

**PENGARUH *PUBLIC OWNERSHIP* TERHADAP  
*CORPORATE GOVERNANCE* DAN *PERFORMANCE*  
PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR PADA  
BURSA EFEK INDONESIA**

**DISERTASI**



**Oleh:**

**IWAN WINARDI**

**PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN  
SEKOLAH PASCASARJANA  
UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA  
SURABAYA  
2017**

**PENGARUH *PUBLIC OWNERSHIP* TERHADAP  
*CORPORATE GOVERNANCE* DAN *PERFORMANCE*  
PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR PADA  
BURSA EFEK INDONESIA**

**DISERTASI**

**Diajukan kepada  
Universitas Katolik Widya Mandala  
untuk memenuhi persyaratan gelar DOKTOR**



Oleh:

**IWAN WINARDI  
NIM: 8111409002**

**PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN  
SEKOLAH PASCASARJANA  
UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA  
SURABAYA  
2017**

## HALAMAN PENGESAHAN

NASKAH DISERTASI INI TELAH DISETUJUI  
TANGGAL: 30 SEPTEMBER 2017

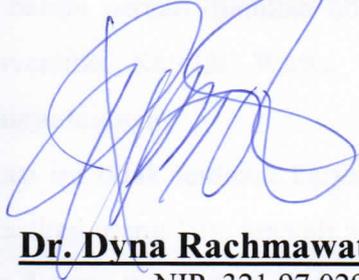
Promotor



**Prof. Dr. Arsono Laksana, S.E., Ak.**

NIP. 130 78 3542

Ko Promotor



**Dr. Dyna Rachmawati, Ak. CA**

NIP. 321 97 0296

Menyetujui:

**Ketua Program Doktor Ilmu Manajemen  
Program Pasca Sarjana  
Universitas Katolik Widya Mandala**



**Dr. Mudjilah Rahayu, MM.**  
NIP. 811 09 0629

## **PERNYATAAN KEASLIAN TULISAN**

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Iwan Winardi  
NIM : 8111409002  
Program Studi : Doktor Ilmu Manajemen  
Alamat : Dian Istana D4-47, Wiyung, Surabaya

Dengan ini menyatakan bahwa:

1. Disertasi saya ini adalah asli dan benar-benar hasil karya sendiri dan bukan hasil karya orang lain dengan mengatasnamakan saya, serta bukan merupakan hasil peniruan atau penjiplakan dari hasil karya orang lain. Disertasi ini belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik baik di Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya, maupun di Perguruan Tinggi lainnya.
2. Dalam disertasi ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan dicantumkan sebagai acuan dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam pustaka.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya.

Surabaya, 30 September 2017

**Iwan Winardi**

NIM: 8111 409 002

## UCAPAN TERIMA KASIH

Saya mengucapkan terimakasih setulus tulusnya untuk:

1. Prof. Budiman Christiananta, MA., Ph.D.: Selalu memberikan semangat untuk menuntaskan studi Program Doktor.
2. Prof. Dr. Arsono Laksana, S.E., Ak.: Selalu Promotor, memberikan saran dan masukan dalam penelitian ini dan aplikasi bisnis sehari hari dalam setiap diskusi.
3. Dr. Dyna Rachmawati, Ak. CA.: Selaku Ko Promotor, memberikan saran dan bimbingan untuk lebih menyempurnakan model penelitian ini.
4. Prof. Drs. Ec. Henky Supit, Ak. : Memberi bimbingan dan penyempurnaan dalam penyusunan disertasi ini.
5. Prof. Dr. R. Andi Sularso : Memberi bimbingan dan penyempurnaan dalam penyusunan disertasi ini.
6. Dr. Bambang Widjanarko Otok, Msi.: Memberi bimbingan dalam bidang statistik dan pengolahan data.
7. Seluruh Dosen dan Staf Program Doktor Ilmu Manajemen, Sekolah Pasca Sarjana, Universitas Katolik Widya Mandala di Surabaya.
8. Seluruh teman teman Angkatan Pertama, Program Doktor Ilmu Manajemen, Sekolah Pasca Sarjana, Universitas Katolik Widya Mandala di Surabaya, sejak tahun 2010 sampai dengan saat ini.
9. Seluruh anggota keluarga : Memberi dukungan selama proses perkuliahan hingga selesainya studi.

Semoga kontribusi pemikiran ini berguna.

Tuhan memberkati.

**Surabaya, 30 September 2017**

**Salam hormat,**

**Iwan Winardi**

**iwainwinardi@gmail.com**

## RINGKASAN

### PENGARUH *PUBLIC OWNERSHIP* TERHADAP *CORPORATE GOVERNANCE* DAN *PERFORMANCE* PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA

#### PENGANTAR

*Ownership structure* perusahaan publik di Indonesia bersifat *concentrated*, tampak pada rata-rata *public ownership* di Indonesia hanya 30,5%, sementara 60% *insider ownership* cenderung dimiliki oleh keluarga. Indonesia sebagai *emerging market* akan terus berevolusi, Indonesia dibandingkan negara Asean lainnya paling rendah dalam menggalang dana publik dibandingkan dengan GDP-nya, walaupun GDP Indonesia terbesar diantara negara Asean. Pada tahun 2012, Indonesia hanya menggalang dana publik dari Pasar Modal sebesar 48,8% persen dari total GDPnya. Sementara negara Asean lainnya telah menggalang melebihi hampir dua kali lipat GDPnya seperti di *Singapore, Thailand, dan Malaysia*. Ini mengindikasikan perusahaan-perusahaan di Indonesia kurang memanfaatkan dana dari Pasar Modal. *Public ownership* adalah proksi dari *Individuals, Institutions, Pension Funds, Banks, Governments, dan Overseas* sebagai investor/pemilik saham perusahaan publik dengan referensi investasi pada perusahaan yang memiliki *market performance* tinggi dengan *corporate governance* yang baik. Pasar Modal sebagai sumber pendanaan investasi bersifat jangka panjang adalah strategis untuk digalang oleh perusahaan. Logika investor menuntut pasar modal yang efisien dengan regulator yang kuat dan secara konsisten meminta perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk menerapkan *corporate governance* yang baik. Pemerintah Indonesia mendukung perusahaan-perusahaan publik untuk memperbesar *public ownership* lebih dari 40% dengan memberi pengurangan pajak penghasilan perusahaan sebesar 5%. Penelitian ini memberikan *empirical evidence* mengenai besarnya pengaruh rasio *public ownership* melalui *corporate governance* yang baik akan memberikan *performance* yang tinggi bagi perusahaan. *Performance* perusahaan sebagai dependen variabel dibagi menjadi dua konstruk yaitu *operating performance* dan *market performance*, pembagian ini dapat menggambarkan pengaruh *intervening* variabel yaitu *Corporate Governance* dalam *encouraging enterprise* terlihat pada tingginya *operating performance*, dan pengaruh *corporate governance* terhadap *market confidence*.

Keywords: *Ownership Structure, Public Ownership, Corporate Governance, Firms Performance.*

#### LATAR BELAKANG

Berdasarkan penelitian *Asian Development Bank* (2000) mengenai *corporate ownership* perusahaan publik di Indonesia, ditemukan 67,3% *corporate ownership* di Indonesia memiliki karakteristik *family ownership* (perusahaan publik yang dimiliki oleh keluarga), dan hanya 6,6% dimiliki secara meluas.

Keluarga sebagai pemegang saham mayoritas di perusahaan publik sekaligus ikut terlibat dalam pengawasan dan operasional perusahaan, fenomena ini bertentangan dengan prinsip *Modern Corporation* dan *Private Property* (Berle and Means, 1932) mengenai pemisahan antara *owner* (*principal*) dan *manager* (*agent*). Pada tipe *family ownership*, ditemukan *owner* menjalankan fungsi investasi modal sekaligus mengawasi jalannya kegiatan usaha, sebagai manajer atau pekerja. Besarnya pengaruh *family ownership* pada perusahaan publik di Indonesia kondisi ini disebut juga sebagai *concentrated ownership* (kepemilikan mayoritas hanya pada beberapa orang), kebalikannya adalah kepemilikan yang tersebar (*dispersed ownership*), ukuran *concentrated* atau *dispersed ownership structure* adalah rasio perbandingan kepemilikan saham oleh *insider* (mayoritas) dan *outsider* (minoritas).

Berdasarkan *firm life cycle* (Bartholomeuz and Tanewski, 2006) perusahaan bersifat *concentrated ownership* pada *family* adalah perusahaan dalam tahapan *entrepreneurial*. Fenomena fungsi rangkap pada *owner* seperti: *investing*, *monitoring*, *managing*, dan *working* akan terus berevolusi saat tahapan perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh dalam skala lebih besar. *Owner* sebagai pendiri, kekayaan pribadinya sudah tidak dapat mencukupi lagi untuk membiayai perluasan usahanya, timbul kebutuhan untuk menambah modal. Tambahan modal dapat diperoleh dari pinjaman, atau menjual sebagian sahamnya di Pasar Modal. Pada tahap perluasan ini, fenomena *owner* menjalankan fungsi rangkap, sudah tidak memiliki kemampuan untuk melakukan empat fungsi *investing*, *monitoring*, *managing* dan *working*. Pada tahap pertumbuhan dibutuhkan orang lain sebagai manajer, relasi hubungan *owner* dan *manager* menjadi dasar aplikasi praktis *agency theory* dalam bentuk mekanisme dan aturan disebut *corporate governance*.

*Corporate governance* berperan sebagai mekanisme yang mengatur relasi antara *principal* (pemilik) dan *agent* (manajer) dalam perusahaan untuk mengatasi konflik kepentingan, sehingga perusahaan dapat memberikan nilai tambah kepada *stakeholder*. Berdasarkan penelitian *Asian Development Bank* di tahun 2000, ditemukan bahwa struktur kepemilikan (*ownership structure*) perusahaan-perusahaan publik di Indonesia didominasi oleh tipe kepemilikan keluarga. Ketika keluarga berperan sebagai pemegang saham mayoritas pada suatu perusahaan publik, ditemukan bahwa pemilik juga merangkap fungsi sebagai manajer yang mengendalikan kegiatan usaha. Hal ini berdampak terhadap penerapan *corporate governance* dan kinerja perusahaan untuk memberikan nilai kepada *stakeholder* dan bukan hanya *shareholder*.

Berdasarkan penelitian Rowter (2016), Indonesia dibandingkan dengan negara Asean lainnya, ditemukan bahwa perusahaan di Indonesia menggunakan pendanaan jangka panjang untuk investasi melalui penggalangan dana dari pasar modal dengan menjadi *public company* ada di tingkatan paling rendah yaitu sebesar 48,8% dari *Gross Domestic Product* (GDP), tingkatan tertinggi adalah Singapore 2,691 kali GDP-nya. Perubahan perusahaan bertipe *Family Ownership* menjadi perusahaan terbuka akan memperkuat struktur keuangan perusahaan dan pada akhirnya memperkuat perekonomian negara. Adanya *public ownership* akan memberi dampak pengaruh positif pada *performance* perusahaan karena

investasinya didanai oleh dana publik bersifat jangka panjang dibandingkan obligasi dan pinjaman Bank. Keseriusan pemerintah memperbesar porsi *public ownership* di perusahaan ditunjukkan melalui terbitnya PP No.81 pada tahun 2007, dengan memberikan insentif pengurangan pajak penghasilan perusahaan sebesar 5%. Pengurangan pajak penghasilan sebesar 5% terhadap perusahaan publik ini diharapkan memperbesar porsi *public ownership*. Penelitian ini juga menunjukkan secara empiris semakin besar porsi *public ownership* maka akan memberikan pengaruh positif pada *performance* perusahaan. *Public ownership* adalah proksi dari *Individuals, Institutions, Pension Funds, Banks, Governments*, dan *Overseas* sebagai pemilik saham perusahaan publik dengan motif menjaga nilai investasinya dengan referensi investasi pada perusahaan yang memiliki *market performance* tinggi dengan *corporate governance* yang baik.

Penelitian ini juga bertujuan untuk menguji *agency theory* sebagai landasan teori. *Agency theory* menjelaskan bahwa perbedaan kepentingan dari pemilik dan manajer menyebabkan konflik kepentingan (*agency problems*) yang dapat ditangani melalui suatu mekanisme tata kelola (*Corporate Governance*). Struktur kepemilikan sangat berkaitan dengan konflik kepentingan yang terjadi pada suatu perusahaan. Pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi, anggota keluarga kerap merangkap peran sebagai manajer dalam perusahaan, sehingga konflik kepentingan menjadi minimal. Hal ini berdampak terhadap penerapan *corporate governance* karena komponen yang melaksanakan *corporate governance* didominasi oleh pemilik. Penerapan *corporate governance* yang kurang baik dapat menyebabkan proses *value creation* perusahaan ditujukan untuk memenuhi kepentingan *shareholder*, dan bukan *stakeholder*.

Oleh karena itu, penelitian ini merumuskan hipotesis bahwa *public ownership* dengan indikator rasio *public ownership* berpengaruh signifikan dan positif terhadap mekanisme *corporate governance*, baik susunan komponen (*Corporate Governance Components*) maupun praktek penerapannya (*Corporate Governance Practices*). Penelitian ini merumuskan hipotesis sentral bahwa *public ownership* maupun mekanisme *corporate governance* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *performance* perusahaan. *Performance* perusahaan dapat dilihat dari hasil kegiatan usahanya (*Operating Performance*) dan penilaian pasar atas saham perusahaan (*Market Performance*).

## **DATA, METODE DAN HASIL UJI STATISTIK**

Penelitian ini mengukur *public ownership* melalui indikator besarnya kepemilikan publik (*Public Ownership Ratio*) pada suatu perusahaan. *Corporate Governance Components* diukur melalui jumlah anggota Dewan Direksi, Komite Audit, dan Komisaris Independen dalam suatu perusahaan. *Corporate Governance Practices* diukur melalui adanya pembahasan *corporate action* dan kompensasi pada RUPS, adanya pengungkapan aktivitas perusahaan dan program CSR, kerjasama dengan institusi lain dalam *supply chain* dan/atau pelaporan keuangan, serta adanya dana bagi kesejahteraan karyawan. *Operating Performance* diukur melalui *Sales Growth Ratio* dan *Earning Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization*. Terakhir, *Market Performance* diukur melalui *Price to Earnings Ratio* dan *Price to Book Value*.

Penelitian ini memperoleh data melalui *database* publik seperti *Indonesian Capital Market Directory* serta dari observasi *online* pada *website* resmi emiten atau *website* pendukung lain seperti *website* Bursa Efek Indonesia. Penelitian dilakukan menggunakan teknik analisis *Partial Least Squares regression* untuk mengukur pengaruh antar variabel. Sampel dalam penelitian ini diambil dari perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2012 sebanyak 176 perusahaan.

Dalam pengujian validitas maupun pengujian hipotesis, penelitian menggunakan tingkat kepercayaan 95% atau tingkat kesalahan ( $\alpha$ ) 5%.

### Hasil Pengujian Koefisien Jalur Model *Firm Performance*

Variabel	Koefisien	Standard deviation	T-Statistic	Keterangan
Pub_Own -> CGC	0,175	0,022	7,962	Signifikan
Pub_Own -> CGP	0,065	0,032	2,840	Signifikan
Pub_Own -> O_Perform	0,124	0,063	2,259	Signifikan
Pub_Own -> M_Perform	0,096	0,019	4,871	Signifikan
CGC -> O_Perform	0,028	0,019	1,636	Tidak Signifikan
CGC -> M_Perform	0,142	0,024	6,282	Signifikan
CGP -> O_Perform	0,132	0,081	1,970	Signifikan
CGP -> M_Perform	0,156	0,024	6,876	Signifikan

Sumber: diolah

Pengujian reliabilitas menunjukkan besarnya *composite reliability* (CR) pada masing masing variabel: *Pub\_Own*= 1; *CGC*= 0,732; *CGP*= 0,740; *Market Performance*= 0,696 dan *Operating Performance*= 0,675. Bila ditemukan nilai CR tiap variabel diatas batas *cut off* 60% maka variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah reliabel. Pada nilai *Average Variance Extracted* (AVE) di semua variabel penelitian ini dapat melewati batas *cut off* 0,5, berarti seluruh indikator pembentuk konstruk adalah *valid*.

Hasil pengujian model menunjukkan bahwa model penelitian memenuhi *Goodness of Fit* dengan *R-square* berkisar dari 0,604 hingga 0,746. Hasil perhitungan nilai *Q-square* menunjukkan bahwa model mampu menjelaskan *Market Performance* sebesar 97,3% dan *Operating Performance* sebesar 97,2%. Model dapat disajikan dalam persamaan struktural sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 CGC &= 0,175 \text{ Pub\_Own} \\
 CGP &= 0,065 \text{ Pub\_Own} \\
 M\_Perform &= 0,096 \text{ Pub\_Own} + 0,142 \text{ CGC} + 0,156 \text{ CGP} \\
 O\_Perform &= 0,124 \text{ Pub\_Own} + 0,028 \text{ CGC} + 0,132 \text{ CGP}
 \end{aligned}$$

Dari persamaan di atas, ditemukan hasil pengujian hipotesis untuk seluruh hipotesis dapat diterima, berarti *Public Ownership* berpengaruh positif terhadap *Corporate Governance Components* dan *Corporate Governance Practices*. *Public Ownership*, *Corporate Governance Components*, dan *Corporate Governance Practices*, secara individu berpengaruh positif baik terhadap *Operating Performance*, maupun *Market Performance*. Hal ini menunjukkan bahwa variabel

*Corporate Governance Components*, maupun *Corporate Governance Practiecs* dapat menjadi mediasi hubungan antara *Public Ownership* terhadap *Operating Performance* ataupun *Market Performance*. Pengaruh terhadap *performance* yang dominan terdapat pada hubungan *Public Ownership* terhadap *Market Performance*, dengan *Corporate Governance Practices* sebagai variabel *intervening*.

## PEMBAHASAN

Paradigma *agency theory* meletakkan relasi *owner* dan *manager* melalui telaah sisi *Public Ownership* perusahaan publik di Indonesia, ditemukan secara uji empiris, bahwa *Public Ownership*, melalui indikator *public ownership ratio* bersamaan dengan adanya *corporate governance* akan memberi pengaruh positif pada *performance* perusahaan. Telaah *Public Ownership* dalam ukuran rasio perbandingan kepemilikan saham *insider* dan *outsider*, untuk menjelaskan *concentrated ownership* bila diperluas menjadi *dispersed ownership* akan memberikan keunggulan lebih bila memiliki *corporate governance* yang kuat, bukan hanya menjalankan *corporate governance* yang bersifat *mandatory* tetapi juga bersifat *voluntary* pada pelaksanaannya.

Di tahun 2012, sumber pendanaan investasi berasal dari *Bank Loan*, Obligasi, dan Pasar Modal bila dibandingkan dengan total GDP, Indonesia memiliki rasio 100%, ukuran rasio 100% dibandingkan GDP adalah terkecil dibandingkan negara Asean lainnya (*Thailand, Malaysia, Philippine* dan *Singapore*) yang melebihi 200% sampai dengan 400% GDP nya, berarti sektor keuangan di Indonesia masih belum optimal bila dibandingkan dengan GDPnya. Untuk itu diperlukan banyak perusahaan modern supaya dapat memperbesar rasio ini. Dari 400 perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia di tahun 2012, total nilai sahamnya memiliki kapitalisasi pasar sebesar 48,8 % GDP Indonesia, dan 50% dari total kapitalisasi pasar dibentuk oleh 11 perusahaan saja. Perusahaan yang sahamnya paling sering diperdagangkan di bursa dalam kategori Top Likuid 45, kapitalisasi 45 perusahaan paling likuid mencapai 69% dari total kapitalisasi (Rowter 2016). Perusahaan publik di Indonesia memiliki sebaran nilai kapitalisasi yang tidak merata hanya ada pada 45 perusahaan saja yang likuid di Bursa Efek Indonesia dan selebihnya adalah perusahaan yang sahamnya tidak aktif diperjual belikan. Perusahaan yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan adalah juga perusahaan yang memiliki *public ownership* lebih rendah dari 40%.

Penelitian ini akan memberikan bukti empiris bagi perusahaan yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan untuk lebih agresif mengembangkan usahanya dengan menggalang dana lebih banyak dari Pasar Modal, dan dapat memperoleh insentif pengurangan pajak penghasilan sebesar 5% bila menambah *public ownership* lebih dari 40%. Semakin besar *public ownership* bersamaan dengan diterapkannya *corporate governance* yang baik telah terbukti dapat memberikan *performance* yang baik pula.

Untuk menjaga *sustainabilty* perusahaan publik maka juga diperlukan peraturan dan lembaga rating di bidang *corporate governance*, bukan hanya memberikan

pelatihan kepada komponen pelaksana, tetapi memberikan alat ukur berupa *self assesment* mengenai *corporate governance* yang dapat dipahami oleh seluruh perusahaan di Indonesia. Pada penelitian ini terbukti bahwa *corporate governance* memberikan pengaruh positif secara langsung terhadap *operating performance* perusahaan dan, secara bersama-sama yaitu besarnya saham publik dan praktek *corporate governance* terhadap tingginya *market performance*, dan akan terlihat pada apresiasi tingginya harga saham.

Pembahasan ini akan menuju pada keyakinan bila melihat lemahnya *performance* perusahaan publik di Indonesia itu adalah pengaruh sedikitnya *public ownership* dan tidak diterapkan *corporate governance* dengan benar. Juga pada keyakinan pada tahapan evolusi perusahaan dari perusahaan keluarga menjadi perusahaan *modern*, *performance* perusahaan akan menjadi berkelanjutan karena adanya pemisahan kepemilikan (*separation of ownership and control*) dan diterapkannya *corporate governance* dengan benar.

## SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pengujian empiris dan pembahasan, dapat diambil simpulan sebagai berikut:

- a. *Public Ownership* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Corporate Governance Components (CGC)*. Hal ini berarti bahwa setiap ada peningkatan *Public Ownership* maka akan meningkatkan *Corporate Governance Components (CGC)*. Kepemilikan publik mendorong perusahaan untuk mematuhi ketentuan Regulator Pasar Modal, mengenai kualitas dan jumlah Dewan Direksi, Komisaris Independen, dan Komite Audit. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan publik di Indonesia telah mematuhi ketentuan tersebut, maka *CGC* yang juga merupakan proksi dari *agent* akan dituntut untuk lebih berkualitas apabila porsi saham publik semakin besar.
- b. *Public Ownership* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Corporate Governance Practices (CGP)*. Hal ini berarti bahwa setiap ada peningkatan *Public Ownership* maka akan meningkatkan *Corporate Governance Practices (CGP)*. Pemilihan Akuntan Publik yang *credibles*, dan *compliance* terhadap semua peraturan, misalnya peraturan ketenaga kerjaan, perijinan yang berkaitan dengan produk perusahaan adalah bagian dari *CGP*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan publik di Indonesia telah mematuhi ketentuan dan diawasi oleh *Regulator*.
- c. *Public Ownership* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Operating Performance (O\_Perform)*. Hal ini berarti bahwa setiap ada peningkatan *Public Ownership* maka akan meningkatkan *Operating Performance*. Dengan memanfaatkan sumber dana jangka panjang dari Pasar Modal untuk investasi, dan terpenuhinya aturan *full disclosure*, memudahkan perusahaan untuk mendapatkan akses modal untuk mendukung perkembangan di masa depan. Ketersediaan dana untuk investasi di perusahaan pada akhirnya akan mendukung tingginya *operating performance*.

- d. *Public Ownership* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Market Performance (M\_Perform)*. Hal ini berarti bahwa setiap ada peningkatan *Public Ownership* maka akan meningkatkan *Market Performance (M\_Perform)*. Minimum *free float* perusahaan publik di Indonesia adalah 7,5% dan batasan insentif potongan 5% pajak penghasilan perusahaan adalah pada batasan 40% saham dimiliki publik, untuk menuju besarnya *ratio public ownership* penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa akan disertai dengan peningkatan *market performance*. Saat ini rata-rata kepemilikan publik di Indonesia baru sebesar 30,5%. Penelitian ini mendukung tawaran insentif pajak bila kepemilikan publik melebihi 40%. Semakin besar kepemilikan publik, maka akan diikuti dengan tingginya *market performance*.
- e. *Corporate Governance Components (CGC)* berpengaruh tidak signifikan dan positif terhadap *Operating Performance (O\_Perform)*. Hal ini berarti bahwa setiap ada peningkatan *Corporate Governance Components (CGC)* tidak mempengaruhi *Operating Performance*. Pada batasan minimum semua perusahaan telah memiliki dan melengkapi seluruh CGC pada perusahaan publik di Indonesia, keberadaan dan peningkatan CGC dengan menambah jumlah personel Dewan Direksi, Komite Audit dan Komisaris Independen tidak akan mempengaruhi *operating performance*. Temuan ini dapat juga diartikan bahwa khususnya pada keberadaan Komite Audit dan Komisaris Independen di Indonesia tidak mempengaruhi *operating performance* karena seluruh aktifitas Komite Audit dan Komisaris Independen tidak dapat diakses publik, keberadaannya hanya bersifat formalitas dan tidak dapat diukur, diperlukan penelitian lanjutan mengenai aktifitas Komite Audit dan Komisaris Independen sebagai bagian dari *Corporate Governance Components*.
- f. *Corporate Governance Components (CGC)* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Market Performance (M\_Perform)*. Hal ini berarti bahwa setiap ada peningkatan *Corporate Governance Components (CGC)* maka akan meningkatkan *Market Performance (M\_Perform)*. Kualitas Dewan Direksi, Komite Audit dan Komisaris Independen akan merespon positif juga oleh *market*, dengan tingginya harga saham.
- g. *Corporate Governance Practices (CGP)* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Operating Performance (O\_Perform)*. Hal ini berarti bahwa setiap ada peningkatan *Corporate Governance Practices (CGP)* maka akan meningkatkan *Operating Performance*. Adanya keterbukaan manajemen sebagai bagian dari CGP, *compliance* terhadap peraturan akan memberi motivasi lebih pada seluruh *agent* pada akhirnya semua pelaksana akan memberikan hasil berupa tingginya *Operating Performance* perusahaan.
- h. *Corporate Governance Practices (CGP)* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Market Performance (M\_Perform)*. Hal ini berarti bahwa setiap ada peningkatan *Corporate Governance Practices (CGP)* maka akan meningkatkan *Market Performance (M\_Perform)*. Adanya keterbukaan dalam informasi *transfer pricing*, adanya *arm's length transaction* yang dapat dicerminkan dalam laporan keuangan, melalui pilihan Akuntan Publik yang baik, adanya

pelaksanaan RUPS, penerbitan laporan keuangan, sebagai bagian dari *full disclosure rule* merupakan bentuk komunikasi langsung dari saham pengendali (*insider owner*), komunikasi yang baik akan di respon oleh pemegang saham publik dengan tingginya harga saham perusahaan.

Dalam entitas korporasi modern dituntut untuk memisahkan antara kepemilikan dengan pengendalian dalam perusahaan. Kepemilikan perusahaan yang sahamnya telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia menjadi perusahaan publik maka dengan mudah ditemukan komponen dan praktek *corporate governance* karena diaplikasikan secara *mandatory*. Demikian juga halnya pengaruh positif besarnya kepemilikan publik terhadap *performance* perusahaan.

Saran untuk perusahaan untuk menjadi *sustainable* adalah perlu secara konsisten menghadirkan keberadaan *corporate governance* dengan komponen pelaksana dan pelaksanaan di dalam perusahaan secara berkualitas dan meluas. Pelaksanaan *corporate governance* bukan hanya untuk memenuhi aturan yang bersifat *mandatory*. Temuan besarnya porsi saham milik publik akan memberikan keunggulan berupa insentif perpajakan, kemudahan akses sumber dana strategis yang bersifat jangka panjang dari Pasar Modal, dan memberikan *performance* yang lebih baik.

Penelitian selanjutnya diperlukan untuk menggali lebih jauh pada perusahaan dengan kondisi *concentrated ownership* (100% *insider ownership*) dengan *intervening* variabel *corporate governance*, berpengaruh terhadap *operating performance*. Penelitian lanjutan akan menguatkan keyakinan untuk menerapkan *corporate governance* secara *voluntary*, dan mengukur efektifitas naiknya *agency cost* terhadap *performance* perusahaan. Pembaharuan strategi usaha diperlukan dalam setiap perubahan yang diakibatkan berkembangnya usaha, pembaharuan dapat dimulai dengan membuat pemisahan antara pemilik dan manager sebagai langkah awal untuk dapat mengakses sumber keuangan strategis dari pasar modal.

*Pedoman Corporate Governance* di Indonesia sampai dengan saat ini belum menjadi Undang Undang yang disahkan oleh parlemen, saat ini parlemen hanya sebatas memilih siapa yang layak duduk di susunan Komisioner Otoritas Jasa Keuangan (OJK), OJK sebagai regulator Industri Jasa Keuangan, Perbankan, dan Pasar Modal. Dinamika perubahan *Pedoman Corporate Governance* di Indonesia akan selalu mengikuti dinamika perkembangan Pasar Modal, untuk itu *regulator* (Otoritas Jasa Keuangan) akan selalu menjaga integritas Pasar Modal sebagai penyedia instrumen investasi bagi pemegang saham minoritas (*outsider*). Penelitian berkelanjutan juga dapat mengikuti arah perubahan *Pedoman Corporate Governance* Indonesia di masa mendatang.

## ABSTRAK

Dalam siklus hidupnya, perusahaan-perusahaan mengalami suatu kondisi yang beragam. Beberapa perusahaan besar mengalami kondisi pertumbuhan usaha yang stabil dalam jangka panjang. Namun, ada pula perusahaan yang dulu besar, namun akhirnya gagal dan bahkan meruntuhkan perekonomian negara, seperti skandal *Enron* dan *WorldCom*. Kebangkrutan *Enron* menegaskan pentingnya tata kelola, baik komponen (*Corporate Governance Components*) maupun prakteknya (*Corporate Governance Practices*), bagi kelangsungan hidup perusahaan. Di Indonesia, mayoritas perusahaan publik dikuasai oleh keluarga. Tingginya kepemilikan keluarga umumnya menyebabkan pemilik ikut sekaligus menjabat sebagai manajer perusahaan. Oleh karena itu, *Ownership structure* perusahaan dapat mempengaruhi penerapan tata kelola (*corporate governance*) yang berperan sebagai mekanisme pengatur relasi pemilik dan manajer. Penelitian ini menguji pengaruh kedua faktor tersebut terhadap kinerja perusahaan (*firm performance*), baik kinerja operasional (*operating performance*) maupun kinerja pasar (*market performance*), dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil analisis terhadap 176 perusahaan publik, dapat disimpulkan bahwa *public ownership* dan *corporate governance* memiliki pengaruh positif terhadap *firm performance*; serta *public ownership* memiliki pengaruh positif terhadap *corporate governance*. Selain itu, pengaruh dari *public ownership* ditemukan paling signifikan terhadap *market performance* perusahaan, ketika dimediasi oleh *corporate governance practices*. Hasil penelitian ini menegaskan pentingnya pengawasan dan transparansi pengelolaan perusahaan dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Penelitian juga menegaskan bahwa porsi *public ownership* yang besar bermanfaat bagi perusahaan, baik melalui insentif perpajakan, akses sumber dana strategis yang bersifat jangka panjang, maupun penerapan praktek *corporate governance* yang lebih baik. Perusahaan yang berhasil umumnya merupakan perusahaan yang sahamnya dimiliki publik lebih besar dari saham yang dimiliki internal dan yang mengedepankan praktek *corporate governance* yang bertanggung jawab.

Kata kunci: *ownership structure, corporate governance, firm performance.*

## **ABSTRACT**

In their life cycle, companies experienced various business circumstances. Several large companies are experiencing a steady business growth conditions in the long term. However, there are also few companies that used to be great, but ended up bankrupt and even threw off the country's national economy, such as Enron and WorldCom's scandals. Enron's bankruptcy affirmed the importance of corporate governance, both its components and practices, for a company's survival. In Indonesia, majority of public companies are owned by families. Companies with high family ownership often means that family members are not just owners, but also officiate as managers in the company. This means that ownership structure can affect the implementation of corporate governance, which regulates the relationship between owners and managers. This research tested both factors for their influence on firm performance, which comprises of operating performance and market performance, of the firms listed on the Indonesia Stock Exchange. Based on the analysis of 176 public companies, it can be concluded that ownership structure and corporate governance have positive influence on the firm performance; and corporate ownership has positive influence on corporate governance. It is also found that ownership structure has the most significant impact on market performance when intervened by corporate governance practices. The results of this study confirms the importance of business process monitoring and transparency to improve the firm performance. This study also confirms that great percentage of public ownership benefits the company via tax incentives, access to strategic and long-term fund, as well as implementation of better corporate governance practices. In conclusion, a successful company is mostly a publicly owned company that emphasizes accountable corporate governance practices.

Keywords: *ownership structure, corporate governance, firm performance.*

## DAFTAR ISI

HALAMAN SAMBUNG LUAR	
HALAMAN SAMBUNG DALAM	
LEMBAR PENGESAHAN.....	i
PERNYATAAN KEASLIAN TULISAN.....	ii
UCAPAN TERIMA KASIH.....	iii
RINGKASAN.....	iv
ABSTRAK.....	xii
ABSTRACT.....	xiii
DAFTAR ISI.....	xiv
DAFTAR TABEL.....	xvii
DAFTAR GAMBAR.....	xviii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xix
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah .....	1
1.2. Rumusan Masalah .....	10
1.3. Tujuan Penelitian .....	11
1.4. Manfaat Penelitian.....	13
1.4.1 Manfaat Teoritis .....	13
1.4.2. Manfaat Praktis .....	14
1.5. Batasan Penelitian .....	15
1.6. Kebaharuan dalam Penelitian ini .....	16
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA .....	17
2.1. Teori Keagenan.....	17
2.2. <i>Corporate Ownership</i> .....	22
2.3. <i>Corporate Ownerships: Structure dan Type</i> .....	27
2.4. <i>Public Ownership</i> di Indonesia .....	29
2.5. <i>Corporate Governance</i> .....	33
2.6. <i>Corporate Governance di Indonesia</i> .....	39
2.7. <i>Performance</i> Perusahaan.....	44
2.8. Ukuran <i>Performance</i> Perusahaan.....	47
2.9. Penelitian Terdahulu: Hubungan <i>Ownership Structure</i> terhadap <i>Corporate Governance dan Performance</i> Perusahaan .....	48
2.10. Penelitian Terdahulu: Hubungan <i>Corporate Ownership, Ownership</i> <i>Structure dan Public Ownership</i> .....	54
2.11. Penelitian Terdahulu: Hubungan <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Performance</i> Perusahaan.....	64
BAB 3 METODE PENELITIAN.....	72
3.1. Rerangka Konseptual.....	72
3.1.1. <i>Public Ownership</i> .....	75
3.1.2. <i>Corporate Governance</i> .....	75
3.1.3. <i>Firm Performance</i> .....	76

3.2.	Hipotesis.....	76
3.3.	Jenis dan Rancangan Penelitian.....	77
3.4.	Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel.....	78
3.5.	Klasifikasi dan Definisi Operasional Variabel.....	80
3.5.1.	Klasifikasi Variabel.....	80
3.5.2.	Definisi Operasional Variabel.....	80
3.6.	Instrumen Penelitian.....	85
3.7.	Prosedur Pengumpulan Data.....	86
3.8.	Teknik Analisis Data.....	86
3.8.1.	Model Spesifikasi dengan <i>PLS</i> .....	90
3.8.2.	<i>Inner Model</i> .....	90
3.8.3.	<i>Outer Model</i> .....	91
3.8.4.	<i>Neight Relation</i> .....	92
3.8.5.	Evaluasi Model .....	93
3.8.6.	Model Pengukuran atau <i>Outer Model</i> .....	93
3.8.7.	Model Struktural atau <i>Inner Model</i> .....	95
BAB 4 ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN.....		97
4.1 .	Gambaran Sampel Obyek Penelitian.....	97
4.2 .	Deskripsi Variabel Penelitian.....	98
4.3.	Pengujian Validitas dan Relibilitas Variabel Laten.....	102
4.3.1.	<i>Confirmatory Factor Analysis (CFA)</i> .....	102
4.3.1.1.	Model Pengukuran Variabel <i>Corporate Governance Components (CGC)</i> .....	103
4.3.1.2.	Model Pengukuran Variabel <i>Corporate Governance Practices (CGP)</i> .....	107
4.3.1.3.	Model Pengukuran Variabel <i>Market Performance (M_Perform)</i> .....	111
4.3.1.4.	Model Pengukuran Variabel <i>Operating Performance (O_Perform)</i> .....	115
4.3.2	<i>Discriminant Validity</i> .....	119
4.4.	Pengujian Persamaan Struktural <i>Firm Performance</i> .....	120
4.4.1.	Hasil Uji Hipotesis Penelitian.....	124
4.4.2 .	Pengaruh Antar Variabel Penelitian.....	128
4.4.2.1.	Pengaruh Langsung Antar Variabel Penelitian.....	128
4.4.2.2.	Pengaruh Tidak Langsung Antar Variabel Penelitian .....	130
4.4.2.3.	Pengaruh Total Antar Variabel Penelitian .....	131
BAB 5 PEMBAHASAN.....		133
5.1.	Pembahasan Model.....	133
5.2.	Pengaruh Antar Variabel Penelitian.....	134
5.3.	Pengaruh <i>Public Ownership</i> terhadap <i>Operating Performance (O_Perform)</i> .....	134
5.4.	Pengaruh <i>Public Ownership</i> terhadap <i>Market Performance (M_Perform)</i> . .....	135

5.5. Pengaruh <i>Corporate Governance Components (CGC)</i> terhadap <i>Operating Performance (O_Perform)</i> .....	135
5.6. Pengaruh <i>Corporate Governance Components (CGC)</i> terhadap <i>Market Performance (M_Perform)</i> .....	136
5.7. Pengaruh <i>Corporate Governance Practices (CGP)</i> terhadap <i>Operating Performance (O_Perform)</i> .....	136
5.8. Pengaruh <i>Corporate Governance Practices (CGP)</i> terhadap <i>Market Performance (M_Perform)</i> .....	136
5.9. <i>Public Ownership</i> dalam menjalankan efektifitas <i>Corporate Governance</i> .....	137
5.10. Kontribusi Penelitian .....	138
BAB 6 PENUTUP.....	142
6.1. Simpulan.....	142
6.2. Implikasi Praktis.....	145
6.3. Saran Penelitian Selanjutnya.....	146
DAFTAR PUSTAKA.....	148

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1. <i>Differences Between Traditional and New Corporate Governance</i> .....	34
Tabel 2.2. Perubahan <i>Firms Ownership</i> di Inggris tahun 1963 dan 2008.....	57
Tabel 2.3. <i>Ultimate owners – Percentage of Firms by Country (Panel A)</i> .....	59
Tabel 2.4. <i>Ultimate owners – Percentage of Firms by Country (Panel B)</i> .....	60
Tabel 4.1. Deskripsi Indikator <i>Public Ownership</i> ....	98
Tabel 4.2. Deskripsi Indikator Dewan Direksi .....	99
Tabel 4.3. Deskripsi Indikator Komite Audit .....	99
Tabel 4.4. Deskripsi Indikator Komisaris Independen.....	100
Tabel 4.5. Deskripsi Indikator Rapat Umum Pemegang Saham.....	100
Tabel 4.6. Deskripsi Indikator <i>Regulators &amp; Community</i> .....	101
Tabel 4.7. Deskripsi Indikator <i>Supplier &amp; Alliance</i> .....	101
Tabel 4.8. Deskripsi Indikator <i>Employee</i> .....	101
Tabel 4.9. Deskripsi Indikator <i>Firm Performance</i> .....	102
Tabel 4.10. Uji Validitas Indikator Variabel <i>Corporate Governance Components (CGC)</i> dengan sampel <i>Bootsstrap</i> .....	105
Tabel 4.11. Uji Reliabilitas pada <i>Corporate Governance Components (CGC)</i> ..	106
Tabel 4.12. Uji Validitas pada Indikator Variabel <i>Corporate Governance ractices (CGP)</i> dengan sample <i>Bootstrap 1.000</i> .....	109
Tabel 4.13. Uji Reliabilitas pada <i>Corporate Governance Practices (CGP)</i> .....	111
Tabel 4.14. Uji Validitas pada Indikator Variabel <i>Market Performance (M_Perform)</i> dengan sample <i>Bootstrap 1.000</i> .....	113
Tabel 4.15. Uji Reliabilitas pada <i>Market Performace (M_Perform)</i> .....	115
Tabel 4.16. Uji Validitas Pada Indikator Variabel <i>Operating Performance (O_Perform)</i> Dengan Sampel <i>Bootstrap 1.000</i> .....	117
Tabel 4.17. Uji Reliabilitas Pada <i>Operating Performance (O_Perform)</i> .....	118
Tabel 4.18. Nilai <i>AVE</i> .....	119
Tabel 4.19. Uji <i>Inner Weight</i> pada <i>Firm Performance</i> dengan sample <i>Bootstrap</i> .....	121
Tabel 4.20. <i>Goodness of Fit</i> dan <i>R-Square</i> .....	123
Tabel 4.21. Hasil Pengujian Koefisien Jalur Model <i>Firm Performance</i> .....	125
Tabel 4.22. Pengaruh Langsung Variabel Penelitian.....	129
Tabel 4.23. Pengaruh Tidak Langsung Variabel Penelitian.....	131
Tabel 4.24. Pengaruh Total Variabel Penelitian.....	132

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1. <i>GDP per Capita 2016</i> .....	4
Gambar 2.1. <i>Structure of Financial Sector in Asean Member</i> .....	29
Gambar 2.2. <i>GDP Comparisons</i> .....	32
Gambar 2.3. <i>The New Corporate Governance Framework</i> .....	34
Gambar 2.4. <i>Relationship between Board Strategy and Success</i> .....	36
Gambar 2.5. <i>The Relationship between a theory of corporate governance and related social sciences</i> .....	61
Gambar 2.6. <i>The intersection between a theory of corporate governance and related social sciences</i> .....	62
Gambar 3.1. Rerangka Proses Berpikir .....	73
Gambar 3.2. Rerangka konseptual.....	74
Gambar 4.1. Uji Validitas <i>Corporate Governance Components</i> .....	103
Gambar 4.2. Uji Validitas <i>Corporate Governance Components (X)</i> dengan 2 Indikator Valid .....	104
Gambar 4.3. Uji Validitas <i>Corporate Governance Practices (CGP)</i> .....	107
Gambar 4.4. Uji Validitas <i>Corporate Governance Practices (CGP)</i> dengan 3 indikator valid.....	108
Gambar 4.5. Uji Validitas <i>Market Performance (M_Perform)</i> -Putaran 1.....	112
Gambar 4.6. Uji Validitas <i>Market Performance (M_Perform)</i> -Putaran 2.....	112
Gambar 4.7. Uji Validitas <i>Operating Performance (O_Perform)</i> -Putaran 1.....	115
Gambar 4.8. Uji Validitas <i>Operating Performance (O_Perform)</i> -Putaran 2.....	116
Gambar 4.9. Hubungan Eksogen terhadap Endogen.....	122

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Peta Teori.....	153
Lampiran 2. Definisi Operasional Variabel.....	160
Lampiran 3. Data Penelitian.....	165
Lampiran 4. Data Sampel Penelitian.....	173
Lampiran 5. Rekapitulasi Data Penelitian .....	178
Lampiran 6. Output Statistik Deskriptif .....	185
Lampiran 7. Validitas dan Reliabilitas Variabel Penelitian .....	188
Lampiran 8. Output <i>SEM</i> dengan Pendekatan <i>Partial Least Square</i> .....	191
Lampiran 9. Output <i>SEM</i> dengan Pendekatan <i>Bootstrapping Partial Least Square, B = 300</i> .....	200
Lampiran 10. Output <i>SEM</i> dengan Pendekatan <i>Bootstrapping Partial Least Square, B = 500</i> .....	203
Lampiran 11. Output <i>SEM</i> dengan Pendekatan <i>Bootstrapping Partial Least Square, B = 1.000</i> .....	219