

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP ECONOMIC VALUE ADDED

Oleh : Sagumany

Abstract:

The relationship between corporate governance and economic performance has also become the most controversial issues and a lot of attention policy-makers. The concept of fair value associated with how to quantify the net value of each asset and expense ekonomis dean ekonomis any liability and is the most appropriate basis as the starting measuring. Unlike the Economic Value Added is a performance measure that is calculated by taking net operating profit less the cost of annual capital. Factors that affect this added value of which is ownership Structure although on further examination it appears that the effect on performance (EVA) is not direct. With a concentrated ownership structure in a particular party even had a positive impact for the company. The results of this study dismissed the notion that the family ownership structure, in which the owner and operator, will have ugly for company.

Keywords: *Effect of Ownership Structure*

Abstraksi :

Hubungan antara *corporate governance* dan kinerja ekonomi juga telah menjadi isu yang paling kontroversial serta banyak mendapat perhatian para pembuat kebijakan. Konsep *fair value* terkait dengan bagaimana mengkuantifikasi nilai bersih ekonomis setiap asset dan beban bersih ekonomis setiap kewajiban dan merupakan basis paling layak sebagai tolak ukurnya. Berbeda dengan *Economic Value Added* yaitu merupakan ukuran kinerja yang dihitung dengan cara mengambil laba bersih operasional dikurangi biaya modal tahunan. Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tambah ini diantaranya adalah struktur kepemilikan meskipun pada pengujian selanjutnya tampak bahwa pengaruhnya terhadap kinerja (EVA) tidak secara langsung. Dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada pihak tertentu malah berdampak positif bagi perusahaan. Hasil penelitian ini menepis anggapan bahwa struktur kepemilikan yang kekeluargaan, yaitu pemilik sekaligus pengelola, akan berdampak jelek bagi perusahaan.

Kata kunci: Pengaruh Struktur Kepemilikan

A. PENDAHULUAN

Kepemilikan korporasi dan struktur dewan direksi telah banyak mendapat perhatian dari para ekonom keuangan akhir-akhir ini. Studi-studi yang terkait dengan hal ini telah meneliti hubungan *cross-sectional* antara kepemilikan dan pengaruh kepemilikan terhadap *economic value added*.

Hubungan antara *corporate governance* dan kinerja ekonomi juga telah menjadi isu yang paling kontroversial serta banyak mendapat perhatian para pembuat kebijakan. Konsep *fair value* terkait dengan bagaimana mengkuantifikasi nilai bersih ekonomis setiap asset dan beban bersih ekonomis setiap kewajiban dan merupakan basis paling layak sebagai tolak ukurnya. Berbeda dengan *Economic Value Added* yaitu merupakan ukuran kinerja yang dihitung dengan cara mengambil laba bersih operasional dikurangi biaya modal tahunan.

Berbagai mekanisme *corporate governance* yang berbeda untuk dapat mengatasi problem keagenan yang timbul karena adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol terhadap direksi. Beberapa mekanisme yang digunakan dapat dibedakan atas kepemilikan yang menyebar (*outsider system*) sedang yang lain disebut dengan kepemilikan terkonsentrasi (*insider system*).

Kepemilikan yang menyebar menyebabkan konflik antara manajer yang memiliki posisi kuat serta pemegang saham yang posisinya lemah karena jumlah kepemilikan relatif kecil, (Anglo Saxon), sedangkan pada kepemilikan yang terkonsentrasi konflik terjadi antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, seperti yang terjadi di Eropa dan Jepang.

Mekanisme mana yang baik masih banyak menimbulkan perdebatan. Sampai dengan awal 1990-an disebutkan bahwa meka-

nisme yang terkonsentrasi pada satu pihak tertentu seperti pada negara-negara Jepang dan Jerman menunjukkan hasil yang superior (Maher dan Anderson, 2000). Sejak terjadinya krisis di Asia pada tahun 1997 timbul kritik terhadap keefektifan mekanisme tersebut. Kritik tersebut telah dibantah dengan hasil pengujian empiris Gibson (1999) yang menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* efektif berjalan pada emerging yang sebagian besar adalah negara-negara di kawasan Asia.

Disisi lain, korporasi di Asia Timur memiliki tingkat transparansi serta kualitas *disclosure* yang rendah. Dengan demikian dapat diambil simpulan bahwa mekanisme *corporate governance* yang berjalan di negara-negara Asia timur jelek. Sebagaimana terlihat dalam urutan peringkat berikut (2004) ; 1. Singapura, 2. Hongkong, 3. Jepang, 4. Philipina, 5. Taiwan, 6. Malaysia, 7. Thailand, 8. China, 9. Indonesia dan 10. Korea Selatan. Meskipun demikian ada sanggahan bahwa sebenarnya rendahnya kualitas informasi akuntansi disebabkan faktor ekonomi biaya tinggi diluar kendali perusahaan dan merupakan karakteristik pada negara-negara berkembang.

Dengan adanya kontradiksi keefektifan mekanisme *corporate governance* yang menekankan pada *insider system*, maka mekanisme ini bertujuan memberikan bukti empiris keefektifan mekanisme tersebut jika dilihat dari perspektif *value relevance*. Penelitian yang berkaitan dengan *value relevance* dimaksudkan untuk mengetahui manfaat angka-angka yang tersaji dalam laporan keuangan bagi investor untuk menilai ekuitas perusahaan. Pendekatan ini digunakan untuk mengukur manfaat pengelolaan korporasi tertentu terhadap nilai perusahaan. Seperti yang dimiliki sebagian besar perusahaan-perusahaan publik di Indo-

nesia, tidak efektif karena dapat mengurangi nilai perusahaan (*distructing value*).

Sloan menyatakan bahwa selama ini masih sedikit sekali bukti empiris yang mengaitkan system *corporate governance* dengan informasi akuntansi keuangan yang merupakan produk sistem tersebut. Lebih lanjut dikatakan bahwa sebenarnya keefektifan system tersebut dapat dinilai dari kualitas informasi dalam memonitor proses pelaporan keuangan serta menjelaskan penyebab dan konsekuensi proses pelaporan keuangan yang tidak jujur.

Selain ini penelitian mengukur kinerja perusahaan dengan menggunakan konsep nilai tambah yang dikenal dengan *economic value added* (EVA) yang dapat digunakan sebagai ukuran terciptanya kesejahteraan bagi pemegang saham.

B. PERMASALAHAN

Makalah ini bertujuan memberikan bukti secara empiris pola hubungan antara penciptaan nilai bagi perusahaan dengan mekanisme *corporate governance*, langsung atau dimediasi oleh faktor-faktor lain. Hal ini berkaitan dengan kondisi bahwa ternyata pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang diteliti penulis tahun 2005 ditemukan adanya indikasi pengaruh kepemilikan secara statistis signifikan berpengaruh pada nilai perusahaan.

C. PEMBAHASAN

Pemisahan fungsi antara pemilik dan kontrol menimbulkan teori keagenan, karena itu diperlukan pengaturan yang maksimal. Salah satu bentuk pengaturan tersebut melalui struktur kepemilikan tertentu yang merupakan suatu dimensi dari *corporate governance* dan bertujuan untuk membatasi gerak langkah manajemen sehingga dapat meningkat-

kan kinerja perusahaan. Berdasarkan penelitian di USA struktur kepemilikan dibedakan berdasarkan konsentrasi kepemilikan saham, yang dibedakan atas insider atau institusional ownership serta outsider *ownership*.

Struktur kepemilikan merupakan karakteristik perusahaan (Finn-Spesific). Lebih jauh dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki konsentrasi kepemilikan pada pihak dalam akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan yang sebaliknya (Muller 2000).

Bukti empiris yang berkaitan dengan hubungan antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan masih beragam. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen akan berpengaruh positif pada kinerja perusahaan (Demsetz dan Lehn 1985). Penelitian lain justru menunjukkan tidak ada keterkaitan antara kepemilikan manajemen dengan kinerja perusahaan. Mc Connell dan Servaes (1990) menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajemen dan kinerja berbentuk nonlinier. Hermalin dan Weisbach (1991) menunjukkan bahwa hubungan positif antara kepemilikan manajemen dan kinerja terjadi jika prosentase kepemilikan manajemen antara 5% - 20%, kurang atau lebih dari persentase tersebut justru akan berakibat negatif.

Selama 15 tahun terakhir aktivitas pemegang saham yang dikenal, seperti investasi, telah berevolusi dan telah menjadi suatu karakteristik yang penting dari pasar uang. Penekanan utama aktivitas pemegang saham telah berfokus pada kinerja perusahaan yang jelek dan kemudian mereka menekankan pihak manajemen untuk memperbaiki kinerjanya sehingga dapat meningkatkan nilai pemegang saham. Tingginya kepemilikan manajemen sebenarnya dipicu oleh teori keagenan bahwa dengan semakin banyak saham dimiliki oleh pihak manajemen maka sema-

kin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen (Hansen 1989).

Peran kepemilikan institusi timbul karena adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Untuk mengendalikan konflik tersebut maka timbul aturan-aturan yang berfungsi untuk mengatasi konflik tersebut. Dalam kondisi suatu perusahaan dikuasai oleh satu pemegang saham mayoritas cenderung memiliki dorongan untuk mengambil alih tindakan monitoring atau aktivitas-aktivitas yang lain. Tindakan monitoring ini jika membuahkan hasil yang menguntungkan maka dapat dinikmati oleh semua pemegang saham meskipun mereka tidak melakukan tindakan apapun.

La Porta Et Al, (1990), negara yang menjadi sample penelitian saham perusahaan lebih banyak dimiliki oleh keluarga (PT Tertutup). Bentuk pengendalian pada perusahaan dari pemegang saham mayoritas ini biasanya melalui *cash flow rights*. Pada perusahaan di Indonesia tampak bahwa perusahaan dijalankan oleh manajemen yang juga sekaligus merangkap sebagai pemilik mayoritas. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa mekanisme *corporate governance* tidak berjalan karena dengan komposisi manajemen merangkap sebagai pemilik mayoritas maka pihak kepentingan pemegang saham minoritas tidak terlindungi.

Penilaian kinerja hingga saat ini beragam, Lambert (2001) menyatakan bahwa sebagian orang meragukan ukuran kinerja hanya didasarkan laporan kinerja masa lalu. Kemudian dikembangkan ukuran-ukuran kinerja yang lebih komprehensif dengan menggunakan ukuran non keuangan, seperti *balance scorecard*. Satu perusahaan konsultan juga telah mengembangkan satu ukuran kinerja yang menekankan pada penciptaan nilai

pemegang, yaitu *economic value added* (EVA) dan kemudian mereka mengatakan bahwa inilah ukuran kinerja yang baik.

Selama ini ada perdebatan tentang ukuran kinerja earnings (ROI dan ROA) dan EVA, mana yang lebih baik digunakan sebagai pengukur kinerja. EVA merupakan ukuran kinerja perusahaan internet yang lebih baik dibandingkan ukuran yang konvensional, seperti ROI dan ROA. Chen dan Dodd menunjukkan meskipun EVA lebih baik dalam menjelaskan returns saham tetapi ukuran earnings memberikan kekuatan penjelasan yang incremental di atas EVA. EVA dan NOPAT merupakan ukuran kinerja yang sama baiknya (O'Byrne 1996).

EVA sendiri merupakan konsep residual income yang dikenalkan pada tahun 1990-an oleh konsultan Stern Stewart & CO. Konsep EVA memberikan jaminan pengukur, skema insentif dan penilaian ekuitas yang lebih baik. Beberapa peneliti lebih ingin mengetahui keefektifan EVA dengan menggunakan bukti empiris, dan hasilnya masih menunjukkan hasil yang beragam. Hasil penelitian Biddle, Bowen dan Wallace (1996) menunjukkan bahwa earnings lebih menunjukkan keterkaitannya dengan returns saham dibandingkan EVA. Namun hasil penelitian bahwa EVA adalah pengukur kinerja yang lebih baik dibandingkan earnings untuk perusahaan internet (Hui 2000).

EVA merefleksikan kesuksesan usaha manajer korporasi untuk menambahkan nilai pada investasi pemegang saham. EVA merupakan residual *income* yang melebihi laba operasional setelah dikurangi *total cost of capital*. EVA yang positif menunjukkan bahwa perusahaan memberikan nilai bagi pemegang sahamnya.

EVA dikatakan sebagai satu-satunya pengukur yang tepat bagi semua hal kom-

pleks yang berhubungan dengan penciptaan nilai. EVA dihitung dengan melihat tingkat bunga ekonomis dari suatu perusahaan (Stewart 1990). *Economic value added* sebenarnya merupakan penyeimbang konsep profitabilitas perusahaan, yang menyatakan bahwa modal digunakan untuk menghasilkan profitabilitas. Jika laba perusahaan setelah pajak lebih besar dari *cost of capital* yang digunakan dalam bisnis maka EVA positif. Penelitian pasar menunjukkan bahwa satu perusahaan yang mempunyai EVA yang positif akan dihargai melalui adanya peningkatan harga saham.

(Bushee, 1998) menunjukkan bahwa kepemilikan investor justru memicu terjadinya manajemen laba. Argumennya bahwa dengan adanya kepemilikan investor, pihak manajemen termotivasi untuk menghindari melakukan investasi yang akan menghasilkan nilai earnings yang rendah, karena akan menyebabkan investor institusi menjual sahamnya.

$$WACC = w_d k_d (1-T) + w_{ps} k_{ps} + w_{cs} k_{cs}$$

Keterangan :

$w_d k_d$: bobot dana dari utang jangka panjang

T : pajak

$w_{ps} k_{ps}$: bobot dari dana saham preferen

$w_{cs} k_{cs}$: bobot dana dari saham biasa

Pada saat menghitung EVA ada beberapa penyesuaian yang harus dibuat baik untuk NOPAT maupun model yang digunakan untuk mengurangi *non-economic accounting* yang ada dalam laporan rugi/laba dan neraca konvensional. Pada perhitungan NOPAT, biaya-biaya yang tidak mempengaruhi kas akan ditambahkan kembali pada laporan rugi/laba, penyesuaian ini dilakukan karena jurnal jurnal non-kas dianggap tidak mempe-

ngaruhi nilai. Beberapa penyesuaian yang harus dilakukan menyangkut bad debts, pajak yang ditangguhkan, dan jaminan. Depresiasi tidak termasuk disesuaikan karena biaya tersebut dianggap sebagai proksi biaya ekonomi ekonomi sebenarnya dalam model EVA. Biaya bunga setelah pajak juga harus ditambahkan pada laba untuk menghilangkan pengaruh leverage pada laporan rugi/laba. Hasil EVA yang positif menunjukkan adanya nilai tambah yang terjadi di perusahaan.

Kesimpulan hasil deskriptif statistik oleh Mayangsari Wilopo (2004) menunjukkan dalam perioda krisis (1998-2001) perusahaan-perusahaan sampel, yang merupakan perusahaan nonregulasi, masih menunjukkan nilai EVA yang positif. Dengan demikian dapat disimpulkan aktivitas EVA tersebut memiliki nilai tambah bagi perusahaan.

D. PENUTUP

Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tambah ini diantaranya adalah struktir kepemilikan meskipun pada pengujian selanjutnya tampak bahwa pengaruhnya terhadap kinerja (EVA) tidak secara langsung. Dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada pihak tertentu malah berdampak positif bagi perusahaan. Hasil penelitian ini menepis anggapan bahwa struktur kepemilikan yang kekeluargaan, yaitu pemilik sekaligus pengelola, akan berdampak jelek bagi perusahaan.

Implikasi untuk kebijakan/*governance* perlu diupayakan pemaksaan terhadap pelaksanaan *good corporate governance*, karena selama ini usaha korporasi masih kurang. Simpulan ini didasarkan pada fakta bahwa dari 322 perusahaan publik, sampai dengan akhir maret 2002 masih ada 102 perusahaan (32%) yang belum membentuk komite audit.

Daftar Pustaka

1. Hansen, At EL, Manajerial Accounting, Penerbit Mc Grow Hill, 2006.
2. Rodi A, Pengaruh Peran Komite Audit, Pengendalian Intern dan Audit Intern Terhadap Good Corporate Governance, PPS LTNPAD, 2005.
3. Wilopo, Pengaruh Struktur Kepemilikan, Perilaku Manajemen Laba, Cash Flow Hypotesis dan Economic Value Added, Simposium Nasional Keuangan Jogja, 2002.

