

PRAKTIK PENGUNGKAPAN ASPEK TATA KELOLA PERUSAHAAN DALAM LAPORAN TAHUNAN DAN RELEVANSINYA BAGI INVESTOR

(Studi pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur)

Wiwik Utami
Fakultas Ekonomi Unika Mercu Buana

Abstract

The objectives of this research are to find out empirical evidence of (1) the value disclosures rank of the corporate governance disclosures to investor's decisions, and (2) the impact of corporate governance disclosures on stocks price and stock transactions

The population of this study was listed companies in the manufacturing sector at the Jakarta Stock Exchange, and the sample was determined based on the following criteria: (a) the annual report ended 31 December; and (b) book value of equity is positive. There were 92 companies meeting the criteria. Data analysis was carried out in terms of pool cross-section covering annual report during 2001–2002. Corporate governance disclosures were measured by score based on investment manager opinion. The stock price dan the transaction volume were measured based on average price and volume for three days observation. The research hypothesis were tested using multi regression with earnings per share and book value per share as control variables.

The results of this research show that (1) disclosures of non financial performance and the background of independence commissioner and directors are the most relevance to investor's decisions, (2) disclosures of corporate governance have significans impact on stock price and stock transactions

Key words: *disclosures, value relevance, stock transactions, stock price*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Istilah *good corporate governance* (GCG) kini menjadi isu penting bagi setiap perusahaan dalam menjalankan usahanya. Motivasi utama dalam menerapkan GCG adalah agar nilai perusahaan naik dan mudah memperoleh pendanaan dari dalam dan luar negeri. Namun menurut hasil survey yang dilakukan oleh *Asian Development Bank* (ADB) ternyata implementasi GCG di Indonesia masih sangat rendah, hal ini ditunjukkan dari sedikitnya perusahaan publik yang memenuhi standar GCG.

Masyarakat Transparansi Indonesia membentuk *Indonesian Institute of Corporate Governance* (IICG) yaitu suatu lembaga yang memantau implementasi GCG di Indonesia. Hasil riset IICG menunjukkan bahwa tingkat partisipasi emiten masih rendah. Hal ini mencerminkan bahwa implementasi GCG di Indonesia masih rendah. Beberapa faktor yang menyebabkan implementasi GCG masih rendah adalah (Antonius dan Subarto:2004): (1) praktik etika bisnis yang rendah, (2) lemahnya perlindungan terhadap investor, (3) rendahnya independensi komisaris, (4) lemahnya penegakan hukum dan (5) rendahnya transparansi.

Sesuai dengan definisi yang dirumuskan oleh IICG maka isu pokok yang dibahas dalam GCG adalah tentang struktur dan proses pengelolaan perusahaan. Struktur *governance* adalah struktur hubungan pertanggungjawaban dan pembagian peran diantara berbagai organ utama perusahaan, yakni pemegang saham (pemilik), pengawas (komisaris) dan pengelola (direksi/manajemen). Sedangkan proses *governance* merupakan mekanisme kerja dan interaksi aktual diantara organ-organ utama perusahaan tersebut. Meskipun pada dasarnya proses *governance* dipengaruhi oleh struktur *governance* tapi realitanya dapat terjadi bahwa interaksi antara organ perusahaan berjalan menyimpang dari struktur yang ada (Antonius dan Subarto:2004).

Beberapa penelitian tentang GCG di Bursa Efek Jakarta mengfokuskan pada masalah struktur *governance*. Pada umumnya struktur *governance* yang diteliti adalah komisaris independen, komite audit, komisaris, direksi, kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham publik dan kepemilikan saham institusional.

Sylvia dan Yanivi (2004) meneliti tentang pengaruh GCG dan tingkat asimetri informasi terhadap tingkat manajemen laba, serta pengaruh GCG dan

manajemen laba terhadap nilai perusahaan. GCG diukur berdasarkan proporsi komisaris independen dan ada tidaknya komite audit. Dengan menggunakan sampel perusahaan publik non keuangan periode 2001-2002 menyimpulkan bahwa (1) tingkat asimetri informasi dan komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat manajemen laba, (2) manajemen laba berhubungan negatif dan signifikan dengan *return* saham (proksi nilai perusahaan), (3) interaksi manajemen laba dengan komite audit dan juga komisaris independen mempunyai hubungan positif dengan *return* (artinya bahwa manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan yang memiliki komite audit dan prosentase komisaris independen yang lebih tinggi dinilai positif oleh pasar). Hasil penelitian serupa juga diungkapkan oleh Pranata dan Mas'ud (2003).

Siti Nuryanah. (2004) meneliti tentang ketaatan emiten terhadap aturan *Board Governance*. Hasil menunjukkan bahwa struktur dan komposisi *board governance* dipengaruhi oleh industri, dan industri bank dan sektor keuangan merupakan jenis industri yang memiliki *legal framework* yang telah mapan, hal ini sejalan dengan penelitian oleh Adams dan Mehran (2003) bahwa struktur dan komposisi board governance pada industri bank dan manufaktur sangatlah berbeda. Variabel ukuran perusahaan, lamanya emiten go publik tidak berpengaruh terhadap keragaman *board of governance*.

Faisal (2004) meneliti hubungan struktur kepemilikan, *corporate governance* dan *agency cost* yang diukur dengan *asset utilization* (*asset turn over*) dan *operating expense*. Sampel penelitian adalah 96 perusahaan yang terdaftar di BEJ untuk kurun waktu 1999-2001. Analisis menyimpulkan bahwa (1) kepemilikan manajerial belum dapat berfungsi sepenuhnya sebagai mekanisme untuk meningkatkan efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan dan belum dapat menekan diskresi manajerial, (2) kepemilikan institusional belum efektif sebagai alat untuk memonitor manajemen dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan *asset turn over* dan pengurangan beban operasi. (3) ukuran dewan direksi berhubungan positif dengan *asset turn over* dan berhubungan negatif dengan biaya operasi.

Deni et al. (2004) meneliti hubungan *Corporate Governance* dan kinerja perusahaan. *Corporate Governance* diukur berdasarkan *Corporate Governance Perception index* (CGPI) dan kinerja diukur dengan dengan Tobin's q sebagai ukuran kinerja pasar dan ROE sebagai ukuran kinerja operasional. Sampel adalah perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan penerapan *Corporate Governance* yang dilakukan oleh IICG. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa (1) *Corporate*

Governance berpengaruh secara signifikan terhadap ROE, (2) *Corporate Governance* tidak berpengaruh terhadap kinerja pasar (Tobin's q). Penelitian Deni *et al.* tergolong penelitian yang mencakup aspek struktur dan proses *Corporate Governance* karena menggunakan hasil riset yang dilakukan oleh IICG.

Penelitian yang penulis lakukan berbeda dengan penelitian sebelumnya karena menggunakan informasi aspek GCG yang diungkapkan dalam laporan tahunan. Pengungkapan aspek GCG dalam laporan tahunan penulis anggap penting karena dari laporan tahunan inilah investor mendapat informasi tentang struktur dan proses GCG yang diterapkan oleh emiten. Disamping itu, penelitian ini melakukan penilaian relevansi masing masing item pengungkapan aspek GCG berdasarkan pada pendapat (opini) manajer investasi. Informasi tentang relevansi pengungkapan GCG ini penting sebagai umpan balik bagi emiten dalam rangka penyempurnaan laporan tahunan yang dipublikasikan.

Perumusan Masalah

Secara lebih spesifik masalah penelitian dirumuskan sebagai berikut:

- 1) Bagaimana praktik pengungkapan aspek tata kelola perusahaan dalam laporan tahunan ?
- 2) Bagaimana investor (manajer investasi) menilai relevansi pengungkapan aspek tata kelola perusahaan untuk pengambilan keputusan investasi ?
- 3) Apakah pengungkapan aspek tata kelola perusahaan berpengaruh terhadap harga dan volume transaksi saham ?

Kontribusi utama dari penelitian ini adalah (1) memberikan bukti empiris tentang bobot relevansi setiap item pengungkapan tata kelola perusahaan, hal ini penting karena penelitian tentang pengungkapan sebagian besar mengasumsikan bahwa setiap item pengungkapan mempunyai bobot relevansi yang sama, dan (2) memberikan bukti empiris bahwa pengungkapan tata kelola perusahaan berpengaruh terhadap harga dan volume transaksi saham.

KERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

Good Corporate Governance (GCG)

Terdapat beberapa pengertian tentang GCG. Menurut IICG, pengertian GCG adalah suatu proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan dengan tujuan utama untuk meningkatkan nilai pemegang saham

dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* yang lain. Sedangkan menurut *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI:2001) memberikan pengertian GCG sebagai seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Pengertian yang dirumuskan FCGI lebih mengfokuska peran GCG sebagai alat pengendali perusahaan.

Sejauhmana GCG diterapkan dalam proses pengelolaan perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan dalam mengimplementasikan prinsip-prinsip pokok GCG. Terdapat empat prinsip GCG menurut IICG, FCGI dan KNKCG, yaitu (1) *fairness*, (2) *transparency*, (3) *accountability* dan (4) *responsibility*. Terdapat perbedaan prinsip atau *code* GCG yang dianut oleh suatu negara atau organisasi. Walaupun setiap negara mempunyai *code* yang berbeda tetapi tetap terdapat beberapa prinsip yang sifatnya universal (Antonius dan Subarto: 2004).

Struktur *corporate governance* suatu perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor, terutama teori korporasi (*corporate theory*) yang dipakai, budaya dan sistem hukum yang dianut. Teori korporasi yang menjelaskan tentang hubungan antara perusahaan dan pemilik disebut *equity theory* (teori ekuitas). Menurut teori ekuitas, hubungan antara perusahaan dan pemilik dapat dilihat dari berbagai sudut pandang berdasarkan pada konsep siapa sebenarnya yang mempunyai kepentingan terhadap perusahaan. Oleh karena itu, dari teori ekuitas diturunkan 5 teori yang terdiri dari (1) *proprietary theory*, (2) *entity theory*, (3) *residual equity theory*, (4) *fund theory* dan (5) *enterprise theory*. Dari kelima teori kepemilikan tersebut, teori entitas (*entity theory*) adalah teori yang paling banyak digunakan sebagai landasan dalam menjelaskan (membangun) prinsip prinsip GCG. Dalam teori entitas dijelaskan bahwa perusahaan adalah entitas yang berdiri sendiri terpisah dari pemiliknya. Oleh karena adanya perbedaan antara pihak yang memiliki perusahaan dengan pihak yang mengelola perusahaan maka timbul masalah keagenan sebagaimana yang dijelaskan dalam *agency theory*. Disamping itu, pemisahan antara pemilik dan pengelola perusahaan menyebabkan perlunya fasilitasi hubungan antara pimpinan puncak manajemen dengan pimpinan organ pengawasan (*Chair of the board*) agar dapat diperoleh imbal hasil yang maksimal bagi pemegang saham, hal ini dijelaskan oleh *stewardship theory*.

Perusahaan di Indonesia menganut sistem *dual board*, yaitu dewan komisaris dan dewan direksi. Dewan komisaris bertugas mengawasi dan memberikan nasehat kepada dewan direksi dalam menjalankan perseroan, sedangkan dewan direksi bertanggung jawab penuh atas pengelolaan perusahaan. Anggota dewan direksi tidak boleh menjadi anggota dewan komisaris dan sebaliknya, oleh karena itu teori keagenan lebih sesuai dibandingkan *stewardship theory* yang paling tepat digunakan dalam menjelaskan *framework* GCG di Indonesia.

Teori keagenan sendiri mempunyai kelemahan karena lebih menonjolkan kepentingan pemilik modal. *Enterprise theory* adalah teori yang menjelaskan bahwa pihak yang mempunyai kepentingan terhadap perusahaan tidak hanya pemilik (*shareholder*) tapi juga pemerintah, karyawan, konsumen, pemasok, masyarakat (*stakeholder*). Berdasarkan pada *enterprise theory* maka muncul teori *stakeholder* yang memandang bahwa perusahaan adalah institusi yang beroperasi untuk memberikan manfaat bagi banyak pihak, masing-masing pihak mempunyai hak dan tidak boleh ada pihak yang lebih diistimewakan sehingga merugikan pihak lain.

Teori keagenan dan teori *stakeholder* sering diperdebatkan oleh para praktisi dan akademisi (Hillman dan Kaim:2001 dalam Solomon dan Solomon: 2005). Pendukung teori *stakeholder* menganggap bahwa teori ini lebih luas dan mencerminkan tanggung jawab sosial perusahaan, sedangkan pendukung teori keagenan memandang bahwa teori *stakeholder* adalah merupakan perluasan dari teori keagenan. Pandangan lain menganggap bahwa kedua teori tersebut saling melengkapi. Shankman (1999) menjelaskan lebih rinci tentang hubungan kedua teori tersebut (dalam Solomon dan Solomon 2005: 27):

- a. *stakeholder theory is necessary outcome of agency theory and is thus a more appropriate way to conceptualize theories of the firm;*
- b. *agency theory, when properly modified, is at best a narrow form of stakeholder theory;*
- c. *the assumptions about human behaviour and motivation implicit in agency theory are contradictory; and*
- d. *all theories of the firm must uphold an implicit moral minimum that includes certain fundamental rights and principles and assumptions of human behaviour that may very well require other traditional theories of the firm to be modified or even reconceived.*

Pengungkapan dalam Laporan Tahunan

Laporan keuangan yang lengkap menurut Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No.1 terdiri dari komponen-komponen: (a) Neraca; (b) Laporan laba-rugi; (c) Laporan perubahan ekuitas; (d) Laporan arus kas; dan (e) Catatan atas laporan keuangan. Laporan keuangan harus menerapkan PSAK secara benar disertai pengungkapan yang diharuskan PSAK dalam catatan atas laporan keuangan. Informasi lain tetap diungkapkan untuk menghasilkan penyajian yang wajar walaupun pengungkapan tersebut tidak diharuskan oleh standar akuntansi (PSAK No.1, par. 10)

Selain catatan atas laporan keuangan, perusahaan (manajemen) juga dianjurkan untuk memberikan "informasi tambahan". Informasi tambahan yang dianjurkan meliputi: (1) telaahan keuangan yang menjelaskan karakteristik utama yang mempengaruhi kinerja perusahaan; (2) posisi keuangan perusahaan; (3) kondisi ketidakpastian; (4) laporan mengenai lingkungan hidup; dan (5) laporan nilai tambah (PSAK No.1, par. 08 dan 09).

Dari sumber PSAK tersebut dapat disimpulkan bahwa:

1. Catatan atas laporan keuangan adalah merupakan pengungkapan yang diharuskan oleh standar akuntansi
2. Informasi lain (informasi tambahan) adalah merupakan pengungkapan yang dianjurkan (tidak diharuskan) dan diperlukan dalam rangka memberikan penyajian yang wajar dan relevan dengan kebutuhan pemakai.

Statements of Financial Accounting Concepts (SFAC) membedakan pengertian *Financial Statement* dengan *Financial Reporting*. Dalam SFAC No. 5 (*Accounting standards 1983: 191*) dijelaskan bahwa *financial reporting* mencakup (1) *Basic financial statement*, (2) *Supplementary information*, dan (3) *Other means of financial reporting*. Dari sumber SFAC dapat disimpulkan bahwa, (1) *Notes to financial statement* adalah pengungkapan yang diharuskan oleh standar akuntansi, (2) *Supplementary information* dan *other means of financial reporting*, ada yang diharuskan oleh peraturan (*regulatory rule*). Diluar yang diharuskan oleh peraturan adalah merupakan pengungkapan sukarela manajemen.

Menurut Choi (1999:126) praktik pengungkapan di setiap negara berbeda-beda, dipengaruhi oleh berbagai faktor, sebagaimana dinyatakan "*Disclosure standards and practices are influenced by legal systems, sources of finance, political and economic ties, level of economic development, education level, and culture*". Berkaitan

dengan adanya ketaatan yang diharuskan oleh peraturan maka Choi membedakan pengertian *accounting regulation* dan *Disclosure regulation*.

Laporan tahunan emiten di Bursa Efek Jakarta terdiri dari 2 komponen yaitu laporan keuangan dan informasi tambahan (*Supplementary information*). Catatan atas laporan keuangan merupakan bagian integral dari laporan keuangan, oleh karena itu pengungkapan aspek GCG dalam laporan tahunan yang diobservasi adalah pengungkapan yang disajikan dalam informasi tambahan. Dalam hal ini tidak dipermasalahkan apakah pengungkapan dalam informasi tambahan merupakan pengungkapan wajib atau pengungkapan sukarela. Namun demikian, berdasarkan hasil penelitian pendahuluan dapat diungkapkan bahwa seberapa besar pengungkapan yang disajikan dalam informasi tambahan adalah tergolong pengungkapan sukarela.

Hubungan GCG dengan Pengungkapan dan Saham Perusahaan

Penelitian yang mengkaji hubungan GCG dengan pengungkapan dilakukan oleh Khomsiyah (2003). Khomsiyah menggunakan pengungkapan wajib dan sukarela, sedangkan GCG diukur dengan memakai indeks GCG yang dihitung oleh IICG. Dengan menggunakan model persamaan simultan diperoleh kesimpulan bahwa terdapat hubungan positif antara indeks GCG dengan tingkat pengungkapan. Hal ini bermakna bahwa semakin baik implementasi GCG perusahaan maka semakin tinggi (lengkap) pengungkapan yang disajikan dalam laporan tahunan. Penelitian serupa juga telah dilakukan oleh Sabeni (2002), serta Ho dan Wong (2000) dengan hasil yang konsisten.

Verrecchia (2001:97-101) melakukan studi analitis literature yang berkaitan dengan pengungkapan. Berdasarkan pada berbagai macam model yang digunakan dalam riset-riset sebelumnya, Verrecchia melakukan taksonomi bidang riset "pengungkapan" menjadi tiga kategori, yaitu (1) *Association-based disclosure*, (2) *discretionary-based disclosure*, dan (3) *efficiency-based disclosure*. *Assotiation-based disclosure* adalah studi yang mengkaji pengaruh pengungkapan sebagai variabel eksogen terhadap perubahan kumulatif tindakan investor, terutama berkaitan dengan ekuilibrium harga asset dan volume transaksi. Oleh karena itu penelitian yang dilakukan penulis dapat dikategorikan sebagai *assotiation-based disclodure*, karena bertujuan untuk mencari bukti empirik tentang hubungan pengungkapan dengan harga dan volume transaksi saham.

Healy dan Palepu (2001) menyebutkan bahwa penelitian yang mengkaji konsekuensi ekonomi dari pengungkapan pada umumnya berkisar pada

pertanyaan penelitian sebagai berikut: (1) seberapa besar investor merespon pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan; (2) apakah pengungkapan membuat pihak luar percaya terhadap laporan keuangan; (3) apakah investor melakukan evaluasi yang berbeda atas pengungkapan yang disajikan dalam laporan keuangan dan pengungkapan yang disajikan dalam suplemen laporan keuangan; (4) apa faktor yang mempengaruhi persepsi investor atas kualitas pengungkapan di berbagai pasar modal; dan (5) bagaimana pengungkapan mempengaruhi alokasi sumber ekonomi dalam suatu perekonomian. Penelitian yang dilakukan penulis berfokus pada pertanyaan nomer satu, yaitu seberapa besar investor merespon pengungkapan aspek GCG yang disajikan dalam informasi tambahan.

Di samping itu ada beberapa penelitian yang lebih menfokuskan pada pengungkapan sukarela. Para peneliti berargumentasi bahwa pengungkapan sukarela yang dilakukan secara ekstensif memiliki potensi untuk mempengaruhi pasar modal dalam tiga hal, yaitu: (1) meningkatkan likuiditas saham; (2) mengurangi biaya modal; dan (3) meningkatkan intermediasi informasi.

Teori yang mendasari argumentasi bahwa pengungkapan sukarela mempunyai potensi untuk meningkatkan likuiditas pasar dikemukakan oleh Diamond dan Verrecchia (1991), serta oleh Kim dan Verrecchia (2001). Penelitian yang mengkaji hubungan antara pengungkapan dan biaya modal dilakukan oleh Sengupta (1998), Botosan (1997), dan Botosan and Plumlee (2002).

Pengungkapan sukarela atas kinerja non keuangan juga dianggap relevan dengan keputusan investasi. Menurut Mainess *et al.* (2003: 353) yang memberikan komentar atas pendapat anggota dewan pembuat standar (FASB) tentang pengungkapan kinerja non keuangan menyatakan bahwa, seharusnya ukuran kinerja non keuangan perlu dipertimbangkan untuk memenuhi kualitas yang sama dengan kualitas kinerja keuangan, yaitu *relevance*, *reliability* dan *comparability* seperti yang tertuang dalam SFAC no. 2.

Beberapa penelitian empiris antara lain oleh AICPA (1994), Bouton *et al.* (2000), Norton (2000), Eccles *et al.* (2001) dan Lev (2002) dalam Maines (2003) memberikan bukti perlunya pengungkapan kinerja non keuangan yang lebih luas. Alasannya, bahwa kinerja keuangan mengalami *penurunan relevansi* karena adanya perubahan lingkungan bisnis yang sangat cepat. Di samping itu, manajemen (internal perusahaan) banyak memakai ukuran kinerja non keuangan misal *balanced scorcard*. Oleh karena itu, para pemakai eksternal juga menghendaki adanya pengungkapan kinerja non keuangan yang disajikan di

laporan tahunan dalam bentuk diskusi strategi perusahaan (*discussion of the company's strategy*).

Harjanti (2002:74) meneliti pengaruh luas ungkapan sukarela dalam laporan keuangan tahunan dengan *Earning Response Coeficient* (ERC) dan menyimpulkan bahwa ungkapan sukarela berpengaruh positif terhadap ERC, namun tidak signifikan. Ainun dan Rahman (2000:70) meneliti hubungan antara kelengkapan pengungkapan laporan keuangan dengan struktur modal dan tipe kepemilikan perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa: (1) leverage keuangan perusahaan mempunyai hubungan yang signifikan positif dengan indeks pengungkapan; dan (2) tidak ada hubungan yang signifikan antara prosentase kepemilikan saham oleh publik dan kelengkapan pengungkapan (indeks pengungkapan).

Zaenal (2003) meneliti tentang pengaruh GCG terhadap reaksi harga dan volume perdagangan pada saat pengumuman *earnings*. Sampel yang diteliti adalah perusahaan yang telah mendapat skor indeks GCG yang merupakan hasil penilaian dari IICG dan dipublikasikan oleh majalah SWA. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa perusahaan dengan GCG yang bagus tidak secara signifikan meningkatkan *value relevance* dari pengumuman *earnings*, namun mampu menurunkan secara signifikan divergensi ekspektasi investor yang tercermin dari perbandingan volume transaksi antara perusahaan dengan GCG yang bagus dan yang kurang bagus.

Hipotesis

Sesuai dengan latar belakang masalah dan kajian pustaka maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

- H1 : Pengungkapan aspek GCG berpengaruh positif terhadap harga saham
- H2 : Pengungkapan aspek GCG berpengaruh positif terhadap volume transaksi saham

METODOLOGI PENELITIAN

Objek Penelitian

Objek penelitian adalah variabel yang diamati. Berdasarkan konsep tersebut maka objek penelitian adalah pengungkapan aspek GCG dan saham

perusahaan. Sumber data yang digunakan adalah laporan tahunan emiten untuk tahun 2001 dan 2002, transaksi saham harian emiten tahun 2002-2003, dan manajer investasi yang terdaftar di Bapepam sebagai wakil manajer investasi.

Rancangan Penelitian

Rancangan penelitian yang digunakan adalah penelitian deskriptif untuk menjawab pertanyaan penelitian nomer satu dan dua, sedangkan untuk pertanyaan penelitian nomer tiga adalah penelitian kausal. Data dikumpulkan dan dianalisis menggunakan *pool data*, yaitu gabungan dari data *time series* dengan data *cross sectional*. Untuk menganalisis dampak pengungkapan aspek GCG terhadap nilai perusahaan dilakukan pengamatan untuk tiga hari perdagangan di BEJ (*window* tiga hari) yaitu satu hari sebelum pengumuman laporan keuangan ($t-1$), pada hari pengumuman laporan keuangan (t_0), dan satu hari setelah pengumuman laporan keuangan ($t + 1$). Pertimbangan untuk menggunakan *window* tiga hari adalah: (a) adanya perbedaan waktu antara laporan keuangan dilaporkan atau diserahkan ke Bapepam dan BEJ dengan publikasi laporan keuangan di media masa, biasanya beda satu hari, (b) dengan *window* yang pendek maka dapat meminimalkan pengaruh informasi lain (meminimalkan *confounding affect*), dan (c) menurut Scott (2003) jika tujuan penelitian adalah untuk melihat pengaruh maka sebaiknya memakai *window* yang pendek.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian adalah perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Pertimbangan untuk memilih perusahaan manufaktur adalah berdasarkan hasil studi empirik sebelumnya menunjukkan bahwa praktik pengungkapan mempunyai variasi yang berbeda untuk setiap jenis industri. Total perusahaan publik sektor manufaktur sebanyak 159 perusahaan. Sampel dipilih dengan metode *purposive random sampling* dengan syarat memenuhi dua kriteria sebagai berikut:

1. Emiten mempunyai tahun buku yang berakhir 31 Desember
2. Emiten mempunyai nilai buku ekuitas positif untuk tahun 2001 dan 2002.

Emiten dengan nilai ekuitas negatif tidak dipilih sebagai sampel karena dengan ekuitas negatif berarti total hutang lebih besar dari total asset. Artinya

emiten dalam keadaan *insolvent* (tidak mampu membayar hutang-hutangnya) atau mengalami kesulitan keuangan yang serius. Jika emiten dengan nilai buku negatif diikuti sebagai sampel maka dapat mengakibatkan kondisi sampel tidak homogen.

Berdasarkan kriteria tersebut terdapat 92 perusahaan yang memenuhi kedua kriteria. Analisis dilakukan dengan menggunakan *pool data* untuk tahun 2001 dan 2002 sehingga jumlah unit analisis adalah 184 perusahaan (92 x 2).

Definisi dan Pengukuran Variabel

Tabel 1.
Pengukuran Variabel

VARIABEL	PENGUKURAN	SKALA
Variabel Dependen		
Harga saham	Harga saham rata-rata selama 3 hr	Rasio
Volume transaksi	Vol transaksi rata- rata selama 3 hr	Rasio
Variabel Independen		
Pengungkapan GCG	Skor pengungkapan GCG	Interval
EPS	Laba per lembar saham	Rasio
Book value per share	Nilai buku ekuitas per lembar	Rasio

Pengungkapan aspek GCG adalah pengungkapan dalam laporan tahunan yang meliputi struktur dan proses GCG, kinerja emiten, serta pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan sebagaimana yang dijelaskan dalam teori *stakeholder*.

Pengukuran pengungkapan aspek GCG dilakukan berdasarkan pada dua hal yaitu: (a) banyaknya item pengungkapan aspek GCG yang terdapat dalam laporan tahunan emiten; dan (b) tingkat relevansi setiap item pengungkapan berdasarkan opini manajer investasi. Manajer investasi diminta untuk memberikan *rating* atas setiap item pengungkapan aspek GCG berdasarkan tingkat relevansinya untuk pengambilan keputusan investasi. Pertimbangan untuk menggunakan manajer investasi sebagai responden adalah karena manajer investasi merupakan pihak yang melakukan pengelolaan porfolio efek untuk para nasabah atau mengelola porfolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah.

Kuesioner pengungkapan aspek GCG dirancang dengan mengacu daftar pengungkapan yang digunakan oleh Khomsiyah (2003) yang kemudian disesuaikan berdasarkan hasil riset pendahuluan untuk mengidentifikasi aspek GCG apa saja yang diungkap dalam laporan tahunan. Tingkat relevansi setiap item pengungkapan diukur dengan skala Likert yang dimulai dengan angka satu (tidak relevan) sampai dengan lima (sangat relevan).

Berdasarkan data per tanggal 30 Juni 2003 Bapepam telah memberikan ijin usaha Perusahaan Efek sebagai wakil manajer investasi sebanyak 93 ijin. Kuesioner dikirim ke semua manajer investasi yang terdaftar di Bapepam melalui kurir dan dipantau melalui tilpun. Kuesioner dikirim mulai Mei 2004 dan batas akhir penerimaan kuesioner adalah September 2004. Skor pengungkapan aspek GCG dihitung sebagai berikut:

$$\text{Skor pengungkapan} = \sum (P \times Q)$$

Keterangan:

P : Mean skor setiap item pengungkapan berdasarkan hasil kuesioner

Q : Item pengungkapan yang disajikan dalam laporan tahunan,

Q bernilai satu jika emiten mengungkapkan dan nol jika tidak mengungkapkan

Harga saham adalah harga saham per lembar yang dihitung berdasarkan harga rata rata selama 3 hari pengamatan. Variabel yang secara empirik mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham adalah laba dan nilai buku ekuitas. Oleh karena itu variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah laba per lembar saham dan nilai buku ekuitas per lembar saham.

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan adalah analisis deskriptif dan regresi berganda. Terdapat dua model regresi untuk tujuan pengujian hipotesis, yaitu:

$$\text{Ln HRG} = \alpha + \alpha_1 \text{ DISK} + \alpha_2 \text{ EPS} + \alpha_3 \text{ BV} + e \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{Ln VOL} = \beta + \beta_1 \text{ DISK} + \beta_2 \text{ EPS} + \beta_3 \text{ BV} + e \dots\dots\dots(2)$$

Hipotesis diterima jika α_1, β_1 lebih besar dari nol dengan tingkat signifikan 5%

Keterangan:

HRG = Harga saham per lembar VOL = Volume transaksi

DISK = Pengungkapan aspek GCG EPS = Laba per lembar saham

BV = Nilai buku ekuitas per lembar saham

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Praktik Pengungkapan Aspek GCG

Berdasarkan tabulasi item pengungkapan aspek GCG diperoleh hasil yang disajikan pada Tabel 2.

Bahasan atas informasi yang disajikan pada Tabel 2 adalah sebagai berikut:

- 1) Pengungkapan aspek struktur dan proses GCG yang paling banyak tidak diungkap secara berurutan adalah: (1) Deskripsi tentang penerapan GCG, (2) Frekuensi rapat komite audit, (2) struktur organisasi, dan (3) aktivitas komite audit. Sedikitnya emiten yang mengungkapkan keempat hal tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar emiten baru menerapkan GCG secara parsial. Artinya, organ-organ struktur GCG telah dibentuk namun organ-organ tersebut belum melakukan proses sebagaimana mestinya.
- 2) Pengungkapan aspek strategi dan kinerja emiten sebagai perwujudan prinsip akuntabilitas dan transparansi, menunjukkan bahwa informasi yang paling jarang diungkap berurutan adalah: (1) kerjasama bisnis dengan organisasi/ lembaga lain, (2) distribusi produk, (3) penghargaan yang diterima oleh emiten, dan (4) pemasaran. Rendahnya pengungkapan tentang kerjasama bisnis mungkin disebabkan bahwa informasi tersebut dianggap cukup rahasia karena dikhawatirkan dapat dimanfaatkan oleh pesaing. Demikian juga dengan informasi pemasaran dan distribusi. Praktik pengungkapan tentang penghargaan yang diperoleh emiten relatif sedikit, kemungkinan memang hanya sedikit emiten yang memperoleh penghargaan dari organisasi/ lembaga swasta atau pemerintah.
- 3) Pengungkapan aspek tanggungjawab sosial. Aspek tanggung jawab sosial yang paling sedikit diungkap oleh emiten berturut-turut adalah: (1) koperasi karyawan, (2) penghargaan (*reward*) prestasi kerja, (3) dana pensiun, dan (4) mendukung pelaksanaan program pemerintah di bidang sosial/ kesehatan masyarakat/ olah raga. Rendahnya tingkat pengungkapan keempat hal tersebut mencerminkan bahwa masih banyak perusahaan yang belum memberikan perhatian yang cukup terhadap kesejahteraan karyawan dan masyarakat.

Relevansi Pengungkapan Aspek GCG bagi Investor

Responden penelitian adalah wakil manajer investasi yang bekerja pada Perusahaan Efek. Jumlah manajer investasi yang terdaftar di Bapepam sampai

dengan 30 Juni 2003 sebanyak 93 orang. Manajer investasi diminta untuk memberikan pendapat tentang relevansi setiap item pengungkapan yang terdapat dalam kuesioner. Dari 93 kuesioner yang dikirim lewat kurir dan dipantau melalui tilpun, mulai Mei 2004 sampai dengan September 2004 berhasil diterima kembali sebanyak 53 kuesioner (*response rate* 57%). Gambaran responden berdasarkan jenis kelamin dan status perusahaan disajikan pada Tabel 3

Tabel 3
Responden Menurut Jenis Kelamin dan Status Perusahaan Efek

Jenis Kelamin	Jumlah	%	Status Perusahaan	Jumlah	%
Wanita	5	9,40	Patungan/ Joint V	11	20,70
Pria	48	90,60	Nasional	42	79,30

Sumber: Bapepam dan hasil penelitian

Berdasarkan Tabel 3 dapat diketahui bahwa prosentase manajer investasi pria adalah 90,60% yang berarti jauh lebih banyak dibandingkan dengan wanita yang hanya 9,40%. Manajer investasi yang berstatus sebagai responden sebagian besar bekerja pada perusahaan efek nasional (79,30%).

Tingkat relevansi pengungkapan aspek GCG dihitung berdasarkan rata-rata nilai jawaban responden. Tabel 4 menyajikan hasil tabulasi rata-rata bobot nilai relevansi pengungkapan aspek GCG berdasarkan pada urutan (ranking).

Berdasarkan Tabel 4 dapat diketahui bahwa pengungkapan yang dianggap paling relevan oleh manajer investasi adalah aspek kinerja dan strategi bisnis emiten (menduduki ranking satu sampai enam). Pengungkapan kualitas produk dan serifikasi produk dinilai penting dan menduduki ranking delapan dan sembilan. Sedangkan pengungkapan aspek struktur dan proses GCG yang dianggap paling relevan sesuai dengan ranking adalah komposisi pemilikan saham (ranking 7), latar belakang pendidikan dan karier komisaris independen (ranking 9), deskripsi penerapan GCG (ranking 10), latar belakang pendidikan dan karier direksi (ranking 13), jumlah anggota komite audit (14), jumlah komisaris independen (ranking 15). Kondisi ini mencerminkan bahwa investor sangat memperhatikan komposisi pemilikan saham, latar belakang komisaris dan direksi. Dengan demikian, kinerja emiten dan latar belakang komisaris independen dan direksi adalah faktor dominan yang diperhitungkan oleh investor.

Pengaruh Pengungkapan Aspek GCG terhadap Harga dan Volume Saham

Kualitas data yang diperoleh dari kuesioner telah diuji dan memenuhi syarat reliabilitas dan validitas. Demikian juga dengan uji asumsi regresi yang meliputi normalitas, multikolinieritas, heteroskedastisitas dan autoregresi. Penggunaan data harga saham dan volume transaksi saham dalam bentuk log natural (Ln) adalah merupakan tindakan penyesuaian agar asumsi regresi terpenuhi.

Tabel 5 menyajikan hasil regresi harga saham dengan variabel independennya.

Tabel 5
Koefisien Regresi Harga Saham dengan EPS, Book Value dan Pengungkapan

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	5.393	.250		21.564	.000
EPS	3.472E-04	.000	.204	2.365	.019
BV	2.575E-04	.000	.539	6.246	.000
DISK	7.720E-03	.004	.106	2.023	.045

a. Dependent Variable: HRG

Berdasarkan Tabel 5 dapat diketahui bahwa semua variabel independen mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan harga saham. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa pengungkapan aspek GCG berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham dapat diterima.

Tabel 6 menyajikan hasil regresi variabel independen dengan volume transaksi saham.

Tabel 6
Koefisien Regresi Volume Saham dengan EPS, Book Value dan Pengungkapan

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	9.577	.676		14.170	.000
EPS	5.386E-04	.001	.134	.859	.392
BV	-4.67E-04	.000	-.433	-2.767	.006
DISK	3.872E-02	.010	.297	3.890	.000

a. Dependent Variable: VOL

Koefisien regresi pengungkapan (DISK) menunjukkan nilai positif dan signifikan. Ini berarti bahwa pengungkapan aspek GCG berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume transaksi, dengan demikian hipotesis ke dua diterima. Selama tiga hari pengamatan terdapat 43 saham atau 23,36% dari sampel yang volume transaksinya nol. Tipisnya transaksi menyebabkan koefisien EPS dan BV tidak sesuai dengan landasan teoritisnya.

Bukti empiris bahwa pengungkapan aspek GCG berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham dan volume transaksi mencerminkan bahwa informasi tambahan yang disajikan dalam laporan tahunan mempunyai nilai relevansi bagi investor untuk pengambilan keputusan investasi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

- 1) Informasi yang paling banyak tidak diungkap oleh emiten adalah kinerja non keuangan (aspek strategi bisnis, pemasaran dan distribusi produk). Rendahnya pengungkapan dapat disebabkan bahwa informasi tersebut dianggap relatif rahasia oleh emiten. Namun demikian informasi ini dinilai oleh investor mempunyai tingkat relevansi yang tinggi.
- 2) Pengungkapan aspek proses GCG oleh emiten masih rendah. Hal ini menunjukkan bahwa organ-organ struktur GCG sudah dibentuk, tetapi belum berfungsi sebagaimana mestinya. Di sisi lain investor menilai bahwa komposisi pemilikan saham dan latar belakang komisaris serta direksi adalah informasi yang paling relevan.
- 3) Pengungkapan aspek GCG berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham dan volume transaksi.saham.

Saran

- 1) Perlu kesediaan emiten untuk meningkatkan pengungkapan aspek GCG terutama yang berkaitan dengan strategi, kinerja non keuangan dan informasi latar belakang komisaris serta direksi.
- 2) Emiten sebaiknya lebih aktif mengfungsikan komite audit dan komisaris independen sehingga aktivitas GCG dapat diungkapkan dalam laporan tahunan.

- 3) Bobot relevansi item pengungkapan dapat digunakan sebagai acuan dalam mengukur pengungkapan untuk riset berikutnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Adams, Ranne B dan Hamid Mehran, 2003, Is Corporate Governance Different for Banking holdings Companies?, akses pada [Http://papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com).
- Alijoyo, Antonius dan Subarto Zain, 2004, *Komisaris Independen: Penggerak Praktik GCG di Perusahaan*, Penerbit PT. Indeks Kelompok Gramedia, Jakarta
- Belkaoui, A.R., 2001, *Accounting Theory, Third Edition*, Harcourt Brace & Company
- Botosan, C., 1997, Disclosure level and the cost of equity capital, *The Accounting Review*, Vol 72, No. 3, July: 223 - 349
- — — — and M. Plumlee, 2002, Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Ranking of Corporate Disclosure and Alternative Methods of Estimating Expected Cost of Equity Capital, *Journal of Accounting Research*, Vol 40, No. 1: 21-40
- Choi, Frederik, D.S., 1999, *International Accounting, Second Ed.*, Prentice-Hall, Inc, New Jersey
- Deni Darmawati, Khomsiyah dan Rika .G R., 2004, Hubungan Corporate Governance dan kinerja perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VII*, Denpasar Bali, 2-3 Desember, Hal 391-407
- Harjanti Widiastuti, 2002, Pengaruh Luas Ungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan terhadap *Earning Response Coefficient*, *Simposium Nasional Akuntansi V*, Semarang: 74- 86
- Healy, P M and K.G Palepu, 2001, Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and Capital Market: A Review of Empirical Disclosure Literature, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 31: 1405-440
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2004, *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan*, Salemba Empat, Jakarta

- Faisal, 2004, Analisis Agency Costs, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance. Simposium Nasional Akuntansi VII, Denpasar Bali, 2-3 Desember, Hal 197-208
- Khomsiyah, 2003, Hubungan *Corporate Governance* dan Pengungkapan Informasi: Pengujian secara Simultan, Simposium Akuntansi Nasional VI, Surabaya: 203-213
- Kim,O and R.E Verrecchia, 2001, The Relation among Disclosure, Returns, and Trading Volume Information, *The Accounting Review*, Vol 76, No.4, December: 633-654
- Maines. L.A., et. al., 2003, Recommendations on Disclosure of non Financial Performance Measures. *Accounting Horizons*, Vol.16.No. 4. December: American Accounting Association: 353-362
- Scott, W.R., 2003, *Financial Accounting Theory*, Third Ed, University of Waterloo, Prentice Hall Canada Inc.
- Sylvia Veronica NPS dan Yanivi S. Bachtiar, 2004, *Good Corporate Governance, Information Asymetry, and Earnings Management*, S i m p o s i u m Nasional Akuntansi VII, Denpasar Bali, 2-3 Desember, 57-70
- Siti Nuryanah, 2004, *Analisis Ketaatan Emiten terhadap Aturan Board Governance: Studi kasus tahun 2002*, Simposium Nasional Akuntansi VII, Denpasar Bali, 2-3 Desember, Hal 246-257
- Solomom, Jill dan A.Solomon, 2005, *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons,Ltd, England
- Sengupta, P, 1998, Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt, *The Accounting Review*, Vol 73, No.4, Oktober : 459- 474
- Verrecchia, R.E., 2001, Essays on disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 32, November: 97 - 180
- Zainal Arifin, 2003, Pengaruh GCG terhadap Reaksi Harga dan Volume Perdagangan pada saat Pengumuman *Earnings*. Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya, 16-17 Oktober, hal 614-631

Tabel 2.
Praktik Pengungkapan Aspek GCG Periode Laporan Tahunan 2001-2002

No	ITEM PENGUNGKAPAN	Emiten Tdk Ungkap	% Emiten Tdk Ungkap
	STRUKTUR & PROSES GCG		
1	Struktur Organisasi	94	51,09
2	Komposisi pemilikan saham	62	33,70
3	Nama dan photo komisaris	24	13,05
4	Latar belakang pendidikan & karier Komisaris	50	27,18
5	Nama dan photo direksi	24	13,05
6	Latar belakang pendidikan dan karier direksi	50	27,18
7	Remunerasi komisaris/ direktur	57	30,96
8	Latar Belakang komisaris independen	86	46,74
9	Jumlah komisaris independen	51	27,72
10	Jumlah anggota komite audit	65	35,33
11	Frekwensi rapat komite audit setahun	99	53,81
12	Deskripsi aktivitas komite audit dalam tahun pelaporan keuangan	89	48,37
13	Deskripsi tentang penerapan prinsip tata kelola perusahaan yang baik pada operasi perusahaan	101	54,9
	ASPEK STRATEGI DAN KINERJA		
14	Strategi bisnis/ <i>corporate strategy</i>	46	25
15	Deskripsi kinerja keuangan	0	0
16	Deskripsi kinerja produksi/operasi	2	1,09
17	Deskripsi kinerja pemasaran	59	32,07
18	Deskripsi distribusi	91	49,46
19	Penghargaan (<i>award</i>) yg diperoleh dalam tahun pelaporan keuangan	79	42,94
20	Informasi tentang kerja sama dengan organisasi (badan) lain yang terkait dengan bisnis perusahaan.	94	51,09
21	Rencana bisnis (<i>business plan</i>)	40	21,74
	TANGGUNG JAWAB SOSIAL		
22	Jumlah Pegawai	15	8,16
23	Rincian pegawai menurut pendidikan	97	52,71
24	Pelatihan pegawai (training)	39	21,2
25	Kompensasi & upah minimum	47	25,55
26	Jaminan sosial tenaga kerja	72	39,14
27	Dana pensiun karyawan	100	54,35
28	Penghargaan (<i>reward</i>) prestasi kerja	101	54,9
29	Koperasi karyawan	108	58,7
30	Pengendalian polusi dan kerusakan lingkungan	52	28,27
31	Bea siswa sekolah / kuliah/ riset	92	50
32	Menyediakan/ membangun fasilitas sosial di lingkungan perusahaan	95	51,4
33	Mendukung pelaksanaan program pemerintah di bidang sosial/ kesehatan masyarakat / kegiatan olah raga	98	53,27
34	Jaminan kualitas produk	22	11,96
35	Sertifikasi produk tingkat nasional, internasional	53	28,81

Tabel 4
Bobot Relevansi Pengungkapan aspek GCG bagi Investor

No.	Pengungkapan	Mean skor
1	Deskripsi kinerja keuangan	4.70
2	Deskripsi kinerja pemasaran	4.60
3	Deskripsi kinerja produksi	4.58
4	Rencana bisnis/ business plan	4.53
5	Deskripsi distribusi	4.51
6	Strategi bisnis	4.45
7	Komposisi Pemilikan saham	4.38
8	Jaminan kualitas produk	4.08
9	Sertifikasi produk nas/ internasional	4.06
10	Latar belakang komisaris independen	3.89
11	Deskripsi penerapan GCG	3.87
12	Informasi kerjasama bisnis	3.87
13	Latar belakang pendidk direksi	3.81
14	Jumlah anggota komite audit	3.66
15	Jumlah komisaris independen	3.62
16	Deskripsi aktivitas komite audit	3.57
17	Penghargaan yg diperoleh emiten	3.57
18	Struktur organisasi	3.55
19	Latar belakang pendidikan komisaris	3.53
20	Nama dan photo direksi	3.43
21	Frekuensi rapat komite audit 1 tahun	3.38
22	Nama dan photo komisaris	3.30
23	Jumlah pegawai	3.30
24	Remunerasi	3.26
25	Pelatihan pegawai	3.19
26	Pengendalian polusi dan lingkungan	3.17
27	Jaminan sosial tenaga kerja	3.08
28	Dana pensiun karyawan	3.08
29	Rincian pegawai menurut pendidikan	3.06
30	Mendukung program pemerintah	3.06
31	Kompensi dan upah minimum	3.04
32	Bea siswa sekolah/ kuliah	3.04
33	Penghargaan prestasi kerja	2.92
34	Menyediakan fasilitas sosial	2.83
35	Koperasi karyawan	2.81

