

PENGARUH MEKANISME CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP PEMILIHAN PORTOFOLIO

Rina Fariana

Universitas PGRI Adi Buana Surabaya
fareyna@gmail.com

Abstract

Dorongan atas kepentingan pribadi untuk mendapatkan kompensasi memungkinkan manajemen melakukan tindakan yang dapat menurunkan nilai perusahaan. Jadi ada konflik kepentingan antara manajemen sebagai pribadi yang ingin memakmurkan dirinya sendiri dengan manajemen sebagai pemilik yang ingin dipenuhi haknya untuk mendapatkan keuntungan atas investasinya. Penerapan corporate governance diharapkan mampu memberikan pengawasan terhadap tindakan-tindakan manajemen yang tidak sesuai kepentingan pemilik, sehingga dapat mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan pemilihan portofolio. Penerapan corporate governance ini merupakan jaminan bagi investor untuk menanamkan modalnya. Penelitian ini merupakan studi literatur yang mengkaji hubungan antara corporate governance dan portofolio selection. Tujuan dari penelitian ini untuk mengetahui pengaruh corporate governance terhadap pemilihan portofolio. Hasil penelitian menunjukkan, corporate governance berpengaruh terhadap pemilihan portofolio. Respon positif terhadap penerapan corporate governance ditunjukkan dengan adanya peningkatan harga saham. Corporate governance juga merupakan bahan pertimbangan investor dalam pemilihan portofolio.

Keyword: *agency theory, corporate governance, optimal portofolio, portofolio selection*

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan didirikan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, sehingga keberlangsungan perusahaan akan tetap terjaga. Pencapaian tujuan utama ini merupakan tanggung jawab manajemen sebagai pengendali perusahaan. Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan memberikan kepercayaan kepada manajemen untuk mengelola dana yang sudah mereka investasikan. Sudah menjadi kewajiban manajemen bertindak untuk kemakmuran pemegang saham. Masalah akan timbul, jika manajer bekerja atas kepentingan pribadi dengan tujuan untuk mendapatkan kompensasi. Dorongan atas kepentingan pribadi ini memungkinkan manajemen melakukan tindakan yang dapat menurunkan nilai perusahaan. Jadi ada konflik kepentingan antara manajemen sebagai pribadi yang ingin memakmurkan dirinya sendiri dengan manajemen sebagai pemilik yang ingin dipenuhi haknya untuk mendapatkan keuntungan atas investasinya. Jensen dan Mackeling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer (*agent*) dengan investor (*principal*). Terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan manajer karena kemungkinan agen bertindak tidak sesuai dengan kepentingan principal, sehingga memicu biaya keagenan (Diyani, dkk, 2016). Tindakan manajemen yang dapat merugikan pemegang saham dapat terjadi karena adanya asimetri informasi.

Asimetri informasi adalah ketidakseimbangan informasi yang dimiliki oleh manajemen sebagai pengendali perusahaan dengan pemegang saham sebagai pemilik. Artinya manajemen yang setiap harinya menjalankan perusahaan akan memiliki lebih banyak informasi. Maka dari itu perlu adanya jaminan terhadap investasi pemilik yaitu berupa pengawasan terhadap tindakan-tindakan manajemen yang tidak sesuai kepentingan pemilik.

Menurut Schleifer dan Robert (1997) *corporate governance* merupakan serangkaian mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas dari ekspropriasi yang dilakukan manajer dan pemegang saham pengendali (*insider*) dengan penekanan pada mekanisme legal. Mekanisme legal artinya pihak-pihak minoritas baik pemegang saham maupun kreditor mendapatkan perlindungan secara legal melalui hukum dan pelaksanaannya. Peraturan legal di Indonesia yang memuat unsur-unsur *corporate governance* diantaranya Undang-Undang RI no. 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas yang mengatur mengenai Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), direksi, komisaris, kepemilikan saham, hak pemegang saham dan kreditor. Aturan lain yaitu Undang-Undang RI no. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal yang mengatur masalah keterbukan informasi yang mensyaratkan emiten dan perusahaan publik untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh informasi material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap efek atau harga efek. Dari kedua peraturan tersebut, dapat diketahui bahwa pelaksanaan dan pengungkapan *corporate governance* merupakan suatu keharusan untuk menghindari adanya asimetri informasi maupun meminimalkan biaya keagenan.

Penerapan *corporate governance* diharapkan mampu memberikan pengawasan terhadap tindakan-tindakan manajemen yang tidak sesuai kepentingan pemilik, sehingga nilai perusahaan akan terus meningkat. Isu *corporate governance* sudah banyak dibahas pada penelitian sebelumnya. Penelitian Diyani, dkk (2016) menghubungkan *corporate governance* terhadap *going concern* dan *equity risk*. Hasil penelitian menunjukkan *corporate governance* yang diprosikan dengan CGPI (*Corporate Governance Performance Index*) berpengaruh negatif terhadap resiko ekuitas namun tidak berpengaruh terhadap kelangsungan usaha, artinya *corporate governance* mampu meminimalkan konflik kepentingan antara manajer dengan pihak-pihak yang berkepentingan dalam perusahaan.

Penelitian lainnya yang menghubungkan *corporate governance* dengan kinerja perusahaan adalah penelitian Aprianto (2013). Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel CGPI yang digunakan sebagai ukuran *corporate governance* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROI sebagai ukuran kinerja perusahaan dan berpengaruh signifikan negatif terhadap total *leverage* sebagai ukuran risiko perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa CGPI yang tinggi secara signifikan memberikan ROI yang lebih besar terhadap perusahaan dan CGPI yang tinggi secara signifikan memberikan risiko keuangan yang lebih rendah. Secara garis besar hasil penelitian sebelumnya menunjukkan pengaruh *corporate governance* terhadap *corporate value* dan *corporate performance*.

Retno dan Priantinah (2012) mengungkapkan penerapan *good corporate governance* akan membuat investor merespon secara positif terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan peningkatan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor juga mempertimbangkan lemah tidaknya tata kelola perusahaan dalam pemilihan portofolionya. Berdasarkan fenomena ini peneliti tertarik untuk mengidentifikasi lebih jauh dampak penerapan *corporate governance* terhadap reaksi pasar, khususnya pengaruh *corporate governance* terhadap pemilihan portofolio. Penerapan *corporate governance* mampu membentuk kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan. Pengawasan terhadap tindakan manajemen dianggap dapat meningkatkan nilai perusahaan maupun kinerja perusahaan. Tindakan manajemen yang dimaksud adalah pengambilan keputusan yang dilakukan manajemen terkait dengan masa depan perusahaan. Konflik kepentingan antara pemilik dengan manajer akan membuka peluang bagi manajer untuk menyalahgunakan kewenangannya dalam pengambilan keputusan demi kepentingan pribadinya. Penerapan *corporate governance* ini merupakan jaminan bagi investor untuk menanamkan modalnya. Atas dasar tersebut, penelitian akan difokuskan pada hubungan *corporate governance* dan pemilihan portofolio, yaitu bagaimana pengaruh *corporate governance* terhadap pemilihan portofolio. Selain itu masih belum banyak penelitian sebelumnya yang menghubungkan *corporate governance* dengan pemilihan portofolio. Maka dari itu perlu dilakukan pengkajian lebih dalam mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap pemilihan portofolio. Sesuai dengan permasalahan, maka tujuan dari penelitian ini adalah melakukan identifikasi terhadap dampak penerapan *corporate governance* terhadap pemilihan portofolio. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi untuk literatur terkait dampak penerapan *corporate governance* dalam pemilihan portofolio, sehingga mampu menggambarkan kegunaan *corporate governance* bagi investor.

TINJAUAN PUSTAKA

Stakeholder Theory

Teori *stakeholder* lebih mempertimbangkan posisi para *stakeholder* yang dianggap *powerfull*. Kelompok *stakeholder* inilah yang menjadi pertimbangan utama bagi perusahaan dalam mengungkapkan dan/atau tidak mengungkapkan suatu informasi di dalam laporan keuangan. Dalam pandangan teori *stakeholder*, perusahaan memiliki *stakeholders*, bukan sekedar *shareholder* (Riahi-Belkaoui, 2003). Kelompok-kelompok ‘*stake*’ tersebut, menurut Riahi-Belkaoui (2003), meliputi pemegang saham, karyawan, pelanggan, pemasok, kreditor, pemerintah, dan masyarakat. Manajemen bukan hanya bertindak demi kepentingan *shareholder*, namun juga ada pihak lain yang perlu dipertimbangkan dalam setiap pengambilan keputusan. Dimana pihak-pihak lain ini juga memiliki kepentingan terhadap perusahaan yang dinamakan dengan *stakeholder*.

Agency Theory

Jensen dan Mackelung (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer (*agent*) dengan investor (*principal*). Terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan manajer karena kemungkinan agen bertindak tidak sesuai dengan kepentingan *principal*, sehingga memicu biaya keagenan (Diyani, dkk, 2016). Konflik keagenan dipicu adanya ketidaksimetrisan informasi antara agen dan *principal*. Pihak agen sebagai pengendali perusahaan mempunyai informasi yang lebih banyak dan privat yang dapat dimanfaatkan untuk kepentingan pribadi. Atau pihak *principal* sebagai pemilik yang mempunyai kekuatan dan kekuasaan lebih besar dibanding agen dapat membuat keputusan yang berbenturan dengan kepentingan manajer.

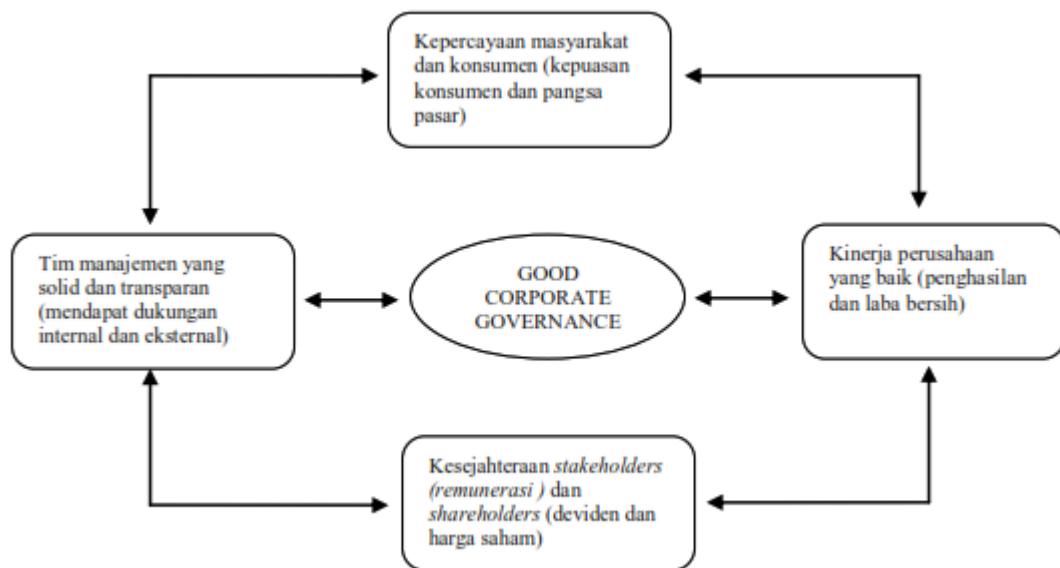
Corporate Governance

Menurut Raharja (2014) dalam Astuti (2015) bahwa *corporate governance* mengandung lima unsur penting yaitu keadilan, transparansi, pertanggungjawaban, independensi dan akuntabilitas. Nuswandari (2009) dalam Cahaya dan Hartini (2016) menyatakan *corporate governance* menciptakan mekanisme dan alat kontrol untuk memungkinkan terciptanya sistem pembagian keuntungan dan kekayaan yang seimbang bagi *stakeholder* dan menciptakan efisiensi bagi perusahaan. Menurut Moez, et. al (2015) efek kontrol yang kuat akan mengurangi biaya keagenan.

Dikutip dari Astuti (2015), Raharja (2014) mengemukakan empat mekanisme yang sering dipakai dalam berbagai penelitian mengenai *corporate governance* untuk mengurangi konflik keagenan, yaitu komite audit, komisaris independen, kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Investor institusional dengan kepemilikan yang besar memiliki kemampuan untuk memonitor kinerja manajemen karena mereka memperoleh keuntungan yang besar dan memiliki *voting power* yang besar sehingga mereka lebih mudah melakukan tindakan perbaikan (Schleifer dan Robert, 1997).

Dalam melakukan pengawasan terhadap kinerja manajer akan menimbulkan biaya keagenan. Sebagai solusi untuk mengurangi biaya keagenan yaitu dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Ningsih (2013) dalam Wida dan Wayan (2014) menyatakan bahwa dengan keterlibatan manajemen dalam kepemilikan saham, manajer agar bertindak dengan mempertimbangkan segala resiko yang ada serta memotivasi diri untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan. Nasution dan Doddy (2007) dalam Aprianto (2013) menyebutkan bahwa *corporate governance* merupakan konsep yang diajukan demi peningkatan kinerja perusahaan melalui supervisi atau *monitoring* kinerja manajemen dan menjamin akuntabilitas manajemen terhadap *stakeholder* dengan mendasarkan kerangka peraturan. Penerapan *good corporate governance (GCG)* ternyata mampu meningkatkan kredibilitas, kinerja bisnis, dan menciptakan iklim kerja yang menarik.

Gambar 1
Mekanisme *Good Corporate Governance*



Sumber: riset majalah SWA (2005) dalam Aprianto (2013)

Di Indonesia telah dilakukan pemeringkatan penerapan *corporate governance* oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governace* (IICG). Pemeringkatan tersebut dinamakan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). Ada 7 (tujuh) kriteria *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) menurut IICG dan majalah SWA. Ketujuh kreiteria tersebut adalah (Almilia dan Sifa, 2016):

1. komitmen perseroan terhadap *corporate governance*, hal ini menjelaskan sejauh mana perseroan menaruh perhatian terhadap semangat GCG
2. pelaksanaan RUPS dan perlakuan terhadap *minority shareholders*, mencakup ketepatan waktu pelaksanaan RUPS dan adanya jaminan perlindungan hak pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas
3. dewan komisaris, dimilikinya dewan komisaris yang kompeten dibidangnya serta seberapa optimal peran dan tanggung jawab mereka dalam penyelenggaraan tata kelola perusahaan yang baik
4. struktur direksi, dimilikinya direksi yang kompeten dibidangnya serta bagaimana peran dan tanggung jawab direksi dalam penyelenggaraan tata kelola perusahaan yang baik
5. hubungan dengan *stakeholder*, bagaimana hubungan dan tanggung jawab perusahaan dengan pihak-pihak yang terkait dengan perusahaan

6. transparansi dan akuntabilitas, mewajibkan adanya informasi yang terbuka, tepat waktu, jelas, dapat diperbandingkan terutama menyangkut masalah keuangan, pengelolaan dan kepemilikan perusahaan
7. tanggapan terhadap riset IICG, sejauh mana keseriusan responden untuk mengikuti riset ini.

Melalui pemeringkatan CGPI, perusahaan yang menduduki peringkat atas diharapkan dapat direspon oleh pasar yang ditunjukkan dengan peningkatan nilai perusahaan. Daniri (2005) dalam Rofina dan Maswar (2013) menyatakan bahwa keberhasilan penerapan GCG (*good corporate governance*) juga memiliki prasyarat tersendiri. Di sini, ada dua faktor yang memegang peranan yaitu faktor eksternal dan internal :

Faktor Eksternal

Yang dimaksud faktor eksternal adalah beberapa faktor yang berasal dari luar perusahaan yang sangat mempengaruhi keberhasilan penerapan GCG, di antaranya: (1) terdapatnya sistem hukum yang baik sehingga mampu menjamin berlakunya supremasi hukum yang konsisten dan efektif, (2) dukungan pelaksanaan GCG dari sektor publik/lembaga pemerintahan yang diharapkan dapat pula melaksanakan *good governance* dan *clean government* menuju *good government governance* yang sebenarnya, (3) terdapatnya contoh pelaksanaan GCG yang tepat (*best practices*) yang dapat menjadi standar pelaksanaan GCG yang efektif dan profesional. Dengan kata lain, semacam *benchmark* (acuan), (4) terbangunnya sistem tata nilai sosial yang mendukung penerapan GCG di masyarakat. Ini penting karena lewat sistem ini diharapkan timbul partisipasi aktif berbagai kalangan masyarakat untuk mendukung aplikasi serta sosialisasi GCG secara sukarela, (5) hal lain yang tidak kalah pentingnya sebagai prasyarat keberhasilan implementasi GCG terutama di Indonesia adalah adanya semangat anti korupsi yang berkembang di lingkungan publik di mana perusahaan beroperasi disertai perbaikan masalah kualitas pendidikan dan perluasan peluang kerja. Bahkan dapat dikatakan bahwa perbaikan lingkungan publik sangat mempengaruhi kualitas dan skor perusahaan dalam implementasi GCG.

Faktor Internal

Maksud faktor internal adalah pendorong keberhasilan pelaksanaan praktik GCG yang berasal dari dalam perusahaan. Beberapa faktor yang dimaksud antara lain: (1) terdapatnya budaya perusahaan (*corporate culture*) yang mendukung penerapan GCG dalam mekanisme serta sistem kerja manajemen di perusahaan, (2) berbagai peraturan dan kebijakan yang dikeluarkan perusahaan mengacu pada penerapan nilai-nilai GCG, (3) manajemen pengendalian risiko perusahaan juga didasarkan pada kaidah-kaidah standar GCG, (4) terdapatnya sistem audit (pemeriksaan) yang efektif dalam perusahaan untuk menghindari setiap penyimpangan yang mungkin akan terjadi, (5) adanya

keterbukaan informasi bagi publik untuk mampu memahami setiap gerak dan langkah manajemen dalam perusahaan sehingga kalangan publik dapat memahami dan mengikuti setiap derap langkah perkembangan dan dinamika perusahaan dari waktu ke waktu

Diversifikasi Portofolio

Septyarini (2010) menyatakan pilihan investasi dapat dilakukan dalam dua bentuk, investasi pada real asset dapat dilakukan dengan pembelian aset produktif, pendirian pabrik dan lainnya. Bentuk lain investasi pada *financial asset* dapat dilakukan pada pasar uang (berupa sertifikat deposito, commercial paper, dan lainnya) maupun pasar modal (berupa saham, obligasi, dll). Semakin tinggi return yang ditawarkan dari berbagai macam pilihan investasi tersebut, maka akan semakin tinggi juga resiko yang harus ditanggung. Untuk meminimalkan resiko, investor dapat melakukan diversifikasi. Investor dapat melakukan diversifikasi dengan beberapa cara, seperti misalnya dengan membentuk portofolio berisi banyak aktiva, membentuk portofolio secara random atau diversifikasi secara metode Markowitz (Jogiyanto, 1998).

Portofolio Efisien dan Portofolio Optimal

Sebelum menentukan portofolio optimal terlebih dahulu ditentukan portofolio yang efisien. Semua portofolio yang optimal adalah portofolio yang efisien. Portofolio efisien yaitu portofolio yang memberikan return ekspektasi terbesar dengan tingkat risiko yang sudah pasti atau portofolio yang mengandung risiko terkecil dengan tingkat return ekspektasi yang sudah pasti (Jogiyanto, 1998). Investor dapat memilih kombinasi dari aktiva untuk membentuk portofolio. Portofolio optimal akan berbeda untuk masing-masing investor tergantung preferensinya terhadap risiko dan dipertimbangkan atau tidaknya aktiva bebas risiko. Untuk menentukan portofolio optimal bisa menggunakan Model Markowitz atau Model Indeks Tunggal.

Portofolio Optimal dengan Model Markowitz

Pada model Markowitz digunakan asumsi-asumsi sebagai berikut (Jogiyanto, 1998):

1. Waktu yang digunakan hanya satu periode
2. Tidak ada biaya transaksi
3. Preferensi investor hanya di dasarkan pada return ekspektasi dan risiko portofolio
4. Tidak ada pinjaman dan simpanan bebas risiko.

Model Markowitz tidak mempertimbangkan bahwa investor mempunyai fungsi utilitas yang berbeda. Asumsinya bahwa preferensi investor hanya didasarkan pada return ekspektasi dan risiko portofolio saja.

Portofolio Optimal dengan Model Indeks Tunggal

Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh seorang investor untuk mendapatkan return yang optimal dengan risiko yang minimal adalah dengan melakukan analisis portofolio. Analisis portofolio optimal dengan Model Indeks Tunggal merupakan pengembangan dari analisis portofolio menggunakan Model Markowitz. Ada penyederhanaan pada model indeks tunggal yaitu telah disediakan parameter input yang dibutuhkan dalam perhitungan.

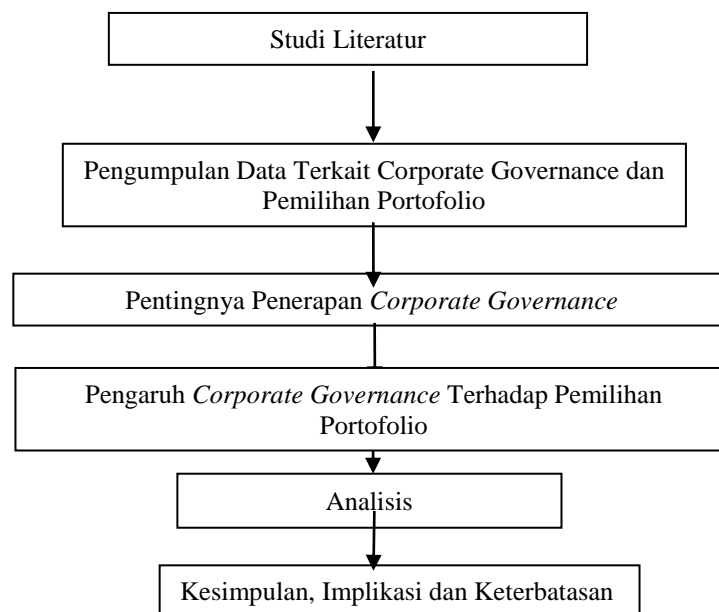
Analisis dilakukan dengan menghitung koefisien beta yang mencerminkan tingkat risiko dan tingkat return masing-masing saham yang diamati. Tingkat return saham dan koefisien beta, kita dapat digunakan untuk menentukan excess return to beta (ERB) yang mencerminkan tingkat keuntungan yang sangat mungkin dapat dicapai. Untuk mendapatkan ERB yang dikatakan tinggi, diperlukan sebuah titik pembatas (C*). Dengan menentukan titik pembatas (C*) akan diketahui saham-saham yang memiliki nilai ERB yang tinggi, yang juga merupakan saham-saham yang memiliki tingkat keuntungan yang optimal dengan tingkat risiko yang minimal (Septyarini, 2010). Model Indeks Tunggal, juga dapat digunakan untuk menentukan besarnya proporsi dana yang akan diinvestasikan.

METODE

Diagram Alir

Gambar 2

Diagram Alir Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Pemilihan Portofolio



Sumber: data olahan

Jenis Penelitian

Studi literatur yaitu serangkaian kegiatan yang berkenaan dengan metode pengumpulan data pustaka, membaca dan mencatat, serta mengelolah bahan penelitian (Zed, 2008:3 dalam Kartiningrum, 2015)

Pengumpulan Data

Data yang digunakan berasal dari textbook, jurnal, artikel ilmiah, literature review yang berisikan tentang *corporate governance* dan pemilihan portofolio.

Teknik Analisa

1. Mencari materi hasil penelitian yang relevan dengan konsep penelitian yaitu pengaruh *corporate governance dan portofolio*
2. Membaca abstrak dari setiap penelitian lebih dahulu untuk memberikan penilaian apakah permasalahan yang dibahas sesuai dengan yang hendak dipecahkan dalam penelitian.
3. Mencatat bagian – bagian penting dan relevan dengan permasalahan penelitian,
4. Mencatat sumber – sumber informasi dan mencantumkan daftar pustaka, jika informasi berasal dari ide atau hasil penelitian orang lain.
5. Melakukan analisis dengan menghubungkan terhadap fenomena yang ada.
6. Membuat kesimpulan, implikasi dan saran.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pentingnya Penerapan *Corporate Governance*

Perusahaan didirikan bukan hanya untuk mencari keuntungan dari penjualan produknya atau sekedar mencari dana untuk menjalankan operasional perusahaan. Ada hal lain yang tidak kalah pentingnya dibandingkan hanya sekedar menjual produk. Hal penting tersebut adalah bagaimana perusahaan mampu mengelola dananya sehingga perusahaan mampu meningkatkan nilai perusahaan secara berkesinambungan. Namun ada ketidak harmonisan hubungan antara pemilik perusahaan dengan manajer, ketika pemilik perusahaan ingin mengelola perusahaannya dengan cara yang berbeda. Munculnya *corporate governance* merupakan upaya untuk mengatasi perilaku manajemen yang mementingkan diri sendiri, yang disebabkan oleh adanya pemisahan antara kepemilikan dengan pengendali perusahaan (Cahaya dan Hartini, 2016)

Tatakelola perusahaan yang baik menentukan keberlangsungan dari suatu perusahaan. Melalui penerapan *corporate governance* diharapkan perusahaan mampu membentuk kepercayaan stakeholder bukan hanya stockholder. Kepercayaan dari stakeholder ini akan berdampak pada kinerja keuangan

perusahaan maupun nilai perusahaan. Artinya calon investor maupun kreditur tidak akan ragu untuk menanamkan modalnya pada perusahaan.

Astuti (2015) melakukan studi literatur mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. Astuti (2015) menyatakan bahwa *corporate governance* mampu meningkatkan nilai perusahaan jika diukur dengan MVE, Tobin's Q dan return saham. Penelitian ini juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wida dan Wayan (2014) yaitu kepemilikan institusional sebagai proksi mekanisme *corporate governance* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian lainnya yang sejalan adalah penelitian Aprianto (2013). Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel CGPI yang digunakan sebagai ukuran *corporate governance* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROI sebagai ukuran kinerja perusahaan dan berpengaruh signifikan negatif terhadap total *leverage* sebagai ukuran risiko perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa CGPI yang tinggi secara signifikan memberikan ROI yang lebih besar terhadap perusahaan dan CGPI yang tinggi secara signifikan memberikan risiko keuangan yang lebih rendah. Rofina dan Maswar (2013) juga menunjukkan bahwa secara parsial penerapan *good corporate governance* berpengaruh terhadap *net profit margin*, *return on investment*, dan *return on equity*.

Penelitian Diyani, dkk (2016) menghubungkan *corporate governance* terhadap *going concern* dan *equity risk*. Variabel independen yang digunakan adalah skor CGPI sebagai sebagai proksi dari *corporate governance*. Variabel independen adalah Revised Altman sebagai proksi *going concern* dan beta saham sebagai proksi *equity risk*. *Equity risk* menunjukkan resiko investasi yang dilakukan oleh manajemen. Metode penelitian yang digunakan regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan *corporate governance* yang diproksikan dengan CGPI (*Coporate Governance Performance Index*) berpengaruh negatif terhadap resiko ekuitas namun tidak berpengaruh terhadap kelangsungan usaha, artinya *corporate governance* mampu meminimalkan konflik kepentingan antara manajer dengan pihak-pihak yang berkepentingan dalam perusahaan.

Namun ada juga hasil penelitian yang tidak mendukung pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan dan kinerja perusahaan. Salah satu contoh adalah penelitian Cahaya dan Hartini (2016) yang menghubungkan struktur kepemilikan dan *corporate governance* terhadap profitabilitas bank. Variabel independen penelitian yang digunakan adalah CGPI, *ownership concentration*, *foreight ownership*, *domestic ownership* dan *private ownership*. Variabel dependen adalah profitabilitas dengan proksi menggunakan rasio keuangan ROA dan ROE. Selain itu juga digunakan variabel *firm size* dan NPL sebagai variabel kontrol. Metode penelitian yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan CGPI berpengaruh negatif terhadap ROA dan ROE. Uraian di atas menunjukkan pentingnya penerapan *corporate governance* dalam suatu perusahaan. Hal ini di dukung oleh hasil studi empiris dari berbagai peneliti.

Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Pemilihan Portofolio

Pada penelitian sebelumnya banyak dilakukan analisis mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan atau kinerja keuangan perusahaan. Namun ada hal lain yang juga sensitif terhadap penerapan *corporate governance* pada perusahaan. Hal lain yang perlu dipertimbangkan juga dalam penerapan *corporate governance* adalah bagaimana perusahaan melalui *corporate governance* dapat membentuk citra baik di mata investor atau calon investor dan kreditor sehingga investor maupun calon investor dan kreditor tidak ragu menanamkan modalnya pada perusahaan.

Selain return ada hal lain yang perlu dipertimbangkan dalam melakukan investasi yaitu resiko. Setiap jenis investasi selain mendatangkan return juga dapat mendatangkan resiko. Pada dasarnya investor tidak senang dengan yang namanya resiko. Jadi untuk meminimalkan resiko dalam berinvestasi, maka investor perlu menempatkan dananya ke dalam instrumen yang berbeda atau yang biasa disebut dengan diversifikasi. Investasi dalam berbagai macam instrumen keuangan yang berbeda akan membentuk suatu portofolio. Masalah akan timbul, ketika investor harus dihadapkan pada banyak aktiva beresiko yang ada di pasar. Diversifikasi portofolio artinya investor membentuk portofolio sedemikian rupa sehingga dapat mengurangi risiko portofolio tanpa harus mengorbankan return yang seharusnya diterima.

Tata kelola perusahaan merupakan salah satu pertimbangan investor dalam pemilihan portofolio, sebagai upaya untuk meminimalkan resiko. Perusahaan yang menerapkan *corporate governance* akan memiliki kinerja operasional yang lebih efisien. *Good Corporate Governance* (GCG) adalah suatu sistem yang mengatur hubungan antara berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) demi tercapainya tujuan perusahaan. *Good corporate governance* dilaksanakan untuk menjaga perusahaan tetap berada dalam kendali manajemen yang kuat dan disiplin serta mencegah terjadinya kesalahan-kesalahan signifikan dalam strategi perusahaan dan untuk memastikan bahwa kesalahan-kesalahan yang terjadi dapat diperbaiki dengan segera (Rofina dan Maswar, 2013). Demi kepentingan untuk memakmurkan pemilik perusahaan, maka manager diharapkan mampu memaksimalkan return dari hasil pengelolaan dana perusahaan. Maka dari itu, menurut Retno dan Priantinah (2012) dengan penerapan *good corporate governance* akan membuat investor merespon secara positif terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan peningkatan harga saham.

Pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer dimungkinkan tidak sejalan dengan tujuan utamanya untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau tidak sejalan dengan harapan kreditor untuk mendapatkan keuntungan dengan menempatkan dananya pada perusahaan untuk dikelola. Demi mengejar kepentingan pribadi untuk mendapatkan kompensasi, manajer dapat saja mengambil keputusan yang justru menurunkan nilai perusahaan. Afzal dan Abdul (2012) menyatakan:

Pemegang saham, kreditor dan manajer adalah pihak-pihak yang memiliki perbedaan kepentingan dan perspektif berkenaan dengan perusahaan. Pemegang saham akan cenderung memaksimalkan nilai saham dan memaksa manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan mereka melalui pengawasan yang mereka lakukan. Kreditor di sisi lain cenderung akan berusaha melindungi dana yang sudah mereka investasikan dalam perusahaan dengan jaminan dan kebijakan pengawasan yang ketat pula.

Melalui penerapan *corporate governance* jaminan atas investasi pemilik perusahaan dan pengawasan terhadap manajer dapat dilakukan. Aprianto (2013) menyatakan aspek penting dari *corporate governance* adalah pentingnya manajer untuk mendapatkan kontrol yang efektif yang dapat menyebabkan keputusan manajemen menjadi konsisten dengan tujuan peningkatan nilai pemegang saham yang berorientasi pertumbuhan perusahaan.

Almilia dan Lailul (2006) melakukan uji reaksi pasar terhadap publikasi CGPI. Abnormal return dan volume perdagangan (TVA) sebagai proksi reaksi pasar. Hasil penelitian menunjukkan publikasi CGPI direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* dan volume perdagangan yang signifikan disekitar tanggal pengumuman. Artinya dengan adanya penerapan *corporate governance*, kinerja pasar perusahaan yang ditunjukkan oleh *abnormal return* dan volume perdagangan mengalami reaksi yang signifikan.

Reaksi pasar terhadap penerapan *corporate governanc* menunjukkan pentingnya *corporate governance* dalam pemilihan portofolio. *Corporate governance* menjadi kriteria kualitatif tambahan dalam seleksi portofolio. Secara teori, alasan yang mendukung penggunaan kualitas *corporate governance* dalam pemilihan portofolio karena dua hal berikut (Lassoued and Ali, 2012):

1. Mekanisme *corporate governance* membantu untuk menyelesaikan konflik keagenan, sehingga dapat mempertahankan hak-hak pemegang saham dan mengoptimalkan kekayaan mereka (Jensen and Mackeling, 1976; Denis and MC Connell, 2003)
2. Prosedur dan spesifikasi kelembagaan melindungi hak pemegang saham kecil dari ekspropriasi oleh blockholders yang dapat mengambil keuntungan pribadi dari rekening pemegang saham kecil (La Porta et al, 1997).

Penelitian Lassoued and Ali (2012) mampu mengungkapkan adanya hubungan *corporate governance* terhadap pemilihan portofolio. Variabel independen yang digunakan pada penelitian Lassoued and Ali (2012) adalah *corporate governance*, sedangkan variabel independennya adalah bobot portofolio optimal yang dihitung dengan metode *mean-variance*. Sampel yang digunakan 460 perusahaan Amerika antara tahun 1995 sampai dengan 2004. Hasil penelitian menunjukkan bahwa bobot portofolio optimal sensitif terhadap mekanisme internal kontrol, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial dan kompensasi insentif.

Sebuah survei yang dilakukan oleh McKinsey & Co (2003) dalam Lassoued and Ali (2012) yang melibatkan manajer dana, menunjukkan bahwa 63 persen dari investor yang disurvei menyatakan menghindari membeli saham perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang buruk baik di pasar negara berkembang maupun negara maju. Para investor bahkan bersedia membayar premi antara 18 persen sampai 30 persen untuk berinvestasi di perusahaan-perusahaan dengan tata kelola yang baik. Bai, et. al. (2004) mengungkapkan bahwa ada banyak pembenaran mengapa investor bersedia membayar premi untuk perusahaan-perusahaan dengan tata kelola yang baik. Pertama, investor lebih memilih perusahaan dengan kebijakan pengungkapan yang lebih baik untuk mengurangi biaya kontrol. Kedua, *corporate governance* yang baik mengurangi konsekuensi yang tidak diinginkan dari kelalaian atau penipuan. Ketiga, *corporate governance* memungkinkan investor untuk menghindari masalah likuiditas dalam periode krisis dan meningkatkan nilai saham. Bushee et al. (2009) juga memberikan bukti yang mendukung, dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa investor institusi besar yang memegang sejumlah besar perusahaan, memilih berinvestasi pada perusahaan dengan tata kelola yang baik untuk mengurangi biaya monitoring

Penelitian lain yang sejalan pernah dilakukan oleh Giannetti dan Simonov (2006). Menariknya, dalam temuan mereka menunjukkan bahwa penting untuk membedakan antara investor yang menikmati manfaat pribadi atau akses ke informasi pribadi dan investor yang hanya menikmati manfaat keamanan, ketika kita meneliti faktor-faktor penentu perilaku investor dalam pemilihan portofolio. Bagi investor yang hanya menikmati manfaat keamanan enggan untuk berinvestasi di perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang lemah, sedangkan individu yang memiliki akses dengan orang dalam perusahaan tampaknya lebih mungkin untuk berinvestasi pada perusahaan dengan tata kelola yang lemah.

Berdasarkan uraian di atas, tampaknya *corporate governance* berpengaruh terhadap keputusan investor dalam melakukan investasi khususnya dalam pemilihan portofolio. Fenomena ini mendukung perlunya dilakukan kajian terhadap hubungan *corporate governance* terhadap pemilihan portofolio. *Corporate governance* yang baik akan mempengaruhi investor dalam melakukan keputusan investasi sehingga tercipta portofolio optimal. Dengan demikian, melalui penerapan *corporate governance* akan mengurangi biaya keagenan, asimetri informasi dan meningkatkan nilai perusahaan. Bukti empiris yang menghubungkan *corporate governance* terhadap pemilihan portofolio belum banyak ditemukan, sehingga perlu dilakukan studi lanjut untuk menambah bahan kajian dalam bidang *corporate governance*.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Pada dasarnya investor tidak senang dengan yang namanya resiko. Jadi untuk meminimalkan resiko dalam berinvestasi, maka investor perlu melakukan diversifikasi dan membentuk portofolio. Sebagai dasar pengambilan keputusan dalam pemilihan portofolio investor mempertimbangkan lemah tidaknya tata kelola perusahaan. Manajer perusahaan sebagai wakil dari pemilik perusahaan seharusnya bekerja untuk meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan dan keberlangsungan perusahaan. Namun manajer perusahaan sebagai individu sudah tentu memiliki kepentingan pribadi untuk memakmurkan dirinya sendiri. Hal ini memicu terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan manajer.

Perlu adanya kontrol dan perlindungan bagi semua pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan untuk menghindari manajer melakukan tindakan-tindakan yang mementingkan diri sendiri dan mengabaikan kepentingan dari pemilik perusahaan. Menurut Diyani, dkk (2016) jaminan bahwa perusahaan telah dikelola dengan baik, dapat tercermin dari sistem tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Penerapan *corporate governance* merupakan upaya untuk meminimalkan resiko bagi investor terkait pengelolaan dana yang telah mereka tanamkan dalam perusahaan. Melalui penerapan *corporate governance*, investor mendapatkan jaminan terhadap kedisiplinan manajemen dalam menjalankan perusahaan untuk mendatangkan kemakmuran bagi pemilik (investor).

Berdasarkan hasil studi literatur tata kelola perusahaan (*corporate governance*) berpengaruh terhadap nilai perusahaan maupun kinerja keuangan perusahaan. Selain berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan maupun kinerja keuangan perusahaan, *corporate governance* juga merupakan bahan pertimbangan investor dalam pemilihan portofolio. Maka dari itu, perlu pengembangan penelitian ke arah riset untuk memperkaya bukti empiris *good corporate governance* berpengaruh positif terhadap pemilihan portofolio. Pada penelitian sebelumnya penentuan bobot portofolio optimal menggunakan metode *basic mean-variance* dan dilakukan pada berbagai sektor industri. Sebagai pengembangan penelitian dapat digunakan alternatif lain dalam pembentukan portofolio optimal (*resampled efficient frontier* atau *mean-semivariance*), selain itu juga perlu dilakukan pengkajian pada jenis industri tertentu.

Saran

Pengkajian lebih dalam mengenai hubungan *corporate governance* terhadap pemilihan portofolio akan menunjukkan bagaimana investor mempertimbangkan lemah tidaknya tata kelola perusahaan terkait pemilihan portofolio. Dengan demikian, dapat diketahui secara langsung bagaimana *corporate governance* mampu mempengaruhi keputusan investor dalam menentukan portofolio. Penelitian ini merupakan penelitian studi literatur, sehingga dibutuhkan bukti empiris yang dapat digunakan sebagai kajian lebih mendalam. Maka dari itu perlu dilakukan pengembangan penelitian berbasis riset untuk memberikan bukti empiris.

Daftar Pustaka

- Afzal, Arie dan Abdul Rohman. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting* 1(2): 1-9
- Almilia, Luciana Spica dan Lailul L. Sifa. 2006. Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance Perception Index Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Indonesia* 9 (Padang): 1-24
- Aprianto, Devien. 2013. *Analisis Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan Dan Risiko Perusahaan Studi Pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Dan Mengikuti Pemeringkatan Corporate Governance Perception Index (Cgpi) Periode 2007-2011*. Skripsi. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Astuti, Elly. 2015. Studi Literatur: Pengaruh Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan. *Assets Jurnal Akuntansi dan Pendidikan* 4(1): 68-72
- Bai, C.E., Liu, Q., Song, F.M, and Zhang J. 2004. Corporate Governance and Market Valuation in China. *Journal of Comparative Economics* 32 (4): 599-616
- Bushee, B., Carter M. and Gerakos J. 2009. Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisme. *Contemporary Accounting Research* 18(2): 207-246
- Budiharjo, Roy. 2016. Good Corporate Governance Terhadap Return Saham dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening dan Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Peraih CGPI yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012. *Jurnal Online Insan Akuntan* 1(1): 163-194
- Cahaya, Yulizar dan Hartini. 2016. Dampak Struktur Kepemilikan dan Corporate Governance Terhadap Profitabilitas Bank. *Jurnal Ekonomi* 7(1): 22-33
- Diyani, Lucia Ari, Nera Marinda Machdar dan Ahalik. 2016. Pengaruh Penerapan Corporate Governance Terhadap Going Concern dan Equity Risk. *Kalbisocioa Jurnal Bisnis dan Komunikasi* 3 (1): 32-41
- Entrisnasari, Fantika Vera. 2015. *Analisis Perbandingan Optimasi Portofolio Metode Mean-Varians dengan Metode Means-SemiVarians Studi Kasus: Saham Syariah Jakarta Islamic Index*. Skripsi. Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta.
- Giannetti, M and Simonov A. 2006. Which investors fear Expropriation? Evidence from Investors portfolio choice. *Jornal of Finance* 61(3):1507-1547
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. 1976. Theory of The Firm: Menagerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360
- Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta:BPFE
- Kartiningrum, Eka Diah. 2015. *Panduan Penyusunan Studi Literatur*. Mojokerto: LPPM Politeknik Kesehatan Majapahit

- Lassoued, Naima and Ali Emir. 2012. Portfolio selection: does corporate governance matter?, *Corporate Governance: The international journal of business in society* 12 (5): 701 – 713
- Moez, Dabboussi., Kouki Marouan, dan Rajhi ,T. 2015. Does Foreign Ownership Influence Firm Profitability? Evidence from the Tunisian Context, *International Journal of Economics and Finance*, 7 (8): 159-165.
- Pratiwi, Esti. 2014. *Penentuan Bobot Portofolio Optimal Dengan Metode Resampled Efficient Frontier Untuk Perhitungan Value At Risk Pada Data Berdistribusi Normal*. Skripsi. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Retno M, Pratinah D. 2012. Pengaruh Good Corporate Governance Dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi* 13 (Purwokerto): 1-24
- Riahi-Belkoui, Ahmed. (2003). Intellectual Capital and Firm Performance of U.S. Multinational Firms: A Study of The Resource-Based and Stakeholder Views. *Journal of Intellectual Capital*. 4(2): 215-216
- Rofina, Maria WPPW dan Maswar Patuh Priyadi. 2013. Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan di BEI. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi* 2(1): 1-18
- Schleifer, A. and Robert, W. V. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52 (2): 737-747
- Septyarini. 2010. *Analisis Portofolio Optimal Berdasarkan Model Indeks Tunggal pada Saham LQ-45*. Fakultas Ekonomi. Universitas Gunadarma, Depok.
- Wida, Ni Putu P. D. dan I Wayan Suartana. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Instutisional Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 9(3): 575-590