seperti perusahaan Eropa. Pada sistem *two tier* secara jelas memisahkan antara keanggotaan Dewan Komisaris sebagai pengawas dan Direksi sebagai pelaksana (Rahadian, 2009). Menurut Tricker (1994) terdapat beberapa keuntungan menggunakan sistem *two tier* dibanding dengan *one tier* adalah: (1) Dewan Komisaris dapat mempengaruhi pemegang saham sehingga tidak ada ketergantungan (independensi) dengan aktivitas manajemen (Direksi). Adanya tingkat independensi yang cukup tinggi antara Direksi dengan pemegang saham maka Direksi harus memperhatikan kepentingan para pemegang saham. (2) Dalam sistem *two tier* dimungkinkan adanya komisaris independen, dan dalam sistem ini terjadi pemisahan tugas antara Dewan Komisaris dan Direksi maka tidak terjadi CEO *duality* (tugas ganda sebagai CEO dan sebagai *chairman* dalam keanggotaan dewan).

Faktor penting yang perlu diketahui mengenai struktur *Corporate Governance* pada suatu perusahaan adalah mengenai Rapat Umum Pemegang Saham dan Dewan Komisaris.

**1. Rapat Umum Pemegang Saham.** Sesuai UU RI No 40 Tahun 2007 pasal 1 (4) dinyatakan bahwa Rapat Umum Pemegang Saham, yang selanjutnya disebut RUPS adalah Organ Perseroan yang mempunyai wewenang yang tidak diberikan kepada Direksi atau Dewan Komisaris dalam batas yang ditentukan dalam undang - undang ini dan/ anggaran dasar.

Dipandang dari sisi kepemilikannya, terdapat dua jenis kepemilikan saham dalam perusahaan yakni kepemilikan saham mayoritas dan minoritas. Kim *et al.* (2007) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang terkonsentrasi ke pemegang saham besar maka pemegang saham besar mempunyai kekuatan untuk memantau operasional perusahaan dan efektivitas manajemen. Pemegang saham besar yang dibahas dalam hal ini adalah institusi seperti lembaga keuangan, dan sebagainya.

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian terkait dengan RUPS sebagai salah satu struktur *Corporate Governance* adalah konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial.

**a) Konsentrasi Kepemilikan.** Menurut Taman *et al.* (2011) konsentrasi kepemilikan menggambarkan bagaimana dan siapa saja yang memegang kendali atas keseluruhan atau sebagian besar atas kepemilikan perusahaan serta keseluruhan atau sebagian besar pemegang kendali atas aktivitas bisnis pada suatu perusahaan. Kepemilikan dikatakan lebih terkonsentrasi jika untuk mencapai kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan lebih sedikit investor. Adanya kontrol dalam suatu perusahaan yang dapat dipegang oleh semakin sedikit investor maka akan semakin mudah kontrol tersebut dijalankan (Taman, 2011).

Konsentrasi kepemilikan merupakan proporsi saham yang dimiliki pemegang saham diatas 5% terhadap pemegang saham seluruhnya (Santerre dan Neun, 1993; Hovey, 2002; Abbasi *et al.*, 2012). Menurut Wu (2009) struktur kepemilikan memiliki hubungan dengan kinerja perusahaan. Perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang lebih tinggi cenderung memiliki kinerja yang lebih baik yang berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan.

Ketika kepemilikan perusahaan terkonsentrasi pada pemegang saham besar, maka pemegang saham besar memiliki kekuatan untuk memantau operasi perusahaan dan efektivitas manajemen (Kim *et al.*, 2007).

**b) Kepemilikan Institusional.** Menurut Murwaningsari (2009) institusi merupakan sebuah lembaga yang memiliki kepentingan besar terhadap perusahaan tempat institusi melakukan investasi sehingga biasanya institusi menyerahkan tanggung jawab pada divisi tertentu untuk mengelola investasi perusahaan tersebut. Tingkat pengendalian terhadap tindakan manajemen sangat tinggi karena institusi memantau secara profesional perkembangan investasinya sehingga potensi kecurangan dapat ditekan.

Maug (1998); Cornett *et al.* (2007) menyatakan bahwa institusi mempengaruhi keputusan perusahaan dari ukuran kepemilikan saham yang mereka punya. Jika kepemilikan institusional tinggi maka ada usaha untuk memantau manajemen, tetapi jika tidak investor institusi dapat dengan mudah mencairkan sahamnya jika perusahaan berkinerja buruk (Cornett *et al.*, 2007). Dalam penelitiannya, Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi atau lembaga tertentu terbukti dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pernyataan ini mendukung teori biaya agensi Jensen dan Meckling (1976) terdapat pengaruh positif antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Menurut Chen *et al.* (2008) investor institusi dapat memberikan kontribusi positif sebagai biaya yang efektif dalam memantau perilaku manajemen.

Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional maka dapat memantau tindakan manajemen sehingga operasional bisnis dapat berjalan transparan yang menghasilkan meningkatnya nilai perusahaan.

c) **Kepemilikan Manajerial.** Manajer yang juga sebagai pemegang saham akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, nilai kekayaannya sebagai pemegang saham individu juga akan meningkat pula (Rosdini, 2011).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer meminimalkan konflik agensi yang timbul dari pemisahan kepemilikan dan fungsi kontrol. Penelitian Weiyang dan Baofieng (2009) dan Rosdini (2011) mendukung teori Jensen dan Meckling (1976) bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sedangkan penelitian Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

**2. Dewan Komisaris.** Pengertian Dewan Komisaris menurut UU RI No. 40 Tahun 2007:

Pasal 1 ayat 6

Dewan Komisaris adalah Organ Perseroan yang bertugas melakukan pengawasan secara umum dan/atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada Direksi.

Pasal 108 ayat 1

Dewan Komisaris melakukan pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai Perseroan maupun usaha Perseroan, dan memberi nasihat kepada Direksi.

Adapun pengertian Dewan Komisaris menurut UU RI No. 19 Tahun 2003 tentang BUMN pasal 1 ayat 7 adalah

Komisaris adalah organ Persero yang bertugas melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada Direksi dalam menjalankan kegiatan pengurusan Persero.

Dari pasal - pasal diatas dapat dijabarkan bahwa tugas Dewan Komisaris sebagai pengawas adalah memberikan arahan terhadap Direksi atas implementasi kebijakan perusahaan, memberikan persetujuan atas rancangan yang diajukan oleh Direksi pada RUPS, memantau kepatuhan dewan direksi terhadap kebijakan yang berlaku, memastikan audit telah dilaksanakan di dalam perusahaan, dan memastikan bahwa prinsip *Corporate Governance* telah dilaksanakan dengan baik di dalam perusahaan.

Komposisi anggota Dewan Komisaris diatur dalam UU RI No. 40 Tahun 2007 yakni:

Pasal 108 ayat 3

Dewan Komisaris terdiri atas 1 (satu) orang anggota atau lebih

Pasal 114 ayat 2

Setiap anggota Dewan Komisaris wajib dengan itikad baik, kehati-hatian, dan bertanggung jawab dalam menjalankan tugas pengawasan dan pemberian nasihat kepada Direksi sebagaimana dimaksud dalam Pasal 108 ayat (1) untuk kepentingan Perseroan dan sesuai maksud dan tujuan Perseroan.

Menunjuk pasal - pasal diatas, dapat disimpulkan bahwa anggota Dewan Komisaris terdiri satu orang atau lebih dan setiap anggota Dewan Komisaris harus bertanggung jawab dalam menjalankan tugas pengawasan terhadap kinerja Direksi.

Sesuai UU RI No. 40 Tahun 2007 pasal 116 bahwa dalam menjalankan tugasnya Dewan Komisaris wajib membuat risalah rapat dan menyimpan salinannya, melaporkan

kepada Perseroan mengenai kepemilikan sahamnya dan/atau keluarganya pada Perseroan tersebut dan Perseroan lain; dan memberikan laporan tentang tugas pengawasan yang telah dilakukan selama tahun buku yang baru lampau kepada RUPS. Hal ini sesuai dengan pasal - pasal UU RI No. 19 Tahun 2003 tentang BUMN yang menyatakan bahwa Komisaris BUMN yang terdiri lebih dari satu anggota maka salah seorang ditunjuk sebagai Komisaris Utama dengan tugas memberikan pengawasan terhadap Direksi dalam menjalankan kepengurusan Persero serta memberikan nasehat kepada Direksi.

Kim *et al.* (2007) menyatakan bahwa kekuasaan pemegang saham besar dapat digunakan untuk menunjuk komisaris independen masuk menjadi anggota dewan untuk mengawasi manajemen dalam rangka mengurangi biaya keagenan antara pemegang saham dan manajemen.

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian terkait dengan Dewan Komisaris adalah ukuran Dewan Komisaris, proporsi anggota independen Dewan Komisaris, dan jumlah rapat Dewan Komisaris.

**a) Ukuran Dewan Komisaris.** Komponen jumlah Dewan Komisaris dan proporsi Komisaris Independen perlu diteliti dalam rangka untuk mengawasi manajemen. Jensen (1993) berpendapat bahwa ukuran Dewan Komisaris yang kecil lebih efektif dalam memonitor kinerja manajemen. Ukuran Dewan Komisaris yang besar memiliki penekanan yang lebih pada etika kesopanan (*politeness and courtesy*) dan lebih sulit untuk melakukan kontrol terhadap kinerja manajemen. Menurut Jensen (1993) jumlah Dewan Komisaris yang kecil terdiri dari tidak lebih dari delapan orang. Ukuran Dewan Komisaris menurut UU RI No.40 Tahun 2007 terdiri dari satu orang atau lebih. Setiap anggota Dewan Komisaris tidak dapat bertindak sendiri-sendiri dalam menjalankan tugas harus berdasarkan keputusan dewan. Untuk perusahaan dengan kepentingan menghimpun dana dari masyarakat dapat diusulkan Dewan Komisaris yang lebih banyak karena menyangkut kepentingan masyarakat.

UU ini sebagai penyempurna dari UU RI No.19 Tahun 2003 tentang BUMN yang hanya menyatakan bahwa Komisaris yang terdiri lebih dari satu anggota, salah satu ditunjuk sebagai Komisaris Utama. Pada UU RI No.19 Tahun 2003 tentang BUMN belum dijelaskan secara spesifik komposisi dan tugas Dewan Komisaris.

**b) Proporsi Dewan Komisaris Independen.** Independensi Dewan Komisaris biasanya membutuhkan jumlah dewan independen yang memadai dari suatu manajemen. Di sejumlah negara dengan sistem dewan pada tier satu, objektivitas dewan dan independensi dari manajemen dikuatkan dengan pemisahan tugas seorang direktur utama (CEO) dan kepala dewan (*chairman*). Pemisahaan ini dianggap sebagai praktik yang baik karena dapat membantu untuk mencapai sasaran yang tepat dan menyeimbangkan kekuasaan, meningkatkan akuntabilitas, dan meningkatkan kapasitas dewan untuk mengambil keputusan secara independen dan terlepas dari manajemen (OECD, 2008).

Menurut OECD (2008) anggota independen dewan dapat memberikan kontribusi signifikan terhadap pengambilan keputusan dewan. Mereka dapat membawa pandangan objektif terhadap evaluasi kinerja dewan dan manajemen. Selain itu, mereka dapat memainkan peran penting di daerah di mana kepentingan manajemen, perusahaan dan perusahaan pemegang saham dapat berbeda seperti remunerasi eksekutif dan perencanaan suksesi. Dilihat dari sisi pemegang saham minoritas, dianggap kepentingan pemegang saham besar tidak selaras dengan mereka. Pemegang saham minoritas percaya kepada



dewan independen sebagai lawan dari Direksi yang secara profesi terhubung dengan manajer perusahaan dan lebih cenderung bersifat objektif. (Kim *et al.*, 2007).

Proporsi anggota independen Dewan Komisaris di BUMN sudah ditetapkan dalam Peraturan Menteri BUMN PER-01/MBU/2011 dinyatakan bahwa proporsi Dewan Komisaris, paling sedikit 20% merupakan anggota Dewan Komisaris Independen yang ditetapkan dalam keputusan pengangkatannya.

**c) Jumlah Rapat Dewan Komisaris.** Jumlah rapat Dewan Komisaris perlu dilaporkan ke Perseroan dalam rangka pelaksanaan tugasnya sebagai Dewan Komisaris. Frekuensi jumlah pertemuan yang dilakukan baik di internal Dewan Komisaris maupun rapat gabungan antara Direksi dan Dewan Komisaris membawa implikasi penting. Jensen (1993) berpendapat bahwa dewan perusahaan yang berfungsi dengan baik harus relatif tidak aktif dan menunjukkan beberapa konflik bahwa seringkali pertemuan yang dilakukan akan menimbulkan biaya termasuk waktu, dan dukungan administratif. Hal ini dianggap sebagai penurunan kinerja perusahaan. Dewan cenderung menjadi lebih aktif diteliti oleh para pemegang saham.

Manfaat meningkatnya aktivitas dewan akan mencakup lebih banyak waktu untuk dewan dalam mengatur strategi dan memantau aktivitas manajemen, oleh karena itu terdapat pengaruh positif jumlah rapat Dewan Komisaris maupun Direksi dengan nilai perusahaan. Kunci penting Dewan Komisaris dalam melakukan pengawasan dan efektivitas terhadap manajemen adalah pada jumlah rapat yang telah mereka selenggarakan (Jensen, 1993).

Jumlah rapat Dewan Komisaris di BUMN diatur dalam Peraturan Menteri BUMN PER-01/MBU/2011 menyatakan bahwa Rapat Dewan Komisaris harus diadakan secara berkala sekurang – kurangnya sekali dalam setiap bulan, dan dalam rapat tersebut Dewan Komisaris dapat mengundang Direksi.

**Indeks *Corporate Governance*.** Dalam menentukan skor implementasi *Corporate Governance* perusahaan BUMN di Indonesia digunakan acuan dari SK-16/S.MBU/2012 tanggal 6 Juni 2012 yakni Keputusan Sekretaris Kementrian Badan Usaha Milik Negara tentang Indikator/ Parameter Penilaian dan Evaluasi Atas Penerapan Tata Kelola Perusahaan Yang Baik (*Good Corporate Governance*) Pada Badan Usaha Milik Negara. Keputusan ini digunakan sebagai acuan dalam penilaian *Corporate Governance* di lingkungan BUMN Indonesia.

Langkah - langkah penilaian *Corporate Governance* di BUMN adalah sebagai berikut: **Pertama.** Menentukan aspek dan parameter sesuai dengan daftar indikator aspek dan parameter yang telah ditetapkan oleh Kementrian BUMN. Aspek - aspek yang dinilai adalah: (a) Komitmen terhadap penerapan tata kelola perusahaan yang baik secara berkelanjutan meliputi 6 indikator dan 15 parameter; (b) Pemegang saham dan RUPS / pemilik modal meliputi 6 indikator dan 25 parameter; (c) Dewan Komisaris / dewan pengawas meliputi 12 indikator dan 44 parameter; (d) Direksi meliputi 13 indikator dan 52 parameter; (e) Pengungkapan informasi dan transparansi meliputi 4 indikator dan 16 parameter; (f) Dan aspek lainnya yang meliputi 2 indikator yakni area atau bidang di BUMN yang dapat dijadikan *benchmark* serta ada atau tidaknya penyimpangan yang dilakukan BUMN dari prinsip - prinsip *Corporate Governance*. **Kedua.** Melakukan penilaian terhadap masing - masing aspek penerapan *Corporate Governance* dan selanjutnya melakukan pemjumlahan nilai dari enam aspek tersebut. **Ketiga.** Langkah

terakhir adalah menetapkan nilai atau skor hasil penilaian *Corporate Governance* di BUMN dengan menetapkan klasifikasi kualitas penerapan *Corporate Governance* adalah sebagai berikut: nilai di atas 85 (sangat baik), nilai  $75 < \text{nilai} < 85$  (baik), nilai  $60 < \text{nilai} < 75$  (cukup baik),  $50 < \text{nilai} < 60$  (kurang baik), nilai 50 (tidak baik). **Keempat.** Penetapan klasifikasi kualitas penerapan *Corporate Governance* harus memperhatikan batasan - batasan sebagai berikut: (a) Klasifikasi "sangat baik" diberikan jika nilai akhir aspek penerapan *Corporate Governance* seluruhnya di atas nilai 75 atau minimal "baik". Jika nilai akhir penilaian mencapai nilai di atas 85, namun masih terdapat pencapaian *Corporate Governance* sama dengan atau dibawah nilai 75 maka klasifikasi yang diberikan maksimal 75; (b) Klasifikasi "baik" diberikan jika pencapaian nilai akhir aspek penerapan *Corporate Governance* seluruhnya di atas 60 atau minimal "cukup baik". Jika nilai akhir penilaian mencapai di atas 75 namun masih terdapat pencapaian nilai akhir *Corporate Governance* sama atau dibawah 60 maka maksimal klasifikasi yang diberikan "cukup baik".

**Profitabilitas Perusahaan.** Profitabilitas menurut Bringham dan Daves (2004) merupakan hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan. Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan efektivitas operasional perusahaan. Rasio profitabilitas mengukur efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang diperoleh dari hasil penjualan dan investasi (Bringham dan Daves, 2004).

Rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah marjin laba operasi (*operating profit margin*). Marjin laba operasi merupakan pembagian laba operasi terhadap penjualan. Menurut Bringham dan Daves (2004) perusahaan yang memiliki tingkat marjin laba yang rendah maka untuk membayar tingkat pengembalian kepada para pemegang saham perusahaan harus mengeluarkan modal perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi tingkat marjin laba operasi perusahaan maka kinerja perusahaan semakin baik yang berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan.

**Ukuran Perusahaan (*firm size*).** Lang dan Stulz (1994) menyatakan bahwa tindakan manajemen secara langsung mempengaruhi nilai aset, dan konflik manajerial dapat dilihat sebagai aset tidak berwujud yang memiliki nilai negatif. Manajemen dapat menambah atau mengurangi bentuk dominasi dari nilai aktiva berwujud perusahaan. Smith dan Watts (1992) juga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan fungsi peluang untuk berinvestasi dalam suatu perusahaan. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap Tobin's q. Hasil ini didukung oleh penelitian Hou-Ou Yang (2008) dan Kumar Jayesh (2004), namun hasil berkebalikan diperoleh pada penelitian Abbasi *et.al* (2012) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

**Nilai Perusahaan (Tobin's q).** Nilai perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja saham perusahaan. Maksim (2005) menyatakan bahwa nilai perusahaan di mata investor meningkat sebagai akibat dari meningkatnya kepercayaan mereka terhadap perusahaan.

Tobin's q merupakan statistik yang bisa berfungsi sebagai proksi untuk nilai perusahaan dari perspektif investor (Chung dan Pruitt, 1994). Menurut Chung dan Pruitt (1994) Tobin's q telah digunakan terutama oleh perusahaan - perusahaan untuk menjelaskan sejumlah fenomena perusahaan yang beragam. Penggunaan Tobin's q mensyaratkan (a) perbedaan-perbedaan *cross-sectional* dalam investasi dan keputusan

diversifikasi, (b) hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan, (c) hubungan antara kinerja manajerial dan keuntungan penawaran tender, dan peluang investasi (d) pembiayaan, dividen, dan (e) kebijakan investasi. Tobin's q adalah rasio antara nilai pasar dari aset perusahaan dan nilai penggantian aset (Chung dan Pruitt, 1994).

**Corporate Governance dan Nilai Perusahaan.** Dalam konsep teori agensi, manajemen yang bertindak sebagai agen berkonsentrasi untuk memaksimalkan kepentingan mereka sendiri. Hasilnya adalah terjadinya informasi yang asimetrik (Jensen dan Meckling, 1976). *Corporate Governance* merupakan salah satu bentuk usaha yang dilakukan dalam rangka mengurangi ketidakseimbangan informasi atau informasi asimetrik.

Telah banyak penelitian yang dilakukan untuk menguji pengaruh *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan. Abbasi dan Kalantari (2012) menguji pengaruh *Corporate Governance* (konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, *duality CEO*, proporsi Dewan Komisaris independen) terhadap nilai perusahaan. Hasilnya bahwa *Corporate Governance* secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian lain dilakukan oleh Weiyang dan Baofieng (2009) yang menunjukkan bahwa perusahaan yang menerapkan konsep *Corporate Governance* dengan baik berdampak pada nilai perusahaan yang meningkat. Studi ini menganalisis struktur kepemilikan, karaktersistik Dewan Komisaris (ukuran dan keragaman Dewan Komisaris), *duality CEO*, dan kompensasi eksekutif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Hou Ou-Yang (2008) dengan sampel industri keuangan di Taiwan juga menunjukkan hasil bahwa struktur *Corporate Governance* (ukuran jumlah Dewan Komisaris dan struktur kepemilikan) memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Di tahun yang sama Abdullah, Ali Shah, dan Hassan juga melakukan penelitian mengenai praktik *Corporate Governance* di Pakistan dengan hasil bahwa *Corporate Governance* (ukuran Dewan Komisaris, Komisaris Independen, dan Komite Audit) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

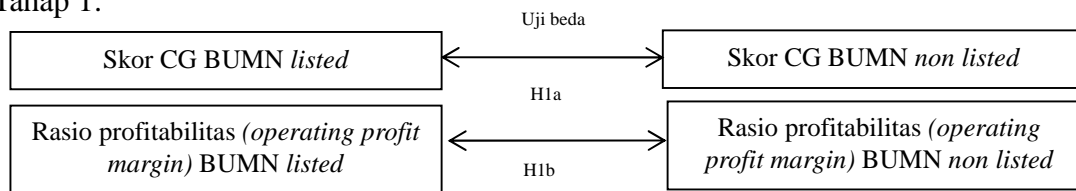
Faktor penting yang dapat diambil adalah bahwa penerapan *Corporate Governance* perlu dilakukan. Dengan implementasi *Corporate Governance* yang baik maka akan mendorong pengelolaan perusahaan secara profesional, transparan, efisien, akuntabilitas, adil, dapat dipercaya, dan bertanggung jawab sehingga mendorong meningkatnya nilai perusahaan karena kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan.

**Kerangka Pemikiran.** Telah banyak penelitian yang dilakukan untuk menguji pengaruh *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan baik di luar maupun di dalam negeri dan hasilnya bervariasi di setiap negara. Problem mengenai nilai perusahaan dikaitkan dengan kinerja saham perusahaan. Maksim (2005) menyatakan bahwa nilai perusahaan di mata investor meningkat sebagai akibat dari meningkatnya kepercayaan mereka terhadap perusahaan.

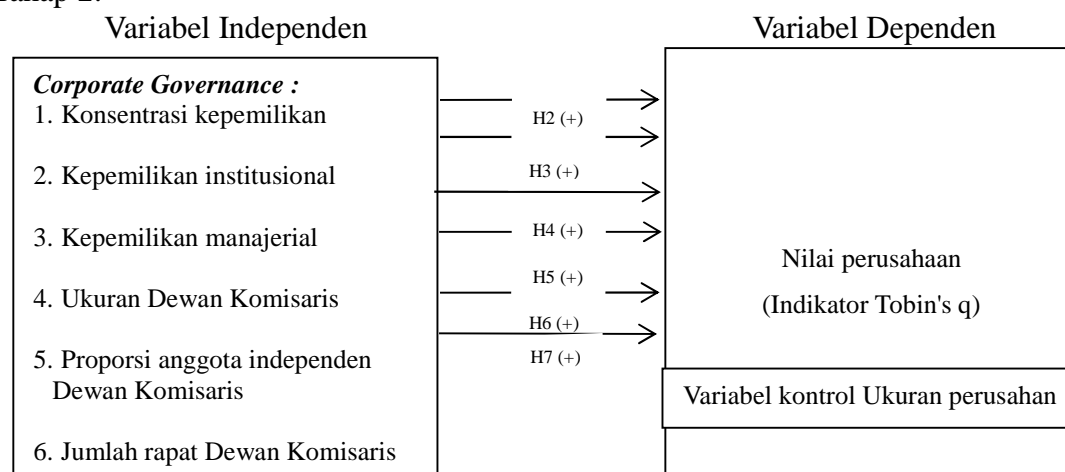
Penelitian ini menguji apakah terdapat pengaruh implementasi *Corporate Governance* terhadap meningkatnya nilai perusahaan BUMN Indonesia yang akan menjadi objek penelitian. Di Indonesia telah banyak perusahaan yang melaksanakan implementasi *Corporate Governance* sesuai dengan Undang - Undang yang berlaku di Indonesia. Di BUMN Indonesia sendiri, Kementerian Negara BUMN juga berperan sebagai pengawasan dalam implementasi *Corporate Governance* berdasarkan Keputusan Menteri BUMN KEP-117/M-MBU/2002 Tentang Penerapan Praktik *Good Corporate Governance* pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Peraturan ini telah cukup lengkap dalam

mengatur tentang kewajiban pelaksanaan *Corporate Governance* di BUMN Indonesia. Berdasarkan teori yang telah dijelaskan diperoleh suatu kerangka teoritis seperti gambar dibawah.

Tahap 1:



Tahap 2:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Pada Gambar 1 dijelaskan bahwa kerangka teoritis penelitian ini dibagi menjadi 2 tahap. Tahap yang pertama menguji perbedaan mengenai implementasi *Corporate Governance* dan rasio profitabilitas BUMN *listed* dan *non listed*. Hasil dari uji yang dilakukan di tahap 1 diharapkan bahwa implementasi *Corporate Governance* dan rasio profitabilitas BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*. Dari hasil tersebut, penulis dapat melanjutkan uji yang kedua yakni uji hipotesis pengaruh *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan dengan sampel BUMN *listed*. Variabel *Corporate Governance* yang digunakan dalam penelitian adalah konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran Dewan Komisaris, proporsi anggota independen Dewan Komisaris, dan jumlah rapat Dewan Komisaris. Pada penelitian juga dilakukan uji terhadap variabel kontrol ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

**Uji Hipotesis.** Pada penelitian ini dirumuskan delapan hipotesis yang berkaitan dengan pengaruh *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan.

**Hipotesis perbedaan implementasi *Corporate Governance* serta perbedaan rasio profitabilitas BUMN *listed* dan *non listed*.** Dalam CGPI (2008) Mekanisme *Corporate Governance* mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan (*stakeholders*). Di lingkungan BUMN telah dilaksanakan evaluasi pelaksanaan mengenai indikator atau parameter untuk melakukan penilaian *Corporate Governance* yang terdiri dari beberapa aspek dan parameter penilaian. Indikator tersebut tertera dalam Surat Keputusan Sekretaris

Kementrian Badan Usaha Milik Negara SK-16/S.MBU/2012. Pengujian awal dilakukan pada penelitian ini untuk mengetahui perbedaan praktik *Corporate Governance* BUMN *listed* dan *non listed*. Uji ini perlu dilakukan untuk mengetahui apakah implementasi *Corporate Governance* di BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*. Dari hasil pengamatan awal penulis ditemukentali bahwa skor *Corporate Governance* di BUMN *listed* nilainya lebih besar daripada skor *Corporate Governance* di BUMN *non listed*. Dari data pengamatan tersebut, penulis menduga bahwa skor *Corporate Governance* di BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*, oleh karena itu hipotesis pertama yang akan diuji pada penelitian ini adalah

**H<sub>1a</sub>:** Implementasi *Corporate Governance* BUMN *listed* lebih baik dibandingkan BUMN *non listed*.

Selain perbedaan *Corporate Governance*, pengujian beda juga dilakukan terhadap rasio profitabilitas. Penelitian Mahendra (2011) menyatakan bahwa rasio profitabilitas menunjukkan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan, dengan profitabilitas yang tinggi dapat memberikan nilai tambah kepada nilai perusahaannya yang tercermin pada harga saham perusahaan yang meningkat.

Macam rasio profitabilitas diantaranya adalah marjin laba operasi. Menurut Bringham (2004) marjin laba merupakan pembagian laba terhadap penjualan. Semakin tinggi marjin laba akan semakin efektif manajemen dalam mengelola perusahaan.

Hipotesis yang akan diuji selanjutnya adalah

**H<sub>1b</sub>:** Rasio profitabilitas (marjin laba operasi/OPM) BUMN *listed* lebih baik dibandingkan BUMN *non listed*.

**Hipotesis pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap nilai perusahaan.** Konsentrasi kepemilikan merupakan besarnya saham yang dimiliki pemegang saham diatas 5% terhadap pemegang saham seluruhnya (Santerre dan Neun, 1993; Hovey, 2002; Abbasi *et al.* 2012). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan adanya kepemilikan yang terkonsentrasi dapat memantau kinerja manajemen secara efektif.

Beberapa penelitian mengenai pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan masih inkonsisten. Menurut Wu (2009) konsentrasi kepemilikan memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang lebih tinggi memiliki kinerja yang lebih baik. Penelitian ini didukung oleh Abbasi *et al.* (2012) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan sedangkan penelitian Dung To Thi (2011) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's q di Vietnam. Beberapa penelitian diatas menunjukkan hasil yang inkonsisten karena sampel yang digunakan beragam dari berbagai industri yang disampelkan.

Berdasar teori Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dapat memantau kinerja manajemen secara efektif, maka dapat disimpulkan bahwa dengan adanya konsentrasi kepemilikan maka dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dari hasil tersebut, dapat ditarik hipotesis kedua yakni:

**H<sub>2</sub>:** Terdapat pengaruh positif konsentrasi kepemilikan terhadap nilai perusahaan.

**Hipotesis pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.** Maug (1998); Cornett *et al.* (2007) menyatakan bahwa institusi mempengaruhi keputusan perusahaan dari ukuran kepemilikan saham yang mereka punya. Jika kepemilikan

institusional tinggi maka ada usaha untuk memantau manajemen, tetapi jika tidak investor institusi dapat dengan mudah mencairkan sahamnya jika perusahaan berkinerja buruk (Marcia *et al.*, 2007).

Dalam penelitiannya, Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi atau lembaga tertentu terbukti dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pernyataan ini sejalan dengan hasil penelitian Jensen dan Meckling (1976) terdapat pengaruh positif antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan (Chen, Blenman, dan Chen, 2008).

Penelitian Chen *et al.* (2008) menyatakan terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Investor institusi dapat memberikan kontribusi positif dalam memantau perilaku manajemen. Hipotesis ketiga yang dapat diuji pada penelitian ini adalah

**H<sub>3</sub>:** Terdapat pengaruh positif kepemilikan institusi terhadap nilai perusahaan.

**Hipotesis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.** Manajer yang juga sebagai pemegang saham akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, nilai kekayaannya sebagai pemegang saham individu juga akan meningkat pula (Rosdini, 2011).

Jensen dan Meckling, (1976) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer meminimalkan konflik agensi yang timbul dari pemisahan kepemilikan dan fungsi kontrol.

Kepemilikan manajerial merupakan persentase besarnya saham yang dimiliki oleh CEO, Direksi, dan Dewan Komisaris dalam suatu perusahaan. Penelitian mengenai kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan masih inkonsisten. Penelitian Weiyang dan Baofieng (2009) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan sedangkan penelitian Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Dari pernyataan Jensen dan Meckling (1976) dapat ditarik suatu hipotesis keempat yang akan diuji bahwa

**H<sub>4</sub>:** Terdapat pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

**Hipotesis pengaruh ukuran Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan.** Jensen (1993) menyatakan bahwa Dewan Komisaris bertugas memimpin dalam mekanisme sistem pengawasan / kontrol internal perusahaan. Ukuran Dewan Komisaris yang kecil lebih efektif dalam memonitor kinerja manajemen (Jensen, 1993). Ukuran Dewan Komisaris adalah banyaknya jumlah Dewan Komisaris yang diperlukan dalam rangka tugas mengawasi kinerja manajemen.

Penelitian mengenai pengaruh ukuran Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Abdullah *et al.* (2008); Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa ukuran Dewan Komisaris mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis kelima yang akan diuji adalah

**H<sub>5</sub>:** Terdapat pengaruh positif ukuran Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan.

**Hipotesis pengaruh proporsi anggota independen Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan.** Independensi Dewan Komisaris diperlukan dalam rangka menyeimbangkan kekuasaan, meningkatkan akuntabilitas, dan meningkatkan kapasitas dewan untuk mengambil keputusan secara independen. Menurut OECD (2008) anggota independen Dewan Komisaris dapat memberikan kontribusi terhadap pengambilan keputusan dewan.

Penelitian Abbasi *et al.* (2012); Dung To Thi (2011); Hou Ou-Yang (2008) menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang positif proporsi anggota independen Dewan Komisaris dengan nilai perusahaan. Konsisten dengan penelitian diatas, dapat ditarik hipotesis keenam yang akan diuji di penelitian ini adalah:

**H<sub>6</sub>:** Terdapat pengaruh positif proporsi anggota independen Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan.

**Hipotesis pengaruh jumlah rapat Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan.**

Terdapat implikasi penting yang dihasilkan dari setiap jumlah pertemuan yang dilakukan baik di internal Dewan Komisaris maupun rapat gabungan antara Direksi dan Dewan Komisaris. Jensen (1993) berpendapat bahwa dewan perusahaan yang berfungsi dengan baik harus relatif tidak aktif dan menunjukkan beberapa konflik bahwa seringkali pertemuan yang dilakukan akan menimbulkan biaya termasuk waktu, dan dukungan administratif tetapi dapat manfaat meningkatnya aktivitas dewan akan mencakup lebih banyak waktu untuk dewan dalam mengatur strategi dan memantau aktivitas manajemen.

Dari pernyataan tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa walaupun banyak jumlah rapat yang dilakukan oleh dewan mengakibatkan membengkaknya biaya namun manfaat meningkatnya aktivitas dewan akan mencakup lebih banyak waktu untuk dewan dalam mengatur strategi dan memantau aktivitas manajemen. Lebih lanjut Jensen (1993) menyatakan bahwa kunci penting Dewan Komisaris dalam melakukan pengawasan dan efektivitas terhadap manajemen adalah pada jumlah rapat yang telah mereka selenggarakan.

Beberapa penelitian seperti Dung To Thi (2011) menyatakan bahwa jumlah frekuensi rapat dewan tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap Tobin's q, penelitian Weiyang dan Baofieng (2009) melihat pengaruh jumlah frekuensi rapat dewan terhadap nilai perusahaan bisa positif atau negatif. Penelitian Ntim *et al.* (2011) menyatakan frekuensi rapat Dewan Komisaris berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Artinya bahwa setiap rapat yang dilaksanakan Dewan Komisaris terdapat implikasi penting terkait kebijakan dan peraturan perusahaan.

**H<sub>7</sub>:** Terdapat pengaruh positif jumlah rapat Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan.

## METODE

**Jenis Penelitian.** Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder berupa laporan tahunan (*annual report*) perusahaan BUMN Indonesia sebagai sampel untuk dilakukan pengolahan data dan menarik kesimpulan hasil penelitian.

**Populasi dan Sampel.** Populasi yang digunakan untuk menguji hipotesis satu a (H<sub>1a</sub>) adalah semua BUMN baik *listed* maupun *non listed* yang telah melakukan *assessment Corporate Governance* sesuai dengan Keputusan Sekretaris Kementerian Negara BUMN Nomor SK-16/S.MBU/2012 tanggal 6 Juni 2012. Dari hasil pengumpulan data diperoleh 8 BUMN *listed* dan 12 BUMN *non listed* yang dapat dijadikan sampel.

Populasi yang digunakan untuk menguji hipotesis satu b (H<sub>1b</sub>) adalah semua BUMN *listed* dan *non listed* yang telah mengeluarkan publikasi laporan tahunan perusahaan tahun 2012 berjumlah 18 BUMN *listed* dan 22 BUMN *non listed*. Populasi yang digunakan untuk menguji hipotesis kedua hingga ketujuh (H<sub>2</sub>-H<sub>7</sub>) adalah semua BUMN *listed* antara

tahun 2007-2012 yakni sebesar 101 sampel data perusahaan BUMN *listed*.

Pengambilan sampel disesuaikan dengan yang tertuang dalam kesimpulan Mater Plan BUMN 2005-2009 yakni penerapan *Good Corporate Governance* sebagai upaya restrukturisasi atau penyehatan BUMN untuk meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan. Sampel dipilih mulai tahun 2007 karena sesuai dengan data laporan tahunan yang tersedia di website perusahaan.

**Variabel Dependen.** Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan.. Nilai perusahaan terkait dengan kinerja saham perusahaan. Pernyataan ini didukung oleh Maksum (2005) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan di mata investor meningkat sebagai akibat dari meningkatnya kepercayaan mereka terhadap perusahaan. Nilai perusahaan terkait harga saham perusahaan di pasar, hutang perusahaan, serta aset perusahaan dapat diproksikan sebagai nilai Tobin's q.

Pengukuran nilai perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan indikator Tobin's q yang merupakan statistik yang berfungsi sebagai proksi untuk nilai perusahaan dari perspektif investor. Nilai q diperoleh dari rasio antara nilai pasar dari aset perusahaan dan nilai penggantian aset.

Pengukuran nilai perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan indikator Tobin's q yang merupakan statistik yang berfungsi sebagai proksi untuk nilai perusahaan dari perspektif investor. Nilai q diperoleh dari rasio antara nilai pasar dari aset perusahaan dan nilai penggantian aset dihitung sebagai berikut :

$$q = (MVS + D)/TA \dots \dots \dots (1)$$

Dimana :

MVS = *market value of all outstanding shares* (harga penutupan saham\* jumlah saham yang beredar)

D = debt = total liabilitas

TA = total asset

**Variabel Independen.** Variabel independen yang ditentukan penulis dalam penelitian ini adalah konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran Dewan Komisaris, proporsi anggota independen Dewan Komisaris, jumlah rapat Dewan Komisaris yang merupakan bagian dari struktur *Corporate Governance*.

Definisi dan Pengukuran:

a) Konsentrasi kepemilikan

Menurut Taman *et al.* (2011) konsentrasi kepemilikan menggambarkan bagaimana dan siapa saja yang memegang kendali atas keseluruhan atau sebagian besar atas kepemilikan perusahaan serta keseluruhan atau sebagian besar pemegang kendali atas aktivitas bisnis pada suatu perusahaan. Kepemilikan dikatakan lebih terkonsentrasi jika untuk mencapai kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan lebih sedikit investor. Adanya kontrol dalam suatu perusahaan yang dapat dipegang oleh semakin sedikit investor maka akan semakin mudah kontrol tersebut dijalankan (Taman, 2011).

*Pengukuran:* Konsentrasi kepemilikan merupakan persentase besarnya saham yang dimiliki pemegang saham diatas 5% terhadap pemegang saham seluruhnya (Santerre dan Neun, 1993; Hovey, 2002; Abbasi *et al.*, 2012).

b) Kepemilikan institusional

Menurut Murwaningsari (2009) institusi merupakan sebuah lembaga yang memiliki kepentingan besar terhadap perusahaan tempat institusi melakukan investasi sehingga



biasanya institusi menyerahkan tanggungjawab pada divisi tertentu untuk mengelola investasi perusahaan tersebut. Karena institusi memantau secara profesional perkembangan investasinya maka tingkat pengendalian terhadap tindakan manajemen sangat tinggi sehingga potensi kecurangan dapat ditekan. Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional maka dapat memantau tindakan manajemen sehingga operasional bisnis dapat berjalan transparan yang menghasilkan meningkatnya nilai perusahaan. Kepemilikan saham oleh institusi atau lembaga tertentu terbukti dapat meningkatkan nilai perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997).

*Pengukuran:* adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki institusi dalam perusahaan.

c) Kepemilikan manajerial

Manajer yang juga sebagai pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, nilai kekayaannya sebagai pemegang saham individu juga akan meningkat pula (Rosdini, 2011). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer meminimalkan konflik agensi yang timbul dari pemisahan kepemilikan dan fungsi kontrol.

*Pengukuran:* persentase besarnya saham yang dimiliki oleh manajemen (CEO, Direksi, dan Dewan Komisaris) dalam perusahaan.

d) Ukuran Dewan Komisaris

Dewan Komisaris menurut UU RI No.40 Tahun 2007 adalah Organ Perseroan yang bertugas melakukan pengawasan secara umum dan/atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada Direksi sedangkan ukuran Dewan Komisaris menurut undang - undang tersebut terdiri dari satu orang atau lebih. Setiap anggota Dewan Komisaris tidak dapat bertindak sendiri-sendiri dalam menjalankan tugas harus berdasarkan keputusan dewan. Untuk perusahaan dengan kepentingan menghimpun dana dari masyarakat dapat diusulkan Dewan Komisaris yang lebih banyak karena menyangkut kepentingan masyarakat. Jensen (1993) berpendapat bahwa ukuran Dewan Komisaris yang kecil lebih efektif dalam memonitor kinerja manajemen.

*Pengukuran:* adalah banyaknya jumlah Dewan Komisaris yang diperlukan dalam rangka tugas mengawasi kinerja manajemen.

e) Anggota independen Dewan Komisaris

Anggota Dewan Komisaris independen dapat memberikan kontribusi signifikan terhadap pengambilan keputusan dewan (OECD, 2008). Independensi dewan diperlukan untuk menyeimbangkan kekuasaan, meningkatkan akuntabilitas, dan mengambil keputusan secara independen. Dalam PER-01/MBU/2011 dinyatakan bahwa proporsi Dewan Komisaris, paling sedikit 20% merupakan anggota Dewan Komisaris Independen yang ditetapkan dalam keputusan pengangkatannya.

*Pengukuran:* persentase jumlah anggota independen Dewan Komisaris dalam perusahaan.

f) Rapat Dewan Komisaris.

Rapat Dewan Komisaris didefinisikan sebagai pertemuan yang dilakukan oleh para Dewan Komisaris untuk mengambil kebijakan strategis yang menyangkut operasional perusahaan. Jumlah rapat yang dilakukan oleh Dewan Komisaris selama satu tahun dapat memberikan manfaat meningkatnya aktivitas dewan akan mencakup lebih banyak waktu untuk dewan dalam mengatur strategi dan memantau aktivitas manajemen (Jensen, 1993). Dalam PER-01/MBU/2011 dinyatakan bahwa rapat Dewan Komisaris

harus diadakan secara berkala paling sedikit sekali dalam setiap bulannya.

*Pengukuran:* Jumlah rapat Dewan Komisaris merupakan jumlah rapat yang telah dilakukan baik internal Dewan Komisaris maupun rapat gabungan antara Dewan Komisaris dan Direksi yang tertuang dalam laporan tahunan perusahaan.

**Variabel Kontrol.** Dalam menguji model penelitian ini digunakan variabel kontrol. Variabel kontrol, yaitu variabel yang dimasukkan penelitian ke dalam penelitian untuk mengendalikan atau menghilangkan pengaruh tertentu pada model penelitian. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan/*firm size*.

Menurut Sembiring (2012) ukuran perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan bisnis dan berkompetisi dengan pesaing dengan memiliki aktiva yang lebih besar. Aktiva merupakan tolak ukur besaran atau skala perusahaan. Perusahaan yang besar mempunyai aktiva yang besar pula (Sembiring, 2012). Ukuran perusahaan diprosikan sebagai nilai aset perusahaan atau jumlah aktiva perusahaan yang dimiliki pada periode tertentu. Lang dan Stulz (1994) menyatakan bahwa tindakan manajemen secara langsung mempengaruhi nilai aset, dan konflik manajerial dapat dilihat sebagai aset tidak berwujud yang memiliki nilai negatif.

*Pengukuran :*

Ukuran perusahaan yang diukur dengan total aktiva akan ditransformasikan dalam logaritma natural untuk menggunakan nilai dengan variable lain karena total aktiva nilainya relative besar. Rumus yang digunakan yaitu

$$\text{Firmsize} = \ln \text{TotalAssets} \dots\dots\dots (2)$$

**Alat Analisis.** Dalam penelitian ini uji yang dilakukan adalah uji hipotesis. Uji pertama pada penelitian ini adalah uji beda satu sisi (*one sampel t-test one tailed*) yang dilakukan untuk mengetahui tingkat implementasi *Corporate Governance* dan rasio profitabilitas BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*.

Selanjutnya dapat dilakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan uji regresi berganda (*ordinary least square/OLS*) terhadap sampel BUMN *listed*. Pengujian hipotesis dilakukan untuk mengetahui pengaruh antara variabel-variabel yang akan diteliti yakni variabel independen berupa *Corporate Governance* (konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran Dewan Komisaris, proporsi anggota Dewan Komisaris independen, dan jumlah rapat Dewan Komisaris) dan variabel dependennya adalah nilai perusahaan yang diindikasikan dengan nilai Tobin's q.

**Model Penelitian.** Penelitian menggunakan uji regresi berganda dengan persamaan regresi pada pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah:

$$Q = + 1(OC)+ 2(IO)+ 3(MO)+ 4(BS)+ 5(PIC)+ 6(FM)+ 7(FS)+e \dots\dots\dots (3)$$

Dimana, Q = indikator Tobin's q; = konstanta; 1... 7 = koefisien regresi; OC = konsentrasi kepemilikan; IO = kepemilikan institusional; MO = kepemilikan manajerial; BS = ukuran Dewan Komisaris; PIC = proporsi Dewan Komisaris Independen; FM = frekuensi rapat Dewan Komisaris; FS = ukuran perusahaan; e = error.

**Penerimaan/ Penolakan Hipotesis.** Hipotesis merupakan dugaan atau pernyataan sementara yang diungkapkan dan merupakan jawaban dari sebuah permasalahan. Pernyataan tersebut diformulasikan dalam bentuk variabel agar bisa di uji secara empiris (Anonim, 2013).

Pada penelitian ini, uji hipotesis yang digunakan terdiri dari 2 macam yakni uji beda satu sisi (*one sample t-test one tailed*) dan uji hipotesis dengan menggunakan regresi berganda (*OLS/Ordinary Least Square*).

1. Uji beda satu sisi (*one sample t-test one tailed*). Uji beda t-test digunakan untuk menentukan apakah dua sampel yang tidak berhubungan memiliki nilai rata-rata yang berbeda (Ghozali, 2006). Terdapat dua jenis uji beda t-test yakni *two tailed* (jika hubungan kedua variabel belum diketahui) dan *one tailed* (jika hubungan kedua variabel sudah diketahui kecenderungannya berhubungan negatif atau positif).

Penerimaan/ penolakan hipotesis untuk uji satu sisi pihak kanan:

Jika  $t_{tabel} > t_{hitung}$  maka  $H_0$  diterima, dan  $H_a$  di tolak.

Jika  $t_{tabel} < t_{hitung}$  maka  $H_0$  ditolak, dan  $H_a$  diterima.

2. Uji Hipotesis. Uji hipotesis yang dilakukan dengan menggunakan regresi berganda dapat diukur dari *Goodness of fitnya* (Ghozali, 2006). Nilai *Goodness of Fit* dapat diketahui dari nilai koefisien determinasi, nilai statistik F dan nilai statistik t.

a. Koefisien determinasi. Koefisien determinasi ( $R^2$ ) untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan variabel dependennya. Koefisien determinasi merupakan salah satu cara untuk memilih model empirik. Nilai  $R^2$  kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen terbatas (Ghozali, 2006). Nilai koefisien determinasi antara nol dan satu.

b. Uji F. Uji F menunjukkan apakah semua variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependennya. Apabila besar nilai F lebih besar dari 4 dan signifikansi  $< 0,05$  maka dikatakan  $H_0$  ditolak, yakni terdapat pengaruh secara signifikan semua variabel independen terhadap variabel dependennya.

c. Uji t. Uji statistik t menunjukkan pengaruh masing - masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Apabila nilai t lebih besar dari 2 (dalam nilai absolut) dan signifikansi  $< 0,05$  maka dikatakan  $H_0$  ditolak, yakni terdapat pengaruh secara signifikan satu variabel independen terhadap variabel dependennya.

3. Statistik Deskriptif. Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan nilai perusahaan dan struktur *Corporate Governance*. Alat analisis yang digunakan untuk mendeskripsikan variabel - variabel tersebut adalah rata - rata (*mean*), maksimum, dan minimum.

4. Uji Normalitas. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, data variabel pengganggu atau residual berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas yang digunakan adalah uji statistik non-parametrik *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*. Jika pada uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* nilai Asymp. Sig. (2-tailed) lebih dari 0,05 maka data berdistribusi normal (Ghozali, 2006). Hal ini dapat disimpulkan bahwa dalam setelah ditambahkan variabel residual atau pengganggu maka data menjadi terdistribusi secara normal.

5. Uji Autokorelasi. Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode sebelumnya (t-1) (Ghozali, 2006). Uji autokorelasi yang digunakan adalah uji Durbin Watson. Pengambilan keputusan ada atau tidak adanya korelasi yakni dengan melihat nilai Durbin Watson sebagai berikut: (a) Jika  $0 < d < dl$  maka  $H_0$  ditolak, artinya tidak ada autokorelasi positif. (b) Jika  $dl < d < du$  maka tidak ada

keputusan, artinya tidak ada autokorelasi positif. (c) Jika  $4-dl < d < 4$  maka  $H_0$  ditolak, artinya tidak ada autokorelasi negatif. (d) Jika  $4-du \geq d \geq 4-dl$  maka tidak ada keputusan, artinya tidak ada autokorelasi negatif. (e) Jika  $du \geq d \geq 4-du$  maka  $H_0$  diterima, artinya tidak ada autokorelasi positif atau negatif.

6. Uji Multikolinieritas. Uji multikolinieritas digunakan untuk mengetahui apakah terjadi korelasi antara variabel independen yang dimasukkan dalam model. Untuk mendeteksi apakah model regresi linier mengalami multikolinieritas dapat diperiksa menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk masing-masing variabel dan nilai toleransi. Nilai toleransi  $< 0,1$  atau VIF  $> 10$  maka dikatakan bahwa data menunjukkan gejala multikolinieritas (Ghozali, 2006).

7. Uji Heteroskedastisitas. Uji Heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual pengamatan satu ke yang lain. Model regresi yang baik atau tidak terjadi heteroskedastisitas jika pola data menyebar atau tidak ada pola linier. Menurut Ghozali (2006) uji heteroskedastisitas dapat juga dilakukan dengan meregresikan variabel independen dengan residual hasil regresi. Kriteria model tidak ada permasalahan terhadap gejala heteroskedastisitas terlihat jika nilai signifikansi lebih dari 0,05 (Ghozali, 2006).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji regresi berganda pada penelitian ini digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen *Corporate Governance* (konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran Dewan Komisaris, proporsi anggota independen Dewan Komisaris, jumlah rapat Dewan Komisaris) terhadap variabel dependen nilai perusahaan (Tobin's q) dengan variabel kontrol ukuran perusahaan. Analisis regresi menghasilkan hubungan sebab akibat antar variabel tersebut.

Pada penelitian ini diperoleh model persamaan regresi adalah sebagai berikut:  
 $Q = 13,256 - 0,050(OC) - 0,013(IO) - 0,052(MO) + 0,223(BS) - 1,069(PIC) + 0,020(FM) - 0,304(FS)$

Uji beda satu sisi (*one sample t-test one tailed*) digunakan untuk mengetahui apakah rata - rata implementasi *Corporate Governance* BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*. Hasil pengolahan data uji *one sample t-test* seperti tabel dibawah.

Tabel 1. One-Sample Test

	Test Value = 84.85					
	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CG_listed	3.13	7	0.02	5.06	1.24	8.87

Dari Tabel 1 terlihat hasil bahwa t hitung adalah sebesar 3.13 lebih besar daripada t Tabel (1,895 df=7) maka disimpulkan bahwa implementasi *Corporate Governance* di BUMN *listed* lebih baik daripada *nonlisted*. Hasil tersebut menjawab terhadap hipotesis satu a yakni **H<sub>1a</sub> diterima**. Implementasi *Corporate Governance* yang lebih baik di

BUMN *listed* ditunjukkan dengan hasil pelaporan *Corporate Governance* yang tertulis dalam laporan tahunan perusahaan lebih lengkap dan sesuai dengan prosedur penilaian *Corporate Governance* yang dikeluarkan Kementerian BUMN melalui Keputusan Sekretaris Kementerian Negara BUMN Nomor SK-16/S.MBU/2012 tanggal 6 Juni 2012 tersebut. Hal ini berarti bahwa pengelolaan perusahaan BUMN *listed* lebih transparan karena dimiliki oleh publik sehingga lebih mudah diawasi. (Abubakar, 2010).

Langkah selanjutnya menguji apakah kinerja BUMN *listed* juga lebih baik daripada *non listed*.

Tabel 2. One-Sample Test

	Test Value = 11.34					
	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
OPM_listed	2.290	17	.035	11.18333	.8791	21.4875

Dari Tabel t hitung adalah sebesar 2,29 lebih besar daripada t tabel (1,74 df=17) maka disimpulkan bahwa marjin laba operasi BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*. Hasil tersebut menjawab terhadap hipotesis satu b yakni **H<sub>1b</sub> diterima**. Adanya perbedaan rasio profitabilitas antara kedua jenis BUMN tersebut menggambarkan bahwa tingkat kemampuan BUMN *listed* dalam mengelola perusahaannya lebih baik daripada *non listed*. Dengan tingkat rasio profitabilitas BUMN *listed* maka diindikasikan nilai perusahaan BUMN *listed* juga lebih baik.

Uji F digunakan untuk menguji apakah variabel independen (konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran Dewan Komisaris, proporsi anggota independen Dewan Komisaris, jumlah rapat Dewan Komisaris, dan variabel kontrol ukuran perusahaan) secara bersama – sama (simultan) berpengaruh terhadap variabel terikat nilai perusahaan.

Hasil perhitungan uji F dengan menggunakan SPSS.v18 seperti tabel dibawah.

Tabel 3. Uji F

	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
	Regression	38.620	7	5.517	5.056	.000
1	Residual	101.486	93	1.091		
	Total	140.105	100			

Tabel di atas menunjukkan hasil Uji F sebesar 5,056 (>4,00) dengan tingkat signifikansi 0,000 (< 0,05) maka variabel independen *Corporate Governance* secara bersama- sama (simultan) berpengaruh terhadap variabel terikat nilai perusahaan.

Uji t digunakan untuk menguji apakah masing – masing variabel independen konsentrasi kepemilikan (OC), kepemilikan institusional (IO), kepemilikan manajerial (MO), ukuran Dewan Komisaris (BS), proporsi anggota independen Dewan Komisaris (PIC), jumlah rapat Dewan Komisaris (FM), dan variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh terhadap variabel terikat nilai perusahaan.

Hasil perhitungan uji t dengan menggunakan SPSS.v18 seperti Tabel 4.

Tabel 4. Uji t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	13.256	2.645		5.011	.000
BS	.223	.166	.172	1.343	.182
PIC	-1.069	.897	-.121	-1.191	.237
1 MO	-.052	.031	-.171	-1.685	<b>.095*</b>
IO	-.013	.011	-.113	-1.213	.228
OC	-.050	.010	-.508	-5.021	<b>.000***</b>
FM	.020	.010	.182	1.953	<b>.054*</b>
FS	-.304	.090	-.453	-3.387	<b>.001***</b>

*Predictor:* BS,PIC, MO, IO, OC, FM, FS

*Var dependen:* Q

Sumber: data diolah (2013).

Keterangan : \* sig. pada nilai 10% (p<0,1)

\*\* sig. pada nilai 5% (p<0,05)

\*\*\* sig. pada nilai 10% (p<0,01)

Dari hasil pengujian hipotesis, diperoleh hasil bahwa konsentrasi kepemilikan ( $\beta = -0,050$  dan sig = 0,000) berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, jumlah rapat Dewan Komisaris ( $\beta = 0,020$  dan sig = 0,054) berpengaruh positif signifikan (p<0,1) terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial ( $\beta = -0,052$  dan sig = 0,095) berpengaruh negatif signifikan (p<0,1) dan ukuran perusahaan ( $\beta = -0,304$  dan sig = 0,000) berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan kepemilikan institusional ( $\beta = -0,013$  dan sig = 0,228) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, ukuran Dewan Komisaris ( $\beta = 0,223$  dan sig = 0,182), dan proporsi anggota independen Dewan Komisaris ( $\beta = -1,069$  dan sig = 0,237) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dari hasil penelitian dapat dilihat bahwa *Corporate Governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur *Corporate Governance* yang mempengaruhi nilai perusahaan dalam penelitian ini adalah konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial dan jumlah rapat Dewan Komisaris serta variabel kontrol ukuran perusahaan.

Uji signifikansi masing – masing variabel diuraikan sebagai berikut:

- 1) Konsentrasi kepemilikan. Nilai signifikansi konsentrasi kepemilikan adalah 0,000 dengan nilai  $\beta = -0,050$  (bertanda negatif) maka hipotesis terdapat pengaruh positif konsentrasi kepemilikan terhadap nilai perusahaan ditolak.

Konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada tingkat *p value 1 per cent* (p<0,01). Hasil ini konsisten dengan penelitian Wu (2009) dan Abbasi, *et al.* (2012) namun arahnya berkebalikan. Sesuai dengan UU RI No.19 Tahun 2003 tentang BUMN dinyatakan bahwa kepemilikan saham BUMN oleh pemerintah 51% keatas. Sesuai dengan kepemilikan sahamnya, Pemerintah mempunyai kewajiban untuk memantau kinerja manajemen BUMN Indonesia.

Satu contoh kebijakan pemerintah yang dinilai berdampak pada menurunnya nilai

perusahaan BUMN pada awal pelaksanaan kebijakan yakni kebijakan privatisasi BUMN. Kebijakan mengenai privatisasi dinilai belum lengkap dasar hukumnya mengenai operasionalisasi kebijakan privatisasi BUMN (Patriadi, 2004) sehingga dalam pelaksanaannya pada awal adanya pelaksanaan privatisasi BUMN disinyalir banyak terdapat hambatan.

Menurut Purwoko (2002) hambatan privatisasi tersebut antara lain terbatasnya jumlah investor yang tertarik untuk menanamkan modalnya di BUMN Indonesia; rendahnya minat investor karena ketidakkonsistenan peraturan yang berkaitan dengan penanaman modal; kurangnya transparansi pemerintah dalam membuat keputusan yang berkaitan dengan privatisasi; kurangnya sosialisasi kepada pihak-pihak yang terkait dengan BUMN yang akan diprivatisasi.

Patriadi (2004) menyimpulkan bahwa kegagalan privatisasi BUMN disebabkan karena adanya konflik kepentingan pemerintah sebagai pemegang saham mayoritas dan juga sebagai regulator yang sering memberikan proteksi berlebihan terhadap BUMN.

2) Kepemilikan institusional. Nilai signifikansi kepemilikan institusional adalah 0,228 dengan nilai  $t = -0,013$  (bertanda negatif) maka hipotesis terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan ditolak.

Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Menurut Cornett, *et al.* (2007) tujuan investor institusi adalah untuk memaksimalkan keuntungan jangka pendek dan menjadi likuiditas kepemilikannya. Investor institusi juga mempengaruhi keputusan perusahaan tergantung dari besarnya persentase kepemilikan sahamnya di perusahaan (Maug, 1998; Cornett *et al.*, 2007) Menurut Cornett, *et al.* (2007) jika kepemilikan institusional tinggi maka ada usaha untuk memantau manajemen. Dari data pengamatan diperoleh bahwa kepemilikan saham BUMN oleh institusi sangat kecil dibawah 5%, oleh karena kepemilikannya yang sangat kecil maka kepemilikan oleh institusi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan BUMN.

3) Kepemilikan manajerial. Nilai signifikansi kepemilikan manajerial adalah 0,095 dengan nilai  $t = -0,052$  (bertanda negatif) maka hipotesis terdapat pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil regresi kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pada tingkat *p value 10 per cent* ( $p < 0,1$ ). Sesuai dengan teori Jensen dan Meckling (1976) bahwa biaya agensi akan mengalami penurunan jika kepemilikan manajerial bertambah. Dalam hal ini manajemen akan cenderung mempunyai motivasi untuk menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan manajemen (Saputra, 2010). Hasil penelitian ini mendukung penelitian Saputra (2010); Siallagan dan Machfoedz (2006) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Adanya kepemilikan manajerial maka manajemen cenderung mempunyai motivasi untuk menggunakan aset perusahaan BUMN yang mereka pimpin untuk kepentingan manajemen. Hal ini didukung oleh Patriadi (2004) yang menyatakan bahwa terdapat konflik kepentingan di tubuh manajemen BUMN yang disinyalir memberikan jasa karena memperoleh posisi di BUMN yang bersangkutan. Dari pernyataan diatas dapat disimpulkan bahwa praktik seperti ini berdampak pada menurunnya nilai perusahaan.

4) Ukuran Dewan Komisaris. Nilai signifikansi ukuran Dewan Komisaris adalah 0,182 dengan nilai  $t = 0,223$  (bertanda positif) maka hipotesis terdapat pengaruh positif ukuran Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan ditolak.

Ukuran Dewan Komisaris tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sesuai

dengan PER-01/MBU/2011 dinyatakan bahwa komposisi Dewan Komisaris bagi BUMN tertentu mengikuti bidang usaha atau regulasi di pasar modal. Anggota Dewan Komisaris bisa berjumlah lebih banyak atau lebih sedikit sesuai dengan bidang usaha BUMN tersebut. Dengan demikian komposisi Dewan Komisaris tidak memiliki ketentuan jumlah khusus yang harus dimiliki oleh BUMN

Sebagai contoh sesuai pengamatan data oleh penulis bahwa anggota Dewan Komisaris untuk BUMN yang beroperasi di bidang finansial berjumlah lebih banyak, hal ini sesuai dengan UU No.19 Tahun 2003 tentang BUMN bahwa komposisi Dewan Komisaris harus ditetapkan sedemikian rupa sehingga memungkinkan pengambilan keputusan dapat dilakukan secara efektif, tepat dan cepat, serta dapat bertindak secara independen. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada ukuran khusus mengenai jumlah Dewan Komisaris yang ada di BUMN. Komposisi Dewan Komisaris disesuaikan sehingga dapat mengambil keputusan secara tepat, cepat, dan efisien untuk tujuan meningkatkan nilai perusahaan.

5) Proporsi anggota independen Dewan Komisaris. Nilai signifikansi proporsi anggota independen Dewan Komisaris adalah 0,237 dengan nilai  $t = -1,069$  (bertanda negatif) maka hipotesis terdapat pengaruh positif proporsi anggota independen Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan ditolak.

Saat ini pemerintah sebagai satu-satunya pihak yang berhak mengangkat dan memberhentikan anggota Dewan Komisaris. Hal ini memberikan pemerintah peran yang sangat dominan terhadap BUMN (Kamal, 2013). Menurut Kamal (2013) adanya peran yang sangat dominan dari Pemerintah terhadap BUMN maka sangat mungkin terjadi konflik keagenan yang menyatakan bahwa Dewan Komisaris yang merupakan wakil pemerintah (*agent*) tidak sama bahkan bertentangan dengan kepentingan publik (*principal*) oleh karena itu perlu adanya Dewan Komisaris Independen yang diangkat dengan kriteria tidak memiliki hubungan kepentingan apapun dengan manajemen ataupun pemegang saham terbesar yakni pemerintah.

Proporsi anggota independen Dewan Komisaris tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dalam PER-01/MBU/2011 dinyatakan bahwa dalam komposisi anggota Dewan Komisaris paling sedikit 20% adalah komisaris independen. Independensi dewan diperlukan dalam rangka menyeimbangkan kekuasaan, meningkatkan akuntabilitas, dan meningkatkan kapasitas dewan untuk mengambil keputusan secara independen. Menurut OECD (2008) anggota dewan independen dapat memberikan kontribusi signifikan terhadap pengambilan keputusan dewan. Pemilihan komisaris independen sangat disayangkan jika hanya sebagai pemenuhan kewajiban terhadap peraturan dan proses basa basi tidak sesuai dengan kompetensi yang dibutuhkan (Muntoro, 2007).

Di BUMN *listed*, proporsi anggota independen Dewan Komisaris sudah melebihi 20%, oleh karena itu jumlah anggota independen Dewan Komisaris yang ditunjuk oleh Kementerian BUMN sudah sesuai dengan peraturan PER-01/MBU/2011. Karena sudah sesuai, maka proporsi anggota independen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal yang perlu diperhatikan adalah bahwa pemilihan anggota independen harus mempunyai kualifikasi *skill*, pengalaman, dan karakteristik personal (OECD, 2013).

6) Jumlah rapat Dewan Komisaris. Nilai signifikansi jumlah rapat Dewan Komisaris adalah 0,054 dengan nilai  $t = 0,02$  (bertanda positif) maka hipotesis terdapat pengaruh positif jumlah rapat Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan diterima.

Jumlah rapat Dewan Komisaris berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat  $p$  value 10 per cent ( $p < 0,1$ ) terhadap nilai perusahaan. Sesuai dengan PER-01/MBU/2011,



rapat Dewan Komisaris merupakan wadah bagi anggota Dewan Komisaris untuk memberikan ide dan pendapat - pendapat yang berkembang mengenai kebijakan strategis perusahaan. Rapat Dewan Komisaris diselenggarakan minimal 1 bulan sekali. Dari hasil penelitian dilihat bahwa semua BUMN telah melakukan rapat Dewan Komisaris lebih dari 1 kali dalam sebulan. Hal ini menunjukkan BUMN telah *comply* terhadap Peraturan Menteri BUMN tersebut.

Menurut Muntoro (2007) kunci dari tugas Dewan Komisaris adalah pelaksanaan rapat - rapat tersebut. Hasil keputusan rapat Dewan Komisaris bertujuan untuk memberikan solusi atas permasalahan - permasalahan strategis perusahaan dengan tujuan akhir meningkatkan nilai perusahaan tersebut. Hal ini berarti semakin banyak rapat yang diselenggarakan oleh Dewan Komisaris maka banyak pula kebijakan strategis yang dihasilkan yang tujuannya meningkatkan nilai perusahaan BUMN.

7) Ukuran perusahaan. Nilai signifikansi ukuran perusahaan 0.000 dengan nilai  $t = -0.304$  (bertanda negatif) maka hipotesis terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan ditolak.

Ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pada tingkat *p value 1 per cent* ( $p < 0,01$ ). Hasil penelitian ini mendukung penelitian Abbasi *et al.* (2012). Smith dan Watts (1992) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan fungsi peluang untuk berinvestasi dalam suatu perusahaan. Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki aset besar menunjukkan perusahaan yang berkembang sehingga investor akan merespon positif. Hasil penelitian menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan di BUMN. Nilai perusahaan diprosikan sebagai nilai Tobin's *q* yang merupakan rasio nilai pasar (harga saham) terhadap total asset. Hal ini berarti semakin tinggi nilai ukuran perusahaan maka nilai perusahaan makin kecil ( nilai *q* kecil).

## PENUTUP

**Simpulan.** Penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan rata - rata tingkat implementasi *Corporate Governance* dan rasio profitabilitas BUMN *listed* dan *non listed* sehingga diperoleh hasil bahwa implementasi *Corporate Governance* dan rasio profitabilitas BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*, serta menguji apakah praktik *Corporate Governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dari hasil penelitian diperoleh hasil bahwa: (1) Implementasi *Corporate Governance* BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*; (2) Rasio profitabilitas (margin laba operasi) BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed*; (3) *Corporate Governance* (konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran Dewan Komisaris, proporsi anggota independen Dewan Komisaris, jumlah rapat Dewan Komisaris) dan variabel control ukuran perusahaan secara bersama - sama (simultan) berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's *q*; (4) Konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan; (5) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan; (6) Jumlah rapat Dewan Komisaris berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; (7) Ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan .

**Saran.** Berdasarkan hasil penelitian, disampaikan beberapa saran yang bisa ditulis adalah sebagai berikut: (1) Hasil penelitian menunjukkan bahwa praktik *Corporate Governance*

di BUMN dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Praktik *Corporate Governance* di BUMN *listed* lebih baik daripada *non listed* karena BUMN *listed* dimiliki oleh publik maka diperlukan pengelolaan perusahaan secara transparan dan mudah diawasi oleh para pemegang saham. Hal ini juga dapat dilakukan oleh BUMN *non listed* untuk menjaga konsistensi terhadap pelaksanaan praktik *Corporate Governance* di BUMN Indonesia agar nilai perusahaan BUMN Indonesia terus meningkat. Dengan demikian hal terbaik yang dapat dilakukan adalah dengan terus meningkatkan implementasi *Corporate Governance* yang baik dan meningkatkan spirit Go Publik yang lebih transparan, akuntabel, dan *fairness*. (2) Dari hasil penelitian jumlah rapat Dewan Komisaris berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan BUMN. Hal ini berarti bahwa rapat yang diselenggarakan Dewan Komisaris BUMN membawa hasil yang baik, oleh karena itu perlu adanya konsistensi pertemuan oleh manajemen dan Dewan Komisaris sehingga diperoleh keputusan atas kebijakan strategis yang berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan BUMN.

**Keterbatasan Penelitian.** Beberapa keterbatasan penelitian ini yang bisa disampaikan adalah: (1) Variabel *Corporate Governance* yang digunakan terbatas pada kepemilikan saham dan Dewan Komisaris sebagai dewan pengawas. Untuk penelitian selanjutnya dapat ditambahkan variabel direksi sebagai wakil dari manajemen sehingga dapat diperoleh hasil yang lebih komprehensif. (2) Hasil penelitian menunjukkan nilai *R square* 0,276. Hal ini dapat diartikan bahwa hanya sebanyak 27,6% variabel dependen nilai perusahaan BUMN dapat dijelaskan oleh variabel independennya (konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran Dewan Komisaris, proporsi anggota independen Dewan Komisaris, dan jumlah rapat Dewan Komisaris). Nilai *R square* bisa menjadi lebih besar apabila ditambahkan variabel independen lain sehingga diperoleh persentase lebih besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen nilai perusahaan BUMN.

**Implikasi Hasil Penelitian.** (1) **Implikasi Teoritis.** Hasil penelitian berguna untuk memberikan sumbangan pemahaman mengenai pentingnya menerapkan *Corporate Governance* dalam mengelola BUMN di Indonesia. Hasil penelitian ini mendukung dan memberikan bukti bahwa variabel *Corporate Governance* (konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran Dewan Komisaris, proporsi anggota independen Dewan Komisaris, jumlah rapat Dewan Komisaris) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. (2) **Implikasi Manajerial.** Dengan penerapan *Corporate Governance* yang baik diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat menarik minat investor untuk menyimpan dananya di BUMN Indonesia. Dengan banyaknya minat investor untuk memasuki BUMN Indonesia maka kinerja BUMN dianggap berhasil sehingga tetap dapat menjaga kelangsungan hidup perusahaan dan perkembangan berkelanjutan (*sustainability development*). Selain itu, dalam memperkuat pelaksanaan implementasi *Corporate Governance* dapat dikeluarkan kebijakan –kebijakan mengenai pelaksanaan *Corporate Governance* yang lebih mendalam.

## **DAFTAR RUJUKAN**

Abbasi, M., E. Kalantari, H. Abbasi. (2012) Impact of Corporate Governance Mechanisms

- on Firm Value, Evidence from the Food Industry of Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2 (5): 4712-4721.
- Abdullah, M.S, Phd., S.Z.A, Shah, Phd., A. Hassan. (2008) Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Firms: Evidence from Pakistan. *The Business Review, Cambridge 11 (2): 282-289.*
- Abubakar, M. (2010) *Seminar Nasional "Mapping Anatomi BUMN Menuju World Class Company*. Jakarta: Hotel Aryaduta Jakarta.
- Ammann, M., D. Oeschab, M.M. Schmid. (2010) *Corporate Governance and Firm Value: International Evidence*. Germany: University of Mannheim.(<http://ssrn.com/abstract=1692222>)
- Brigham, E.F., Philip, R.D. (2004) *Intermediate Financial Management 8<sup>th</sup> Edition*. South Western: Thomson.
- CGPI. (2006). *Mewujudkan GCG Sebagai sebuah Sistem*. Laporan Corporate Governance Perception Index 2005. Jakarta: IICG.
- CGPI. (2009). *Good Corporate Governance Dalam Perspektif Manajemen Strategik*. Laporan Corporate Governance Perception Index 2008. Jakarta: IICG.
- CGPI. (2012). *Good Corporate Governance dalam Persepsi Resiko*. Laporan Corporate Governance Perception Index 2011. Jakarta: IICG.
- Chen, J., L. Blenman, D.H.Chen. (2008). Does Institutional Ownership Create Values?The New Zealand Case. *Quarterly Journal of Finance and Accounting* 47 (4): 109-124.
- Chung, K.H., S.W. Pruitt. (1994) "A Simple Approximation of Tobin's q", *Financial Management*, 23 (3): 70-74.  
([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=957032](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=957032))
- Cornett, M.M., A.J. Marcus, A. Saunders, H. Tehranian. (2007) "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance". *Journal of Banking & Finance* 31: 1771-1794. ([www.elsevier.com/locate/jbf](http://www.elsevier.com/locate/jbf))
- FCGI. (2001) *Corporate Governance*. Jakarta : Publikasi FCGI.
- Ghozali, Imam. (2006) *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: BP Universitas Diponegoro.
- Herawaty, Vinola. (2008) "Peran Praktek Corporate Governance Sebagai Moderating Variable dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai preusan". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 10 (2): 97-108.
- Hovey, Martin. (2002) *Corporate Governance, Valuation and Ownership In China: An Empirical Study of Listed Firms*. Australia: School of Accounting & Finance Griffith University.
- Javed, A.Y., R.Iqbal. (2007) The Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange. *PIDE Working Papers* 14.
- Jensen, M.C., W.H. Meckling. (1976) "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. 3 (4): 305-360.
- Jensen, M.C. (1993) "The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control System". *Journal of Finance*: 831-880.  
(<http://papers.ssrn.com/abstract=93988>).
- Kaihatu, T.S. (2006) "Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 8 (1): 1-9. (<http://www.petra.ac.id/~puslit/journals/dir.php?DepartmentID=MAN>)
- Kamal, Miko. 04 September (2013) *Memperkenalkan Konsep Co-determination*. <http://www.hukumonline.com/printedoc/lt5226ec0114c9b>

- Keputusan Menteri Koordinator Ekonomi, Keuangan Dan Industri Nomor KEP-10/M EKUIN/08/1999 Tanggal 19 Agustus 1999 Tentang Pembentukan Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG).
- Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor KEP-117/M-MBU/2002 tanggal 31 Juli 2002 tentang Penerapan Praktek *Good Corporate Governance* Pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN).
- Keputusan Sekretaris Kementrian Badan Usaha Milik Negara Nomor SK-16/S.MBU/2012 tanggal 6 Juni 2012 Tentang Indikator/Parameter Penilaian dan Evaluasi Atas Penerapan Tata Kelola Perusahaan Yang Baik (*Good Corporate Governance*) Pada Badan Usaha Milik Negara.  
[www.bumn.go.id/wp-content/uploads/2012/.../SK16SMBU2012.PDF](http://www.bumn.go.id/wp-content/uploads/2012/.../SK16SMBU2012.PDF)
- Kim, K.A., P.K. Chatjuthamard, J.R. Nofsinger. (2007) "Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe". *Journal of Corporate Finance* 13: 859–880.  
([www.elsevier.com/locate/jcorpfin](http://www.elsevier.com/locate/jcorpfin))
- Kumar, Jayesh. (2004) "Does Corporate Governance Influence Firm Value? Evidence from Indian Firms". *The Journal of Entrepreneurial Finance & Business Ventures* 9 (2): 61-91. <http://ssrn.com/abstract=501802> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.501802>
- Kusumastuti,S., Supatmi, P. Sastra. Pengaruh *Board Diversity* Terhadap Nilai Perusahaan dalam Perspektif *Corporate Governance*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 9 (2): 88 – 98.
- Lang, L.H.P. dan R.M. Stulz. (1994) Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance. *Journal of Political Economy* 102 (6):1248-1280.
- Mahendra DJ, Alfredo. (2011) Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen Sebagai Sebagai Variabel Moderating) Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Thesis*. Denpasar : Universitas Udayana.
- Maksum, Azhar. (2005) *njauan Atas Good Corporate Governance di Indonesia. Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar Tetap Universitas Sumatra Utara*. Medan: Universitas Sumatra Utara.
- Ma, S., G. Tian. (2009) Board Composition, Board Activity and Ownership Concentration, the Impact on Firm Performance. *Asian Finance*: 1-51.
- Maug, E. (1998) "Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?" *Journal of Finance* 53: 65–98.
- McColgan, P. (2001) Agency Theory and Corporate Governance: A Review of The Literature From a UK Perspective. *Working paper*. Glasgow: University of Strathclyde.
- Muntoro, R.K. (2007) Membangun Dewan Komisaris yang Efektif. *Artikel*. Manajemen Usahawan Indonesia 36 (11): 9-14.
- Murwaningsari. (2009) "Hubungan Corporate Governance, Corporate Social Responsibilities dan Corporate Financial Performance dalam Satu Continuum". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 11 (1): 30-41.
- Nam, S.W., I.C. Nam. (2004) *Corporate Governance in Asia (Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand)*. Asian Development Bank Institute.
- Nous. (2003) *Understanding Board Rules In Governance*. The Nous Group.
- Ntim, C.G., Osei K.A. (2011) The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa. *African Review of Economics and Finance* 2(2): 83-103.
- OECD. (2004) *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications

- Service.
- OECD. (2008) *OECD Principles of Corporate Governance: Boardroom Perspective*. Paris: OECD Publications Service.
- OECD. (2013) *Boards of Directors of State-Owned Enterprises: An Overview of National Practices*. Paris: OECD Publications Service.
- Oesh, D. (2011) *International Corporate Governance and Firm Value. Dissertation*. Balgach: St. Gallen.
- Ou-Yang, H. (2008) An Empirical Analysis of the Effect Components of the Corporate Governance Index on Firm Value: Evidence from Taiwan's Financial Industry. *The Business Review, Cambridge 10 (1)*: 119-128.
- Pacheco de Alemida, Hawk. Yeung. (2008) Speed and Tobin's q. *Article Management Science*.
- Pasaribu, C (Analyst Equity Research PT Danareksa Sekuritas). (2010) Seminar Nasional "Mapping Anatomi BUMN Menuju World Class Company. Jakarta: Hotel Aryaduta Jakarta.
- Patriadi, P. (2004) Segi Hukum Bisnis dalam Kebijakan Privatisasi BUMN Melalui Penjualan Saham di Pasar Modal Indonesia. *Kajian Ekonomi dan Keuangan 8 (1)*: 32-75
- Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara Nomor PER-01 /MBU/2011 tanggal 1 Agustus 2011 tentang Penerapan Tata Kelola Perusahaan Yang Baik (*Good Corporate Governance*) Pada Badan Usaha Milik Negara.
- Purwoko, (2002) Model Privatisasi BUMN Yang Mendatangkan Manfaat Bagi Pemerintah Dan Masyarakat Indonesia. *Jurnal Kajian Ekonomi dan Keuangan 6 (1)*: 1-21.
- Rahadian, A.H., (2009) Memahami Konsep Tata Kelola Perusahaan Yang Sehat (*Good Corporate Governance*). *Jurnal Sekolah Tinggi Ilmu Administrasi Mandala Indonesia 8 (15)* : 75-90.
- Retno, R.D., Denies P, (2012) "Pengaruh *Good Corporate Governance* dan Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2007 - 2010)". *Jurnal Nominal I(1)*: 84-103.
- Roodposhti, F.R., S. A. N. Chashmi. (2010) *The Effect of Board Composition and Ownership Concentration on Earnings Management: Evidence from Iran*. Iran: World Academy of Science, Engineering and Technology.
- Rosdini, D. (2011) The Influence of Investment Opportunity Set and Corporate Governance to Earnings Quality and Firm Value. *World Business and Economics research Conference*.
- Ruan, W., G.G Tian, S. Ma. (2009) *Managerial ownership, capital structure and firm value. Research Online 7 (2)*: 71-82.
- Salinan Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara Nomor PER-01/MBU/2011 tanggal 1 Agustus 2011 tentang Penerapan Tata Kelola Perusahaan Yang Baik (*Good Corporate Governance*) Pada Badan Usaha Milik Negara.
- Salvatore, D. (1989) *Schaum's Outline Theory and Problems of Managerial Economics*. Amerika: McGraw Hill.
- Santerre, R.E., S. P. Neun. (1993) Corporate Control and Performance in the 1930s. *Economic Inquiry 31(3)*: 466-480.
- Saputra, M. (2010) Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Nilai Perusahaan Di Bursa Efek Indonesia Jakarta. *Journal of Indonesian Applied Economics 4 (1)*: 81-92.

- Sekaran, U., R. Bougie. (2009) *Research Methods for Business: A Skill Building Approach 5<sup>th</sup> editon*. John Wiley & Sons Ltd.
- Sembiring, S.A. (2012) “Pengaruh Klasifikasi Industri dan Ukuran Perusahaan Terhadap Risiko Bisnis Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal Manajemen* 1(1): 1-6.
- Shleifer, A., Vishny, R., (1997) “A survey of Corporate Governance”. *Journal of Financial Economics*, 52: 737–783.
- Siallagan, H., M. Machfoedz. (2006). Mekanisme *Corporate Governance*, Kualitas Laba, dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi 9*. Padang, 23-29 Agustus 2006.
- Sudiyatno, B., E. Puspitasari. (2010). “Tobin's q dan Altman Z-Score Sebagai Indikator Pengukuran Kinerja Perusahaan”. *Jurnal Kajian Akuntansi* 2 (1): 10-19.
- Sujoko., Ugy S. (2007) “Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi empirik pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta)”. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 9 (1): 41-48.
- Surat Edaran Nomor SE - 14 /MBU/2010 tanggal 11 November 2010.
- Taman, A., B.A. Nugroho. (2011) “Determinan Kualitas Implementasi *Corporate Governance* Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indoensia (BEI) Periode 2004-2008”. *Jurnal Pendidikan Akuntansi Indonesia*, IX (1) : 1 – 23.
- Thi, D.T. (2011) *Corporate Governance – Empirical Research on Board Size, Board Composition, Board Activity, Ownership Concentration and Their Effects on Performance Of Vietnamese Listed Companies. Master Thesis in Business Administration University of Boras*, 2-49.
- Tricker, R.I. (1994) *International Corporate Governance: Text, Readings, and Cases*. Singapore: Prentice Hall.
- Undang - undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.
- Undang - undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara.
- Weiyang, J., C. Baofeng. (2009) *Corporate Governance and its Effects on Firm Value. China*.
- Widiawati, H.S. (2011) *Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan. Tesis*. Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Wu, Wei. (2009) *Board composition and firm performance: a quantitative study on Chinese listed companies. Thesis*. China: Umea School of Business.
- Wolfe, J., Sauaia, A.C.A. (2003) *The Tobin q As A Company Performance Indicator. Journal Developments in Business Simulation and Experiential Learning*, 30: 155-159.
- Yang, Jun. (2011) “Does Adopting High-Standard Corporate Governance Increase Firm Value? An Empirical Analysis Of Canadian Companies”. *The International Business & Economics Research Journal* 10 (9): 17-27.