

Penguasaan "Blockholder" dan Reputasi Perusahaan di Indonesia Mencangkup Studi Eksploratif: Peranan Nilai Spiritualitas terhadap Corporate Governance, Reputasi Perusahaan dan Kinerja Perusahaan Kelompok LQ-45, Periode 2006-2007

L.M Syahril Majidi

Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang

Abstract: In this research model, there were six variables to analyze, including to local blockholder, foreign blockholder, spirituality values, corporate governance, corporate reputation, and financial performance. The research site were LQ-45 group enterprises in 2006-2007 period. Some 28 wellknown companies in Indonesia used as samples. Spirituality norms and corporate governance measured from internal expectation of the firm, while the corporate reputation was analyzed from external ones (beholder). Blockholder examination constitutes the proportion of stockholding and the analysis of financial performance in form of Tobins' Q. Through analysis process, it was found that the strongest factor of building spirituality values are human siprituality, and the strongest ones for making corporate governance was corporate's communication. Hypothetical testing resulted in any findings, such as: 1) spirituality had significant effect on corporate governance, 2) the holding of foreign stocks didn't give effect on corporate governance, 3) the property of local blockholder didn't affect significantly on corporate governance, 4) spirituality values affected significantly on company reputation, 5) the propietary of foreign blockholder didn't give significant effect on company reputation, 6) corporate governance didn't affect significantly on reputation, 7) the propietary of local blockholder affected significantly on firm reputation, 8) spiritual values affected significantly financial performance, 9) foreign blockholder gave significant effect on financial performance, 10) reputation didn't affect significatly financial performance, 11) and local blockholder affected significantly on financial performances. These findings indicated that spiritual values played big role in corporate governance, company reputation, financial performance. It was the indication of the occurrence altruism theory and celestial theory toward any corporations in Indonesia.

Keywords: Agency theory, altruism theory, foreign blockholder, spirituality values, corporate governance.

Sistem konglomerasi menjadi sorotan karena mereka dapat melakukan alokasi dana internal perusahaan sekehendak mereka, berperan sebagai *internal capital market* sehingga berpotensi merugikan publik. Tindakan seperti ini mudah dilakukan karena penguasaan kepemilikan mayoritas yang dominan (*blockholder*) oleh pendiri maupun grup sendiri yang pada

umumnya berperan sebagai *insiders* dalam perusahaan. Mereka memiliki hak kontrol total terhadap entitas bisnis yang mereka kelola. Perusahaan-perusahaan yang telah *go-public* pun tidak luput dari masalah seperti di atas.

Padaahal bagi perusahaan publik yang menjual sahamnya kepada masyarakat melalui mekanisme pasar modal (*go-public*), faktor reputasi memegang peranan yang penting dalam meningkatkan penilaian investor yang pada akhirnya akan memudahkan pula perusahaan menggali sumber permodalan (Srivastara, McInish, Wood, dan Caparo, 1997). Reputasi perusahaan akan menjadi stimulan penting dalam rangka peningkatan nilai perusahaan melalui peningkatan

Alamat Korespondensi:

L.M Syahril Majidi, Program Doktor Ilmu Manajemen Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang, Jl. MT. Haryono Malang.

harga pasar saham yang disebabkan karena meningkatnya nilai instrinsik atau fundamental perusahaan maupun meningkatnya animo investor terhadap saham perusahaan akibat persepsi mereka atas reputasi perusahaan yang semakin membaik.

Sebagaimana ciri dari negara-negara di kawasan Asia, konsentrasi kepemilikan oleh *insiders* melalui *Blockholder* dengan terpisahnya fungsi kontrol atas hak suara dengan fungsi kontrol atas arus kas perusahaan, terjadi karena motivasi penguasaan *property right* perusahaan (Claessens dan Fan; 2003). Pemegang saham mayoritas bisa jadi rela untuk tidak memperoleh dividen, tetapi mereka memperoleh kebebasan menggunakan dana perusahaan.

Adalah sangat mungkin, persoalan di atas ini menunjukkan adanya *agency problems* yang berkaitan langsung dengan pihak mayoritas (*blockholder*), sebagaimana diungkapkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Ditambahkan pula bahwa proporsi kepemilikan publik yang rendah sebagaimana yang diungkapkan Rozeff (1982) tentu berakibat lebih besar kemungkinannya merugikan pemegang saham publik karena semakin rendahnya kontrol mereka atas perusahaan. Namun, saat ini muncul tekanan yang berupaya mengurangi dampak negatif *agency problems* yaitu adanya kewajiban bagi perusahaan go-publik khususnya untuk menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance*, melalui penetapan aturan yang mewajibkan perusahaan go-publik memiliki seorang anggota komisaris dan direksi yang independen. Dari 10 negara Asia Timur, peringkat *corporate governance* Indonesia menempati urutan ke 10 (ACGA; 2005). Kemajuan *corporate governance* menentukan tingkat pertumbuhan ekonomi negara (Maher dan Anderson; 1999).

Selain adanya tekanan untuk menerapkan *corporate governance*, negara-negara *emerging market* yang khususnya berasal dari wilayah Asia, dan negara-negara Eropa Utara sangat dikenal memiliki prinsip yang kuat akan nilai-nilai spiritualitas yang dilandasi oleh prinsip keagamaan masyarakatnya, ternyata saat ini tidak sedikit perusahaan dari negara-negara tersebut telah mampu menjadi perusahaan kelas dunia. Tanpa nilai spiritualitas, tidak sedikit perusahaan yang tergolong memiliki *good corporate governance* dan reputasi hebat di negara maju, ternyata terlibat skandal keuangan yang mengerikan,

Enron dan Arthur Anderson, sebagai contoh.

Indonesia sebagai *locus* penelitian memiliki dasar dan falsafah negara Pancasila memiliki keunikan tersendiri. Dengan sila pertama adalah Ketuhanan Yang Maha Esa maka setidaknya masyarakat Indonesia mengakui keberadaan Tuhan yang firman-firman-Nya dijadikan sebagai sumber hakiki ajaran kasih sayang, moral dan etika (*altruism*), yang tentunya dapat membatasi perilaku manusia sebagai *utility maximizer* yang cenderung mementingkan manfaat yang bersifat *self interest*.

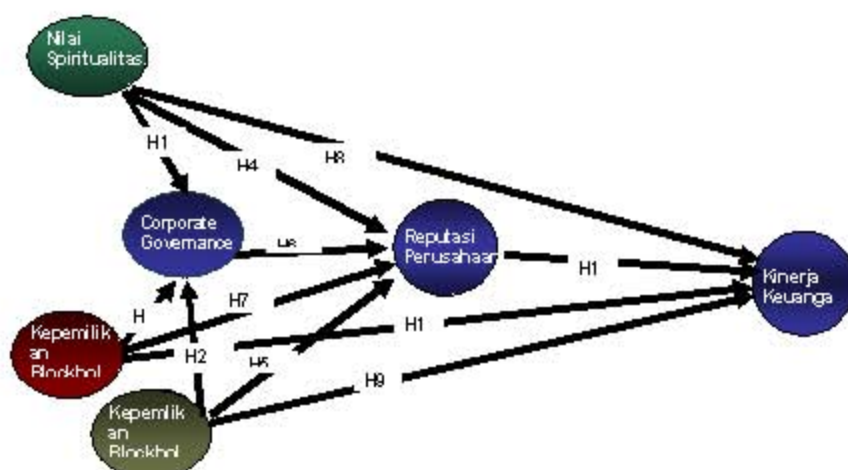
Konsepsi dasar dalam penelitian diilhami oleh beberapa penelitian lain seperti dikemukakan di atas. Hipotesis pada penelitian disusun mengikuti perumusan masalah. Dengan demikian, juga dapat dibentuk model analisis yang mengikuti hipotesis. Gambar 1 berikut dapat dilihat model kerangka konseptual khusus untuk *inner model* pada gambar 1, yaitu sebagaimana Gambar 1.

Berdasarkan rumusan permasalahan pada penelitian ini maka disusun sebelas hipotesis mulai dari H1 hingga H11 yang mencerminkan dugaan adanya hubungan atau pengaruh variabel independen dengan variabel dependen. Gambaran hipotesis dapat dilihat pada Gambar 1.

Pengukuran kepemilikan *blockholder* dilakukan dengan pendekatan yang sama dengan para peneliti sebelumnya, yaitu diukur dengan cara mengambil data rasio atas prosentasi kepemilikan masing-masing jenis *blockholder*, yaitu *blockholder* asing dan *blockholder* lokal dibandingkan dengan total *outstanding* saham perusahaan.

Pengukuran reputasi perusahaan pada penelitian ini dilakukan dengan mengadopsi model yang digunakan oleh *Fortune Magazine* yaitu: Rp1: Inovasi, Rp2: Kualitas Manajemen, Rp3: Investasi Jangka Panjang/ Prospek, Rp4: Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan, Rp5: Kemampuan Menarik Karyawan yang berbakat, Rp6: Kualitas Produk & Jasa, Rp7: Tingkat Kesehatan Keuangan, Rp 8: Kebijakan *Utilisasi Assets*, Rp9: Reputasi Tokoh Kunci. Semua atribut tersebut diukur dengan pendekatan ekspektasi sosial atau *beholder perceptions*.

Pengukuran kinerja keuangan pada penelitian ini menggunakan Tobins Q sebagai rasio yang dapat menggambarkan adanya *agency cost*. Pengukuran *Corporate Governance* dalam penelitian ini hampir



Gambar 1. Model Analisis Penelitian

sama dengan pengukuran Suta (2005), yaitu menggunakan 6 variabel laten (*unobservable variables*), yaitu: CG 1: Variabel laten Komunikasi Perusahaan, yang terdiri dari 4 variabel laten dan beberapa indikator sebagai berikut: CG 2: Variabel Laten Insentif Manajemen, CG 3: Variabel Laten Kebijakan Tata Kelola Perusahaan, CG 4: Variabel Laten Praktik-Praktik Tata Kelola Perusahaan, CG 5: Variabel Laten Fungsi Audit, dan CG 6: Variabel Laten Hak-hak Pemegang Saham. Konsep pengukuran tata kelola perusahaan (*corporate governance*) perusahaan dalam penelitian ini menitikberatkan pada aspek pengukuran keterbukaan informasi secara lebih luas dan mendalam. Peranan ini merupakan bagian dari komunikasi perusahaan. Keterbukaan informasi tersebut meliputi; keterbukaan informasi kepada pemegang saham, keterbukaan informasi kepada pelanggan, keterbukaan informasi kepada karyawan, dan keterbukaan informasi kepada otoritas, dan keterbukaan informasi kepada lingkungan sosial (Landgraf dan Ahmed; 2004) dan Suta (2005). Pengukuran nilai spiritualitas dalam penelitian ini dilakukan dengan cara merujuk pendapat dari Sai Baba dan pendapat Miller (1999), yaitu 3 variabel laten dan beberapa indikator, sebagai berikut: SI: Variabel Laten Nilai Spiritualitas Individu, SO: Variabel Laten Nilai Spiritualitas Organisasi, SK: Variabel Laten Nilai Spiritualitas Kemanusiaan.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan yang cukup unik, secara umum dapat dikatakan sebagai penelitian dengan pendekatan atau *mainstream*. Hal ini dapat dilihat dari proses penyusunan permasalahan penelitian, tergambar jelas bahwa dasar penelitian ini mengandung unsur kuantitatif dengan metode pembuktian statistika. Tetapi didalam proses pembahasan terdapat juga unsur kualitatif juga dihadirkan melalui penjelasan atas nomena yang terjadi dari fenomena penelitian.

Objek dan Sampel Penelitian

Proses penetapan objek penelitian perusahaan publik tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang tergolong dalam kelompok LQ-45, periode 2006 dan 2007. Objek penelitian ini juga sekaligus menjadi sampel pada penelitian ini.

Proses dan Prosedur Pengumpulan Data

Data sekunder khususnya data tentang proporsi *blockholder* yang terkumpul, membutuhkan proses konfirmasi dan *audit trail*, dengan cara konfirmasi kepada pihak internal perusahaan, maupun dengan cara membuka situs resmi perusahaan, dan mengumpulkan berita-berita terkait. Target responden untuk data primer, yaitu para *corporate secretary* dan pegawai perusahaan efek serta investor aktif (sensus reputasi perusahaan). Data sekunder pada penelitian ini terdiri dari data tentang penguasaan *blockholder*

yang diperoleh dari sumber formal dan data tentang Tobins' Q untuk kinerja keuangan, diperoleh dari penyedia jasa informasi di Indonesia "Real Time Information" yang tersedia secara publik. Data primer yang dipergunakan meliputi data tentang reputasi perusahaan, data tentang *corporate governance*, dan data tentang nilai spiritualitas. Pada penelitian ini dilakukan pula proses wawancara dengan tujuan untuk memperoleh konfirmasi dan kedalaman data yang berkaitan dengan *corporate governance* dan nilai spiritualitas.

Uji Validitas dan Reliabilitas Instrumen

Uji validitas dimaksudkan untuk menanyakan serangkaian pertanyaan dengan harapan bahwa pertanyaan tersebut menyentuh konsep dan yakin bahwa peneliti mengukur konsep yang disiapkan dan bukan yang lain. Uji validitas yang digunakan di dalam penelitian ini adalah validitas konstruk masing-masing item (indikator), di mana suatu item (indikator) dikatakan valid konvergen jika uji hipotesis terhadap *loading factor* bersifat signifikan ($p\text{-value} < 0,05$).

Uji reliabilitas yang digunakan di dalam penelitian ini adalah *Composite reliability* (ρ_c). Instrumen penelitian untuk mengukur sebuah variabel memiliki reliabilitas komposit yang baik jika memiliki *composite reliability* $\geq 0,7$, walaupun bukan merupakan standar absolut.

$$\rho_c = \frac{(\sum \lambda_i)^2}{(\sum \lambda_i)^2 + \sum \text{var}(\varepsilon_i)}$$

Mengingat pada penelitian ini terdapat dua jenis data, yaitu data sekunder dan data primer, maka uji validitas dan reliabilitas dalam hal ini sudah tentu dilakukan untuk data primer.

Metode Analisis Data

Data yang telah terkumpul diproses melalui aktifitas tabulasi, untuk selanjutnya siap dianalisis dengan alat *Partial Least Square* (PLS), software *SmartPLS* yang dapat didownload di www.smartpls.de. Penggunaan analisis PLS (*Partial Least Square*), dengan alasan bahwa model analisisnya berjenjang dan model persamaan struktural memenuhi model rekursif, Variabelnya laten, *Sample size* - nya kecil

dan tidak memenuhi untuk menggunakan SEM (*Structural Equation Model*)

Goodness of Fit

Model pengukuran atau *outer model* dengan indikator refleksif dengan *convergent* dan *discriminant validity* dari indikatornya dan *composite reliability* untuk keseluruhan indikator. Model struktural dievaluasi dengan melihat persentase varian yang dijelaskan, yaitu dengan melihat R^2 untuk konstruk laten dependen, kemudian dihitung nilai *Stone-Geisser Q Square test* dan juga melihat besarnya koefisien jalur strukturalnya, dengan rumus:

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2)(1 - R_2^2) \dots (1 - R_p^2)$$

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis (β , γ , dan λ) dilakukan dengan metode *resampling Bootstrap* yang dikembangkan oleh Geisser & Stone. Statistik uji yang digunakan adalah statistik t atau uji t . Penerapan metode *resampling*, memungkinkan berlakunya data terdistribusi bebas (*distribution free*), tidak memerlukan asumsi distribusi normal, serta tidak memerlukan sampel yang besar (direkomendasikan sampel minimum 30). Pengujian dilakukan dengan *t-test*, bilamana diperoleh $p\text{-value} < 0,05$ ($\alpha 5\%$), maka disimpulkan signifikan, dan sebaliknya. Bilamana hasil pengujian pada *inner model* signifikan, maka dapat diartikan bahwa terdapat pengaruh yang bermakna variabel laten satu terhadap variabel laten lainnya.

HASIL

Jumlah sampel yang memenuhi kategori LQ-45 di BEI periode penelitian adalah 56 perusahaan. Perusahaan yang mengembalikan kuisioner sebanyak 28 perusahaan atau 50% dari total sampel. Kuisioner untuk Reputasi Perusahaan dikirimkan kepada staf perusahaan efek dan investor aktif. Pengiriman dilaksanakan bersamaan dengan pengiriman kuisioner untuk Emiten, sehingga responden harus mengisi penilaian untuk 56 Emiten dengan 9 atribut untuk hal ini. Tercatat kembali 115 kuisioner dari 500 buah yang dikirim atau 23%. Namun, meskipun tingkat respon hanya 23%, tetapi hal ini dianggap lebih dari memadai untuk asumsi jumlah total responden sensus yang tidak diketahui.

Perkembangan Pasar Modal Indonesia

Pada periode penelitian ini, yaitu 2006 hingga 2007, pasar modal Indonesia menunjukkan angka pertumbuhan yang cukup fantastis. Volume transaksi dari bulan ke bulan pada periode ini menunjukkan angka yang sangat mengesankan, didukung oleh gelombang masuknya dana asing ke pasar modal Indonesia. Akibatnya angka Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) juga mencatat rekor pertumbuhan tertinggi selama sejarah pasar modal Indonesia. Pada periode ini dapat dikatakan sebagai periode *bullish market* bagi pasar modal Indonesia.

Profil Perusahaan sebagai Objek Penelitian

Perusahaan-perusahaan (Emiten) yang menjadi objek penelitian dibagi ke dalam 3 kelompok sektor industri, yaitu perusahaan yang bergerak di Industri Keuangan & Perbankan, Perusahaan yang bergerak di bidang Komoditi Primer, dan Perusahaan bidang lainnya. Dari 28 Emiten sampel tersebut di atas terdapat 9 perusahaan yang merupakan BUMN, sisa perusahaan swasta. Perusahaan BUMN dalam penelitian ini dikategorikan sebagai perusahaan yang dimiliki oleh *Blockholder* Lokal. Ke 28 perusahaan tersebut secara umum merupakan perusahaan yang sangat *profitable* pada periode 2006 dan 2007.

Tercatat pertumbuhan rerata nilai kapitalisasi pasar hampir mencapai 50%. Pertumbuhan rerata *total assets* lebih tinggi dari pertumbuhan rerata utang, pertumbuhan rerata *net profit* mencapai 80%. Perusahaan-perusahaan tersebut dimiliki oleh *blockholder* lokal dan asing, dimana *blockholder* lokal masih mendominasi dengan rata-rata tingkat proporsi kepemilikan 41%, sedangkan *blockholder* asing rata-rata mencapai 20%. Di antara ke 28 perusahaan tersebut, terdapat 11 perusahaan yang tidak dimiliki oleh *blockholder* asing, sedangkan perusahaan yang tidak dimiliki oleh *blockholder* lokal sebanyak 4 perusahaan.

Karakteristik Responden

Responden yang terdiri dari dua kelompok, yaitu kelompok internal perusahaan dari 28 Emiten dan kelompok eksternal perusahaan yaitu staff perusahaan efek dan investor aktif sebagai pihak minoritas. Sebagaimana rancangan penelitian bahwa data dari

internal perusahaan merupakan jawaban resmi dari satu perusahaan yang menjadi sampel. Maka karakteristik responden untuk data dari internal perusahaan mengacu pada profil perusahaan di atas. Tercatat usia responden eksternal (*beholder*) perusahaan memiliki distribusi terbesar yaitu 42% di usia 21-30 tahun, dan 42% untuk usia 31-40 tahun. Berdasarkan kriteria usia responden dapat dinyatakan cakap untuk melakukan penilaian atribut reputasi perusahaan. Berdasarkan tingkat pendidikan responden eksternal perusahaan tercatat bahwa 81% memiliki tingkat pendidikan S1 dan 14% memiliki tingkat pendidikan S2. Hal ini dapat diasumsikan bahwa para responden ini memiliki kemampuan intelegensi yang cukup untuk melakukan penilaian reputasi perusahaan. Berdasarkan pengalaman kerja responden eksternal perusahaan tercatat bahwa distribusi terbesar, yaitu 49%, berpengalaman 1-5 tahun, dan 20% berpengalaman 6-10 tahun. Dengan demikian, dapat diasumsikan bahwa para responden eksternal memiliki pengalaman yang cukup memadai untuk memberikan penilaian tentang reputasi perusahaan.

Hasil Uji Validitas dan Reliabilitas Instrumen

Pengujian validitas instrumen dilakukan untuk mengukur validitas konvergen, hasilnya bahwa seluruh instrumen penelitian bersifat valid. Hasil pengujian reliabilitas komposit untuk masing-masing variabel disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Hasil Pengujian Composite Reliability

No	Variabel	Composite Reliability	Keterangan
1	Nilai Spriritual	0.886	Reliabel
2	Corporate Governance	0.914	Reliabel
3	Reputasi Perusahaan	0.921	Reliabel

Instrumen penelitian dikatakan reliabel jika *Composite Reliability* > 0,70, oleh karena itu berdasarkan hasil pengujian pada tabel tersebut semua instrumen untuk semua variabel adalah reliabel.

Hasil Pengujian Asumsi Linieritas

Asumsi linieritas diuji dengan metode *Curve Fit*. Rujukan yang digunakan adalah prinsip *parsimony*, yaitu bilamana seluruh model yang digunakan sebagai dasar pengujian signifikan atau nonsignifikan berarti model dikatakan linier. Spesifikasi model yang

digunakan sebagai dasar pengujian adalah model linier, kuadratik, kubik, *inverse*, *logarithmic*, *power*, *S*, *compound*, *growth* dan eksponensial. Hasil pengujian linieritas hubungan antar variabel disajikan secara ringkas pada penelitian ini semua menunjukkan linearitas pada tingkat $\alpha = 0,05$, sehingga asumsi linieritas pada analisis PLS adalah terpenuhi.

Pemodelan Persamaan Struktural dengan Pendekatan PLS

Goodness of Fit

Pengujian *Goodness of Fit* model struktural pada *inner model* menggunakan nilai *predictive-relevance* (Q^2). Nilai R^2 masing-masing variabel endogen dalam penelitian ini, yaitu: 1) untuk variabel *Corporate Governance* diperoleh R^2 sebesar 0,381; 2) untuk variabel Reputasi Perusahaan diperoleh R^2 sebesar 0,195; dan 3) untuk variabel Kinerja Keuangan diperoleh R^2 sebesar 0,329.

Nilai *predictive-relevance* diperoleh dengan rumus:

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2)(1 - R_2^2) \dots (1 - R_p^2)$$

$$Q^2 = 1 - (1 - 0,381)(1 - 0,195)(1 - 0,329)$$

$$Q^2 = 0,6556$$

Hasil perhitungan memperlihatkan nilai *predictive-relevance* sebesar 0,6556 atau 65,56% dan cukup besar, sehingga model layak dikatakan memiliki nilai prediktif yang relevan dan bisa digunakan untuk pengujian hipotesis.

Loading Factor

Nilai *loading factor* menunjukkan bobot dari setiap indikator sebagai pengukur dari masing-masing variabel. Indikator dengan *loading factor* besar menunjukkan bahwa indikator tersebut sebagai pengukur variabel yang terkuat (dominan).

Hasil *loading factor* indikator-indikator dari variabel Nilai Spiritual diketahui bahwa ketiga indikator tersebut signifikan membentuk variabel Nilai Spiritual dan diperoleh bahwa indikator Spiritual Kemusiaan (SK) yang dominan dengan angka *outer loading* 0,916, paling membentuk variabel Nilai Spiritual.

Hasil *loading factor* indikator-indikator dari variabel *Corporate Governance* bahwa keenam indikator tersebut signifikan membentuk variabel

Corporate Governance dan diperoleh bahwa indikator CG1 yaitu Komunikasi Perusahaan dengan angka *outer Loading* 0,865 yang paling dominan membentuk variabel *Corporate Governance*.

Hasil *loading factor* indikator-indikator dari variabel Reputasi Perusahaan dapat diketahui bahwa kesembilan indikator yang ada signifikan membentuk variabel Reputasi Perusahaan dan diperoleh bahwa indikator RP7, yaitu atribut Kesehatan Keuangan dengan *outer loading* 0,919, yang paling dominan membentuk variabel Reputasi Perusahaan.

Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan uji t (t test) pada masing-masing jalur pengaruh langsung secara parsial, sebagai berikut: Tabel 2: Hasil Pengujian Hipotesis dengan PLS

PEMBAHASAN

Pada analisis hubungan antara *blockholder* asing maupun lokal terhadap kinerja keuangan pada penelitian ini, maka *agency problems* tersebut tidak berdampak negatif terhadap valuasi nilai perusahaan. Bahkan secara kontras, semakin tinggi tingkat *blockholder* maka semakin tinggi kinerja keuangan atau valuasi perusahaan. Temuan ini memperkaya temuan lainnya seperti yang terjadi di kawasan Eropa Utara dan negara Eropa Barat lainnya di luar UK, bahwa secara umum *blockholder* berpengaruh positif terhadap valuasi perusahaan. Deskripsi pada penelitian ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengalami pertumbuhan *excellent* dan terjadi *bullish market* seperti pada periode penelitian ini, maka *agency problems* terlihat menguntungkan pada pola hubungan *blockholder* dengan valuasi perusahaan. Dengan kata lain pada situasi yang demikian maka pertumbuhan perusahaan yang *excellent* akan melampaui *agency cost*. Pada periode *bullish market*, berlaku teori "bulan madu", segala sesuatu akan tampak indah dan nikmat. Jika dikaitkan dengan beberapa penelitian sebelumnya sebagaimana dikemukakan atas, bahwa fenomena tersebut juga dapat mengindikasikan adanya *private benefit of control* (Shleifer dan Vishny; 1986) bagi para *blockholder*, di antaranya informasi manajemen dan *monitoring* yang lebih baik terhadap

Tabel 2. Hasil Pengujian Hipotesis dengan PLS

Hubungan antar Variabel	Koefisien Jalur	p-value	Keterangan
Nilai Spiritual -> Corporate Governance	0.553	0.0000	Signifikan
Kepemilikan Blockholder Asing -> Corporate Governance	0.215	0.1772	Nonsignifikan
Kepemilikan Blockholder Lokal -> Corporate Governance	-0.057	0.6988	Nonsignifikan
Nilai Spiritual -> Reputasi Perusahaan	0.367	0.0000	Signifikan
Kepemilikan Blockholder Asing -> Reputasi Perusahaan	-0.131	0.1455	Nonsignifikan
Corporate Governance -> Reputasi Perusahaan	-0.060	0.4924	Nonsignifikan
Kepemilikan Blockholder Lokal -> Reputasi Perusahaan	0.139	0.0501	Signifikan
Nilai Spiritual -> Kinerja Keuangan	0.380	0.0000	Signifikan
Kepemilikan Blockholder Asing -> Kinerja Keuangan	0.547	0.0000	Signifikan
Reputasi Perusahaan -> Kinerja Keuangan	0.032	0.5224	Nonsignifikan
Kepemilikan Blockholder Lokal -> Kinerja Keuangan	0.191	0.0235	Signifikan

kemajuan bisnis dan operasi perusahaan, akibat penguasaan *blockholder* secara mayoritas (*entrenchment effect*). *Private benefit* dapat berbentuk *non pecuniary* (tidak berkaitan langsung dengan keuangan) maupun *pecuniary* (berkaitan langsung dengan keuangan). Manfaat *pecuniary* bagi *blockholder* dapat terjadi dengan cara memanfaatkan kelemahan informasi pemegang saham minoritas (Demsetz dan Lehn; 1985). Oleh karena, *blockholder* memiliki informasi yang lebih baik serta status *cash flow* yang lebih kaya, maka para *blockholder* dapat memanfaatkan kelemahan *law enforcement* dengan cara menggunakan pihak lain (*nominee*) untuk membeli saham secara *block transaction* dengan maksud memaksimalkan nilai perusahaan. Tindakan pembelian secara *block* ini pada umumnya kemudian diikuti oleh investor minoritas yang lainnya terutama investor atau *hedge fund* asing (*para free rider*) yang juga memiliki informasi yang lebih baik. Pada keadaan seperti itu akan semakin memompakan harga saham ke arah yang lebih tinggi, sehingga pada situasi *bullish market*, pemegang saham minoritas juga memperoleh *benefit* dengan kenaikan valuasi saham, sehingga terjadi hubungan mutual antara *blockholder* dengan pemegang saham minoritas, sehingga *agency problems* tidak tidak menjadi masalah serius, bahkan sebaliknya,

blockholder berperan menjadi pembawa keuntungan dan kegembiraan.

Dari semua koefisien jalur di dalam model penelitian koefisien jalur pengaruh nilai spiritualitas terhadap *corporate governance* merupakan koefisien yang terkuat, yaitu sebesar 0,553. Sehingga jelas pula bahwa melalui penelitian ini, *altruism theory* berlaku pada dunia korporat di Indonesia, khususnya untuk perusahaan LQ-45. Dengan demikian, temuan-temuan yang adapada penelitian ini membenarkan kritik asumsi dasar yang ada pada *agency theory*. Jika dilihat dari validitas dan reliabilitas yang cukup tinggi pada penelitian ini, maka dapat dikatakan bahwa sesungguhnya Indonesia memang benar memiliki dasar yang kuat akan nilai spiritual (*altruism*). Modal ini dapat menjadikan Indonesia menjadi *civilized market* atau ekonomi yang berbasis pada aktivitas bisnis masyarakat *high trust* (Fukuyama, 1995).

Pada penelitian ini juga dapat dilihat berlakunya teori *celestial* atau keberkahan. Aktivitas yang mulia yang salah satunya adalah program CSR akan memperoleh imbalan langsung berupa kenaikan valuasi harga saham dan meningkatnya *image* akan reputasi perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang tergolong BUMN seperti PT Telekomunikasi Indonesia, PT Aneka Tambang, PT Perusahaan Gas Negara, dan lain-lainnya, dari swasta PT Indofood Sukses Makmur,

tbk, dan dari asing PT Unilever Indonesia, tbk telah memulai gerakan ini secara terprogram dan menjadi bagian penting dari aspek bisnis mereka. Namun demikian, terdapat suatu permasalahan dalam analisis ini, yaitungapa *asymmetric information* maupun *agency conflict* relatif masih kuat di Indonesia?.

Patrick (2001) menggambarkan tentang *corporate governance* di Indonesia yang masih tradisional dan *law enforcement* yang lemah, begitu pula dengan kenyataan bahwa Indonesia masih berada para ranking terburuk untuk *Corporate Governance* (ACGA, 2005). Kesemuanya ini menunjukkan masih lemahnya lingkungan hukum (Schliefer dan Vishny; 1997) yang berdampak pada lemahnya hubungan antara variabel tersebut. Hubungan antara nilai spiritualitas dan lingkungan hukum berlawanan dengan *agency conflict*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Dari hasil dan pembahasan pada penelitian ini diperoleh kesimpulan umum, yaitu bahwa di dalam situasi *bullish market* maka *agency cost* yang ditimbulkan oleh adanya *agency conflict* antara *blockholder* dan investor minoritas tidak dipermasalahan serius oleh investor minoritas, karena *entrenchment effect/private benefit of control* yang dimiliki oleh *blockholder* juga bermanfaat bagi investor minoritas pada kondisi yang demikian. Harga saham yang *over-valued* menjadi kompensasi atas *agency cost*. Selain itu, *agency cost* terhambat dengan adanya nilai-nilai spiritualitas di dalam perusahaan, sebab semakin tinggi nilai spiritualitas juga menjadikan semakin tinggi tingkat *corporate governance*, reputasi perusahaan, maupun kinerja keuangan.

Namun demikian, persoalan *agency conflict* pada Pasar Modal Indonesia masih sangat kuat. Hal ini dapat diindikasikan dari tidak adanya dampak antara *corporate governance* dengan reputasi perusahaan, dan reputasi perusahaan tidak berdampak pada kinerja keuangan. Reputasi perusahaan yang dikuasai oleh *blockholder* lokal (termasuk BUMN) ternyata lebih baik dari yang dikuasai oleh *blockholder* asing. Hal ini menunjukkan pula bahwa *market for corporate control* berjalan untuk saham-saham yang dikuasai

oleh *blockholder* lokal khususnya pada penguasaan *blockholder* oleh pemerintah.

Saran

Saran-saran atas temuan penelitian secara umum adalah bahwa perlindungan terhadap pemegang saham minoritas masih sangat perlu ditingkatkan, sedemikian pula dengan peningkatan *law enforcement*. Perlindungan tersebut menyangkut mulai level kebijakan hingga level praktek.

Pemerintah perlu melakukan pembinaan terhadap *blockholder* agar mereka lebih memprioritaskan hak-hak pemegang saham minoritas. Masih diperlukan pula revitalisasi atas peran strategis BAPEPAM menjadi lembaga independen setingkat Bank Sentral, dalam rangka meningkatkan *legal environment* agar *law enforcement* lebih efektif dan memadai. Selain itu, pembangunan *legal environment* perlu didukung pula dengan percepatan lahirnya Undang-Undang Demokratisasi Ekonomi dan juga sekaligus mengamandemen Undang-Undang No. 8 Tahun 1995. Pengawasan yang khususnya berkaitan dengan perilaku para *blockholder* masih perlu pula menjadi perhatian dengan mewaspadaai pola *abnormal return*, karena sangat mungkin hal ini sebagai bagian dari aktivitas *insider* dalam memperoleh manfaat atas biaya pemegang saham minoritas. Sejalan dengan hal ini, maka bentuk-bentuk transaksi yang merupakan buah dari inovasi keuangan perlu diawasi dan ditingkatkan mekanisme keterbukaannya.

Sudah waktunya para *blockholders* untuk lebih memperhatikan pemegang saham minoritas dengan cara peningkatan pemberian dividen, sebagaimana juga untuk terus meningkatkan CSR sebagai wujud dari nilai spiritualitas, sebab perusahaan di era konseptual seperti sekarang membutuhkan *sustainability*. Di era ini *trend* bisnis dan ekonomi sudah meninggalkan paradigma lama yang hanya berfokus pada falsafah *rationalism-utilitarian* menuju paradigama baru yakni perlombaan kekuatan komitmen akan etika, ekuitas sosial, ekologi, dan efisiensi (Sharma; 2008, Fukuyama, 1995).

DAFTAR RUJUKAN

- Al-Quthb, M. 2004. 30 *Amal Shaleh* Pembuka Pintu Surga, Pustaka Al-Mawardi.

- Arena, C. 2007. *The High Purpose Company, Perusahaan Bertanggung Jawab dan Berprofit Tinggi*, PT Gramedia Pustaka utama, Alih Bahasa; James Pantou Asian Corporate Governance Association. 2005. *The Corporate Governance Landscape in Asia: What's happened, What Now, What's Next?*, Presentation by Jamie Allen, Secretary General, ACGA, Singapore-Kualalumpur, ACGALtd.
- Barnett, L., and Michael, M., Jermier John, A. Lafferty Barbara, *Corporate Reputation: The Definitional Landscape*, The University of South Florida.
- Brown, D.L., and L. Caylor Marcus. 2004. *Corporate Governance and Firm Performance*, Working Paper, Georgia State University.
- Carroll, B.A. 1996. *Business & Society: Ethics and Stakeholder Management*, 3rd Edition, USA.
- Carmeli, A., and A Tishler. 2005. *Academic Research, Perceived Organizational Reputation and Organizational Performance: An Empirical Investigation of Industrial Enterprise*. Corporate Reputation Review. Volume 8. No.1.
- Chang, A.C.A. 2004. *The Impact of Corporate Governance Practice on Firms' Financial Performance: Evidence from Malaysian companies*, ASEAN Economic Bulletin 21-3, 308-318.
- Chau, G.K., and S.J. Gray. 2002. *Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hongkong and Singapore*, The International Journal of Accounting.
- Chidambaram, N., and K. John, 2000. *Relationship Investing and Corporate Governance*, Tulane University and New York university, Working Paper.
- Claessens S.^a, S Djankov.^b, H.P. Lang L. 2005. *Who Controls East Asian Corporation?* ^{ab} World Bank, ^c The University of Chicago.
- Dawar N., and F. Tony. 1999. *World View. Global Strategies for The New Economy: Compating with Gian; Survival Strategies for Local companies in Emerging Markets*, Edited by Jeffrey E. Gaten, A. Harvard Business Review Book. USA.
- Driffield Nigel, and V Mahambare, Sarmistha, P. 2005. *How Ownership Structure Affects Capital Structure and Firm Performance? Recent Evidence from East Asia*—Department of Economics and Finance, Bronel University.
- Eng, L.L., and Y.T. Mak. 2003. *Corporate Governance and Voluntary Disclosure*, Journal of Accounting and Public Policy.
- Fombrun, C., and Shanley. 1990. *What's a name? Reputation Building and Corporate Strategy*, Academy of Management Journal, Volume 33.
- Fombrun, C, Gardberg, N.A., and J.M. Server. 2000. *The Reputation Quotient ; a Multistake Measure of Corporate Reputation*, Journal of Brand Management, Volume 7.
- Foster George. 1986. *Financial Statement Analysis*, Prentice Hall, Second Edition, Englewood Cliff, New Jersey, USA.
- Fry, W., and Louis, Matherly, L., Laura. *Spiritual Leadership and Organizational Performance: An Exploratory study*, Tarleton State University_Central Texas.
- Fukuyama, F. 1995. *Trust, Kebajikan Sosial dan Penciptaan Kemakmuran*, Penerbit Qalam, Yogyakarta, Cetakan Kedua, 2007.
- Gillan, S.L., and L.T. Starks. 2003. *Corporate Governance, Corporate Ownership, and The Role of Institutional Investor: a Global Perspective*, Journal of Applied Finance.
- Gomes, A. 2000. *Going Public Without Governance: Managerial Reputation Effects*, Journal of Finance, Vol 1, No2.
- Hosmer, L.T. 1995. *Trust: The Connecting Link Between Organizational Theory and Philosophical Ethics*, Academy of Management Review.
- Jamal. A. 2007. *Corporate Sufi*. Cetakan 1. Bandung: Hikmah.
- Jensen, M.C., and H. Meckhing, W. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3,355-360.
- Langraf, E., and R.B. Ahmed. 2003. *Corporate Disclosure Quality and Corporate Reputation*, Review of Accounting and Finance, Volume 2.
- LaPorta, R., and Lopez., De-silanes, Shleifer Andrei. 2000. *Agency Problems And Dividend Policies Around The World*. The Journal of Finance IV.1.
- Lloyd, S., and K. Mortimer. *Corporate Reputation: Seeing through the eye of the beholder*. AUT University.
- Maher, M., and Anderson, T. 1999. *Corporate Governance: Effect On Firm Performance And Economic Growth*, Organization For Economic co-operation and Development.
- Malid, M.A., and G.Perry Larry, N.J.Rimbay. 1998. *The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: A Time series Cross Sectional Analysis*. The Financial Review 33, 85-98, Arkansas.
- Marques, F.J. 2008. *Spiritual Performance from an Organizational Perspective; The Starbucks Way*, Journal of Corporate Governance Vol.8 page 248-257.
- Maury, B. 2004. *Essay On The Costs And Benefits of Large Shareholders In Corporate Governance*, Swedish School of Economic and Business Administration.

- Miller, C.W. 2000. *Spiritual-Based Leadership and Corporate Reputation: The true source of high Integrity and responsibility*, The Indian institute of Management, Calcutta, February 28–29, 2000.
- Miller, C.W. 2001. *Responsible Leadership: Base Your Leadership on Spiritual Roots*, Executive Excellence, Vol.18 No 5, May 2001.
- OECD. 2004. *Principles of Corporate Governance*, www.oecd.org/daf/corporate/principles Pamco Publishing Company, 1992, *New Illustrated Webster's Dictionary of The English Language*, New York, USA.
- Patrick, H. 2001. *Corporate Governance and The Indonesian Financial System: A Comparative Perspective*. Discussion Paper Series 16 Columbia Business School.
- Reneboog, L. 2006. *Towards New Corporate Governance Regime in Europe, New Modes Of Governance Project*, Tilburg University.
- Rose, C., and Steen, T. 2004. *The Impact of Corporate Reputation on Performance:some Danish Evidence*, European Management Journal, Vol 22 No 2.
- Sanders, W.M.G., and S. Boivie. 2004. *Sorting Things Out: Valuation of New Firm in Uncertain Markets*, Strategy Management Journal, No. 25.
- Sharma, S. *Toward Holistic Performance Scorecard: A New Strategic Imperative*, Dean, Indian Business Academy Bangelore & Greater Noida.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. *A Survey of Corporate Governance*, Journal of Finance. Vol.52.
- Solimun, A.B., dan Sa'adah, U. 2007. *Pemodelan Persamaan Struktural-Pendekatan SEM dan PLS*, Program Studi Statistika FMIPA, Universitas Brawijaya, Malang.
- Surin, B. 1991. *AdzDzikraa Terjemah dan Tafsir Al-Qur'an Dalam Huruf Arab dan Latin*. Bandung: Angkasa.
- Suta, I.P.G.A. 2005. *Kinerja Pasar Perusahaan Publik Di Indonesia: Suatu Analisis reputasi Perusahaan*, Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia. Yayasan SAD Satria Bhakti, Jakarta, Indonesia.
- Young, B. 2003. *Corporate Governance and Firm Performance: Is There a Relationship?* Ivey Business Journal, September/October 2003.
- Zingales, L. 1995. *What Determines The Value of Corporate Votes?*, Quaterly Journal of Economics, Vol 110.