

**Mekanisme Tata Kelola yang Ada Di Perusahaan dan Pengaruhnya Terhadap Kinerja
Perusahaan yang Memiliki Struktur Kepemilikan yang Berbeda dalam Keadaan
Ekonomi yang Tidak Menentu**

Neni Astuti

Staff Pengajar Program Manajemen, Fakultas Ekonomi

Universitas Pancasakti-Tegal

Email: n_astuty@yahoo.co.id

Abstract

This article examines the relationships among ownership structure, firm risk, economic uncertainty, and governance mechanisms. Governance mechanisms, play the role of reducing opportunistic behavior by either shareholders with controlling interest in the company or manajemen in a company with dispersed shareholding, to undertake financing, investment decisions that benefit their interests, while adversely affecting those of other shareholders, especially those with minority interests (in the case of controlling shareholders); and all stakeholders, including shareholders, creditors among others (agency costs). Under conditions of economic uncertainty, given similar governance mechanisms, firms with controlling interests that takes the form of families or family groups, are shown to be more vulnerable to opportunistic behavior than firms with other forms of ownership structure. This happens to be the case even if such firms are listed on capital markets, since the proportion of shares listed is more often than not, small, which is intended to ensure that though such firms are obliged to abide by information disclosure requirements at a regular basic which is one form of corporate governance, those with controlling retain their clout in determining key financing, investment, and even dividend policies. To that end, the short paper recommends regulatory authorities to impose more stringent corporate governance requirements during conditions of economic adversity for firms that have controlling interests that take the form of families or family groups, private interest groups driven entirely by profit motives and even state owned enterprises.

Key Words: Economic uncertainty, capital structure, corporate governance, incentive mechanisms

Pendahuluan

Krisis keuangan global yang dimulai di Amerika Serikat dengan permasalahan kesulitan pemilik rumah dengan *mortgage*, pinjaman rumah yang kemampuan *creditworthiness* mereka dibawah standar umum (*sub prime mortgage*) yang kesulitan membayar kewajiban mereka sehingga lama kelamaan merambah ke perusahaan penyedia *mortgage*, perusahaan jasa keuangan yang menggunakan *sub prime mortgage* rumah sebagai produk jasa keuangan turunan (*derivatives*), perusahaan non financial dan financial yang membeli produk turunan yang bersumber dari *sub prime mortgage* sebagai salah satu produk dalam portfolio investasi mereka, perusahaan penjamin jasa keuangan (asuransi, perbankan, leasing, investasi perbankan, dan bahkan *reinsurance*, dan tentu lembaga penjamin deposit, dan pada akhirnya kondisi keuangan dibanyak negara, karena lembaga tersebut adalah milik negara dan di kelola pemerintah dibanyak Negara.

Setelah *sub prime credit* permasalahan mulai terkuak, banyak pertanyaan mulai bermunculan, dimana sebenarnya akar permasalahannya, apakah deregulasi dan liberalisasi jasa keuangan yang melampaui batas? Apakah lembaga supervisi yang kurang siap, kurang fleksible menghadapi perkembangan yang cepat dalam inovasi produk keuangan yang semakin lama makin kompleks, sehingga sulit sekali menyelesaikan masalah antara variasi produk keuangan derivatif yang ada dengan program manajemen resiko suatu perusahaan secara cepat dan tepat karena terkait banyak investasi ataupun pembiayaan yang menggunakan produk derivatif tersebut tidak tercatat dalam *balance sheet* maupun *income statement* perusahaan karena transaksi yang terjadi dianggap belum terealisasi dan *conditional* atau *contingent* pada kondisi pasar tertentu.

Perlu diketahui bahwa Indonesia, India, dan China, menunjukkan *resilience* yang lebih baik dalam menghadapi krisis keuangan global dibandingkan dengan negara maju pada umumnya dan *emerging markets* pada khususnya. Dampak yang tidak begitu besar pada perekonomian, membuat perusahaan di Indonesia meski tidak lepas sama sekali dari guncangan tersebut. Meski pasar modal pada akhir 2008 sampai dengan akhir 2009 terguncang, namun magnitude guncangan tersebut tidak sebesar dan tidak begitu lama jika dibandingkan dengan tahun 1997-1998. Dari perspective perusahaan GO public, nampak jelas bahwa nasib semua perusahaan baik milik swasta, pemerintah, asing dan bahkan campuran tidak mengalami goncangan yang besar jika dibandingkan dengan perusahaan Go Public dan non Go public di negara maju dan *merging markets*. Sebelum krisis keuangan

tahun 2007-2009, perusahaan Go public di Indonesia telah menunjukkan kenaikan yang drastis yang dipicu kinerja bagus ekonomi Indonesia yang antara lain didukung tingginya permintaan domestic, dan pertumbuhan ekspor yang tinggi yang dipicu pertumbuhan ekonomi tinggi di China, India, dan *emerging markets* utama yang lainnya dan pertumbuhan perkonomian dunia bahkan negara berkembang sekalipun yang didongkrak tingginya harga komoditas pertanian, kehutanan dan hasil bumi atau *basic minerals, primary commodities (palm oil, coffee, rubber etc)*. Dapat dikatakan, perekonomian Indonesia mulai merasakan manfaat yang ditimbulkan oleh kerasnya dampak krisis ekonomi pada tahun 1997-1998 yang mendorong penerapan kebijakan ekonomi makro yang terukur, terkendali, dan termonitor perkembangannya dengan baik, yang didukung oleh kebijakan micro pada umumnya dan disektor perbankan pada khususnya yang mengedepankan peraturan prudential yang kuat dan berkala sehingga membuat perusahaan menghindari kegiatan investasi dan pembiayaan yang beresiko tinggi, yang diperkuat dengan program manajemen resiko yang baik. Namun, ketika krisis keuangan pada tahun 2008 berkecambuk, meski secara umum ekonomi Indonesia tidak kena dampak yang besar, tidak semua perusahaan yang ada di Indonesia pada umumnya dan perusahaan yang sahamnya tercatat di BEI mampu melewati krisis keuangan global tanpa masalah sama sekali. Hal tersebut dapat terlihat dari perusahaan Go public yang kemerosotan kinerjanya dihentikan atau dicegah agar supaya tidak lebih parah melalui *'bailout'* yang terselubung. Contoh yang sering disebut adalah Bumi Resources yang perdagangan sahamnya di hentikan setelah harga mengalami penurunan di atas 10 persen untuk waktu yang lebih lama dari keinginan pengelola pasar modal sendiri. Jadi dapat dilihat bahwa kinerja bagus satu perekonomian tidak semata mata menggambarkan kinerja semua perusahaan yang ada, meski perusahaan yang bersangkutan berkapitalisasi besar. Peran struktur kepemilikan, model business yang digunakan termasuk program manajemen resiko, *line of business* yang digeluti serta ada tidaknya tata kelola korporasi yang baik, ikut mempengaruhi kinerja satu perusahaan di bursa efek pada umumnya dan dalam kondisi ketidak pastian ekonomi yang tinggi.

Risk & Return Perusahaan: Apa bedanya antara resiko sistematis dan resiko non sistematis dan bagaimana berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?

Hubungan antara resiko dan *return* perusahaan pada asset telah lama dibuktikan dengan CAPM *risk-return model* (William Sharpe, 1964; Lintner, 1965), yang merupakan

perbaikan teori *mean-variance* yang dikembangkan Markowitz (1959). Pada intinya, resiko dan *expected return* perusahaan ditentukan oleh dua sumber resiko, satu adalah resiko sistematis yang timbul karena pasar sehingga tidak bisa dihilangkan dengan berdiversifikasi (diukur dengan beta, semakin tinggi perusahaan dipengaruhi pasar makin tinggi pula betanya). Sumber resiko yang lain adalah *unsystematic risk* yang dikaitkan dengan industri dimana perusahaan yang bersangkutan berkecimpung, sektor, jenis produk, system manajemen, produksi, strategi investasi dan keuangan yang digunakan, yang dapat didiversifikasi. Resiko unsistematis, dapat dihilangkan dengan diversifikasi melalui pembentukan portfolio yang efisien. Jadi resiko yang perlu dicermati adalah *systematic risk*

Perusahaan yang memiliki tingkat resiko yang tinggi, *beta* perusahaan tinggi, diwajibkan memberikan *return* yang tinggi pula pada investor agar tertarik menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Pada tingkat resiko tertentu, investor akan mencari perusahaan atau saham perusahaan yang memberikan keuntungan terbesar, dan pada tingkat *return* tertentu, investor akan mencari saham yang memiliki *return* yang relatif rendah. Fenomena perusahaan kecil memiliki *return* yang relatif lebih tinggi dari perusahaan besar, yang dikenal dengan *efek size*, ikut pula mendukung teori adanya keterkaitan antara resiko perusahaan dan return pada sahamnya. Perusahaan kecil memiliki tingkat resiko yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar sehingga return pada sahamnya harus juga tinggi.

Peran Governance, Struktur kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan dalam kondisi Ekonomi yang tidak menentu

Dalam kondisi normal resiko perusahaan cenderung dipengaruhi oleh faktor mikro dan makro, masing – masing jenis produk atau jasa yang dihasilkan, sumber dan tipe pembiayaan, kegiatan operasi, dan perubahan regulasi, tingkat perubahan teknologi, perubahan faktor makro ekonomi (tingkat suku bunga, kurs, tingkat utang negara, tingkat devisa negara, *sovereign risk* negara dimana perusahaan beroperasi, dan sebagainya (Cavallo dan Valenzuela, 2007). Menurut Burkart (1997), perubahan *return* selain disebabkan faktor resiko *aversion*, kondisi ketidak pastian (*uncertainty*), kondisi ekonomi (volatilitas dalam fundamental ekonomi), merupakan faktor penting yang berpengaruh besar terhadap volatilitas *return* yang terjadi pada asset perusahaan dan pada akhirnya ke nilai perusahaan. Ketidakpastian lingkungan mempengaruhi cara manajer dalam hal strategi yang diambil, kemungkinan berhasil tidaknya strategi itu dan target yang telah ditetapkan. Kondisi

ekonomi yang tidak menentu mempengaruhi kinerja manajer dan pada akhirnya akan berimbas pada nilai perusahaan. Hal itu berarti dampak dari kegiatan yang dilakukan manajer ke nilai perusahaan *conditional* atau *contingent* pada ketidakpastian lingkungan. Ada pengaruh kuat dari kondisi lingkungan terhadap kinerja manajer dan perusahaan, Syafruddin (2006). Tingginya ketidakpastian berdampak kuat terhadap *risk averseness* manajer di perusahaan dengan persaingan yang sangat tinggi sehingga mempengaruhi kebijakan yang dilakukan dan akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan yang terdaftar di BEI. Mitton (2002), kinerja saham perusahaan yang terdaftar di beberapa bursa di Asia (Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines and Thailand) menunjukkan bahwa *transparency* dilihat dari *quality accounting disclosure* dan adanya *higherownership concentration* berdampak *positive* pada kinerja perusahaan dalam keadaan krisis. Hal ini berkaitan dengan meminimalisasi kegiatan yang mengurangi nilai perusahaan yang dapat dilakukan manager ketika tingkat kendali *ownership control rights* yang dia miliki pada perusahaan melebihi *free cash flow rights* (classens et al. 2002) khususnya dalam keadaan krisis dimana investasi perusahaan menurun. Seperti dikemukakan dalam penelitian Lemmon and Lins (dalam Classens dan Fan, 2002), krisis ekonomi berdampak pada menurunnya peluang investasi sehingga berdampak buruk pada *cash flow*, dan berakibat pada pengambilan kebijakan yang berisiko tinggi misalnya pinjaman yang berjangka pendek dan dengan suku bunga yang tinggi, yang menyebabkan *controlling shareholders* melakukan kegiatan yang mengurangi nilai pemegang saham minoritas. Hal berarti bahwa pada saat ada ketidakpastian perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada manajer/pemilik tertentu, dengan tidak adanya mekanisme tata kelola yang baik, dapat mendorong implementasi kegiatan yang merugikan pemilik saham yang lain. Hal ini menjadi alasan kenapa tingkat kepemilikan manajer pada saham perusahaan meningkat pada saat ketidakpastian lingkungan meningkat (Syafruddin, 2006).

Struktur mekanisme *governance* yang ada pada perusahaan berperan penting sebagai salah satu ukuran yang dipakai investor dalam menentukan tingkat resiko yang ada pada suatu perusahaan sehingga menjadi tolak ukur return pada saham yang diharapkan dan berdampak kinerja keuangan dan akhirnya berpengaruh pada nilai perusahaan. Hal tersebut dikarenakan tata kelola (*governance*) yang ada berpengaruh pada struktur modal, dan struktur kepemilikan. Negara yang menjunjung tinggi tata kelola yang baik, misalnya yang menganut sistem *common law* (Amerika serikat, Inggris, Canada dan jajahan Inggris yang lainnya) yang *enforcement of rule of law* memberikan investor rights, creditors rights dan shareholder

rights yang tinggi, cenderung memberi proteksi pada investor, bahkan yang minoritas sehingga lebih menarik investor dibandingkan dengan Negara dengan sistem *hukum sipil* (*civil law countries di benua Eropa (Perancis, Jerman dan negara Skandinavia)*). Dengan demikian, tata kelola berpengaruh pada tingkat investasi yang dilakukan, berpengaruh pada tingkat pembiayaan eksternal (tata kelola yang baik meningkatkan volume pembiayaan eksternal yang masuk), investasi pada aktiva invisible misalnya R & D, pada gilirannya berdampak pada kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Proteksi investor yang tinggi mendorong pendalaman dan perluasan sistem keuangan, dengan memungkinkan penawaran produk keuangan yang lebih banyak yang bertujuan memenuhi kebutuhan jasa dan produk investasi dan keuangan yang diperlukan (Emmons dan Schmid, 1999).

Suatu upaya manage resiko perusahaan ditentukan oleh, antara lain, tingkat *risk aversion* yang dimiliki manajemen, kemungkinan bankrupt dan biaya yang timbul (*distress costs*) dimana tingkat utang dibandingkan dengan equity tinggi, tingkat *asymmetris informasi* (ada tidaknya *transparency* dan *akuntabilitas* dalam penentuan kebijakan investasi dan pembiayaan), ada tidaknya pemisahan antara posisi CEO dan *Board Chairman board* (Dionne dan Triki, 2004). Sudah banyak mekanisme yang dikembangkan untuk mengurangi tindakan *shirking* atau tindakan yang merugikan pemegang saham tetapi menguntungkan seorang manajer yang banyak diuraikan di teori keagenan (skema insentive yang menghubungkan remunerasi manajer dengan kinerja perusahaan (sering kali kinerja dilihat dari kecenderungan indikator keuangan, termasuk *stock options* yang sekarang banyak disorot karena mengutamakan nasib manajer perusahaan ketimbang kelangsungan perusahaan itu sendiri dan pemegang saham; penggunaan anggota direksi independen dan berwibawa; penggunaan dewan direksi yang terdiri dari banyak anggota yang memiliki kompetensi yang berbeda beda, penggunaan kebijakan pembiayaan dengan utang sehingga pemilik utang menjadi bagian penting dalam memonitor kegiatan manajer, pemisahan posisi CEO dengan posisi ketua dewan direksi. Dari sisi lain, tingkat keuntungan yang diukur dengan profitabilitas dipengaruhi, antara lain tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan pada period sebelumnya, tingkat produktivitas, size dan sektor ekonomi dimana perusahaan beroperasi (Stierwald, 2009). Semua managerial insensitive bertujuan mengkaitkan remunerasi manajer dengan kinerja yang berkaitan dengan tindakan pembiayaan dan investasi di perusahaan yang dilakukan, diukur dengan profitabilitas, market share, harga saham, jumlah dan efektivitas produk yang diluncurkan ke pasar.

Namun demikian adanya *managerial incentive* dalam bentuk *stock option* yang bisa di exercise hanya pada harga saham tertentu sangat baik untuk utilitas manajer tetapi tidak selalu baik bagi pemegang saham, karena belum tentu ada keterkaitan antara produktivitas perusahaan atau kinerja perusahaan dan harga yang menjadi *trigger* bagi manajer untuk menggunakan haknya untuk menjual atau membeli saham. Khususnya, dalam hal adanya insentif dalam bentuk *call opsi*, seperti diutarakan Blanchard dan Dionne (2003), bisa saja merugikan pemegang saham dan stakeholders yang lainnya karena lebih menguntungkan bagi manajer *exercise* opsi nya jika harga saham rendah, sehingga memberikan manajer kesempatan emas membeli saham perusahaan dengan harga yang rendah, hal ini bertentangan dengan tujuan utama mendorong remunerasi manajer dikaitkan dengan kinerja perusahaan. Hal ini tentu menguntungkan manajer yang pada dasarnya memiliki spesialisasi ketrampilan sehingga dia cenderung memaksimalkan utilitasnya jika memegang posisi manajer karena sulitnya mendapatkan jabatan yang sama jika dia keluar dari perusahaan itu. Dalam keadaan ekonomi yang tidak menentu, struktur kepemilikan yang memberikan banyak kendali pada kebijakan investasi dan pembiayaan bagi pemilik saham mayoritas dibandingkan dengan pemegang saham minoritas, cenderung mengambil kebijakan yang lebih beresiko dibandingkan dengan perusahaan yang struktur kepemilikan saham tersebar. Dengan adanya mekanisme kelola yang baik, dapat mengkaitkan remunerasi manajemen dengan produktivitas dan kinerja perusahaan.

Penutup

Penerapan mekanisme good governance dalam perusahaan sangat penting untuk menjaga agar tidak ada kebijakan yang dilakukan pemegang saham kendali pada satu sisi, dan manajemen pada sisi yang lain, yang hanya menguntungkan kepentingan mereka dan tidak berkontribusi pada nilai perusahaan. Jika hal tersebut kemungkinan terjadi dalam satu perusahaan, kondisi ketidak pastian ekonomi membuat tindakan tersebut lumrah dan sering terjadi. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa, penerapan mekanimse good corporate governance sangat perlu agar tidak ada pihak pihak yang berkepentingan yang dirugikan. Struktur kepemilikan, struktur mekanisme kelola yang diterapkan perusahaan dan ketidakpastian ekonomi mempengaruhi kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Dengan tidak adanya mekanisme tata kelola yang baik, dapat mendorong kegiatan yang merugikan sebagian pemilik saham, khususnya pemegang saham minoritas. Pemegang saham kendali

dalam perusahaan cenderung memanfaatkan keadaan kurang adanya mekanisme tata kelola perusahaan yang baik untuk mengambil keputusan yang menguntungkan pihak dia, tetapi merugikan pemegang saham dan pihaklain yang tidak mempunyai wakilnya dalam dewan komisaris. Keadaan ekonomi yang tidak menentu cenderung mendorong pemegang saham kendali dalam perusahaan yang tidak memiliki mekanisme tata kelola yang baik, mengambil tindakan investasi, pembiayaan, yang tidak menambah pada produktivitas dan nilai perusahaan tetapi malah menguras nilai perusahaan yang ada. Pada saat ketidakpastian ekonomi meningkat, struktur kepemilikan yang memberikan banyak kendali pada kebijakan investasi dan pembiayaan bagi pemilik saham mayoritas dibandingkan dengan pemegang saham minoritas, pihak yang diuntungkan cenderung mengambil kebijakan yang lebih beresiko dibandingkan dengan perusahaan yang struktur kepemilikan saham tersebar.

Dengan kata lain, tidak adanya good corporate governance, memungkinkan adanya tidak hanya pemegang saham yang dapat merugikan stakeholder yang lain, tetapi manajemen juga turut berperan dalam hal itu. Kebijakan yang mengkaitkan kinerja manajemen dengan nilai *stock option* yang lebih mengutamakan nasib manajer perusahaan ketimbang pemegang saham, cenderung mendorong manajemen mengimplementasi kebijakan perusahaan yang beresiko tinggi karena jika nilainya bagus, nilai stock optionnya akan meninggi, sedangkan jika kinerjanya buruk, nilai yang diperoleh manajemen tidak berkurang, tetapi pemegang saham dan pemangku kepentingan yang lainnya. Kondisi demikian terpantau lebih cenderung dilakukan perusahaan yang tingkat kepemilikannya lebih dibawah kendali pendiri atau legal entity yang menguasai lebih dari 20 percent keseluruhan saham perusahaan (concentrated ownership). Hal tersebut terjadi karena dalam keadaan bangkrut, pemegang saham umum akan mendapat sisa dari nilai perusahaan setelah kewajiban pemegang preferred shares, dan pemegang semua tipe obligasi termasuk debentures. Dengan demikian semua kegiatan pembiayaan dan investasi yang berakibat pada penurunan nilai residual dari nilai perusahaan mengurangi nilai yang akan diterima semua pemegang saham umum, (ordinary shareholders). Jadi tidak mengkaitkan dengan produktivitas perusahaan atau kinerja perusahaan. Tetapi dengan adanya mekanisme kelola yang baik, dapat mengkaitkan remunerasi manajemen dengan produktivitas dan kinerja perusahaan. Berdasarkan uraian di atas perlu pengetatan ketentuan perihal mekanisme tata kelola yang diterapkan di perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan yang dibawah kendali keluarga atau kelompok keluarga serta kelompok yang dibawah kendali pemerintah. Perlu juga diubah pola pemberian insentif pada manajemen sehingga kinerja perusahaan baik yang positif dan negative berimbas pada

kompensasi yang diterima (kinerja perusahaan yang baik, meningkatkan kompensasi yang diterima manajemen, dan sebaliknya jika kinerja perusahaan buruk, kompensasi manajemen turut menurun). Dengan demikian, kepentingan manajemen akan berkorelasi positif dengan kinerja perusahaan, hal ini akan mengurangi perilaku manajemen yang merugikan pemangku kepentingan yang lain hanya karena dia diuntungkan (misal *stock option* yang dieksercise pada saat harga saham mencapai harga tertentu). Sebaiknya bukan kepemilikan *stock option* yang diberikan sebagai insentif kinerja manajemen yang baik, tetapi kepemilikan saham umum, sehingga nasib manajemen akan sama dengan pemegang saham umum yang merupakan pihak yang paling dirugikan jika perusahaan mengambil resiko yang berlebihan yang berakibat kebangkrutan atau likuidasi.

Referensi

- Blanchard D., dan G. Dionne, 2003. "Risk Management and Corporate Governance." HEC Montreal Risk Management Chair Working Paper No. 03-04
- Burkart, M., Gromb D. and Panunzi F. (1997), Large shareholders, monitoring and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics*, 112: 693-728.
- Cavallo E., dan P. Valenzuela¹, 2007. "The Determinants of Corporate Risk in Emerging Markets: An Option-Adjusted Spread ." Research Department ,IMF Working Paper WP/07/228
- Claessens, S. and J. Fan, 2003. "Corporate Governance in Asia: A Survey. mimeo.
- Dionne G., and T. Triki, 2004. "On Risk Management Determinants: What really MatterS?" Working paper 04-04, *Department of Finance and Canada Research Chair in Risk Management, HEC Montreal*
- Emmons , W. R. dan F. A. Schmid, 1999. "Corporate Governance and Corporate Performance." prepared for the Conference, "Corporate Governance and Globalization" Halifax, Nova Scotia, September 1999
- Mitton, T. (2002), 'A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis', *Journal of Financial Economics*, 64, 215±41.
- Stierwald, A., 2009. "Determinants of Firm Profitability – The Effect of Productivity and its Persistence." Melbourne Institute of Applied Economic and Social Research, The University of Melbourne
- Syafruddin, M, 2006. "Pengaruh Struktur kepemilikan Perusahaan pada Kinerja: Faktor Ketidakpastian lingkungan sebagai Pemoderasi." *JAAI*, 10(1): 2006: 85 – 99, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro

