

CORPORATE GOVERNANCE DAN KINERJA SAHAM

Oleh: Sunarto

Dosen Tetap STIE Stikubank Semarang

ABSTRAK

Corporate governance merupakan suatu sistem kelola yang diselenggarakan dengan mempertimbangkan semua faktor yang mempengaruhi proses institusi termasuk faktor-faktor yang berkaitan dengan fungsi regulator. Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) menyatakan ada lima prinsip corporate governance yaitu: perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham, perlakuan yang adil terhadap seluruh pemegang saham, peranan stakeholders dalam corporate governance, keterbukaan dan transparansi; dan peranan board of directors dalam perusahaan. Konsep corporate governance dapat dikembangkan dalam teori dan diformulasikan ke dalam model-model corporate governance yang bersifat mainstream seperti finance model (agency theory), stewardship model (stewardship theory), dan stakeholders model (stakeholders theory), atau political model (political theory).

Dalam finance model (agency theory), asumsi dasar yang digunakan adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan pribadi sebelum memenuhi kepentingan pemegang saham. Kebijakan pendanaan yang diputuskan oleh manajemen secara transparan dengan pihak penyandang dana (misalnya board of directors - dewan komisaris) mempunyai hubungan positif dengan pencapaian good corporate governance. Kriteria pengukuran pencapaian good corporate governance tidak diukur dengan proporsi kepemilikan saham, proporsi dewan komisaris, ataupun kinerja perusahaan (seperti ROE), tetapi diukur dengan corporate governance index.

Informasi akuntansi yang diungkapkan secara transparan melalui efek audit committee akan meningkatkan pencapaian mekanisme corporate governance. Jika mekanisme corporate governance dilakukan dengan baik maka kinerja perusahaan (corporate performance) juga akan semakin meningkat.

Keberhasilan corporate governance dipengaruhi oleh kondisi makro dan mikro perusahaan. Proporsi kepemilikan saham yang relatif seimbang, dan proporsi dewan komisaris (board of directors) dari pihak luar yang semakin besar, serta peran audit committee yang semakin efektif akan meningkatkan keberhasilan pencapaian good corporate governance. Pencapaian good corporate governance akan meningkatkan kinerja saham di Bursa Efek Jakarta.

Keywords: *corporate governance, corporate performance, agency theory, audit committee, board of directors, kinerja saham.*

I. PENDAHULUAN

Perusahaan didirikan mempunyai tujuan utama yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Selain itu, para pihak lain, para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai tujuan yang berbeda-beda.

terutama peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima. Lambert (2001) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi manfaat (*utility*) prinsipal (pemilik) dengan kendala (*constraint*) manfaat (*utility*) dan insentif yang akan diterima oleh agen (manajemen). Karena kepentingan yang berbeda sering muncul konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Lebih jauh, Lambert (2001) menunjukkan bahwa *action* dari agen meliputi *operation decisions*, *financing decision* (kebijakan pendanaan) dan *investment decisions*.

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham antara lain dalam hal pembuatan keputusan pendanaan. Struktur kepemilikan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* saja, tetapi juga ditentukan oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan investor institusional. Sementara Husnan (2001) menyatakan bahwa kepemilikan saham di bursa Indonesia dan Korea relatif sama yaitu terbagi dalam dua kelompok yakni pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*) dan pemegang saham minoritas (*minority share holders*). Pemegang saham pengendali mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam mengendalikan manajemen dibandingkan dengan pemegang saham minoritas, sehingga keputusan-keputusan yang diambil sering merugikan kelompok pemegang saham minoritas.

Di sisi lain, kenyataan yang ada pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) kepemilikan saham tersebut memang cukup menyebar, tetapi prosentase kepemilikan terbesar berada pada pemegang saham pendiri sebagai pemegang saham pengendali (*controlling share holders*). Sesuai dengan data di BEJ menunjukkan bahwa selama tiga tahun terakhir (1999 – 2001) prosentase kepemilikan lebih dari 60% dimiliki oleh sebagian besar para pendiri. Bahkan 90% dari jumlah perusahaan yang *listed* di BEJ yaitu sejumlah 291 dari 323 perusahaan, proporsi kepemilikannya sekitar 60% pemegang saham pendiri (pengendali), kurang dari 10% investor institusional, dan kurang dari 30% dimiliki publik (ICMD 2002). Sementara pihak manajemen memiliki saham (berupa saham bonus) sekitar 10% dari pemegang saham pendiri (pengendali).

Berdasar data di BEJ tersebut sangat dimungkinkan keputusan-keputusan yang diambil manajemen lebih banyak didominasi oleh pemegang saham pengendali (pendiri dan sebagian kecil manajemen), karena pemegang saham minoritas (investor institusional dan publik) proporsi kepemilikannya jauh lebih kecil (kurang dari 40%). Kenyataan tersebut sangat dimungkinkan menimbulkan konflik antara empat kelompok pemilik yaitu pemegang saham pendiri, manajemen, investor institusional, dan publik. Konflik tersebut juga terjadi antara pemegang saham, manajemen dan kreditor. Oleh karenanya diperlukan adanya suatu perlindungan terhadap berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan tersebut.

Kerangka konseptual *corporate governance* secara luas diartikan sebagai jaringan hubungan formal-informal sektor korporasi dan konsekuensinya bagi masyarakat umum; dan dalam arti sempit *corporate governance* merupakan sistem pertanggung-jawaban resmi direksi kepada pemegang saham (Hoesada, 2000: viii). Sementara Keasey et. al. (1993) menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan sebuah struktur, proses, budaya dan sistem untuk menciptakan kondisi operasional yang sukses bagi suatu organisasi.

Kebijakan pendanaan sering dikaitkan dengan masalah *corporate governance* dan mulai menjadi perhatian sejak krisis melanda di beberapa negara Asian (Husnan, 2001; Wahidahwati, 2002; Suranta dan Mediastuty, 2003; Sloan, 2001; Bushman dan Smith, 2001). Bahkan Husnan (2001) menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan berhubungan positif dengan *corporate governance* (diukur dari ROE). Sedangkan Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen dan investor institusional berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*.

Sementara Sloan (2001) menyatakan bahwa ukuran keberhasilan yang dicapai oleh manajemen dalam mekanisme *governance* tercermin dalam besarnya *return on capital* yang ditanamkan oleh *financiers* (penyandang dana). Lambert (2001) mengukur kinerja perusahaan yang akan digunakan sebagai dasar penentuan *incentive* didasarkan pada *economic value added* (EVA). Ittner dan Larcker (2001) juga mengukur kinerja perusahaan berdasarkan EVA yang akan digunakan sebagai dasar untuk penentuan *incentive*.

Sementara Bushman dan Smith (2001) mengukur *corporate governance* ditentukan oleh beberapa faktor antara lain: *country indicator*, *industry indicator*, *agency conflict*, dan *accounting quality*. Dari beberapa faktor tersebut Bushman and Smith (2001) menekankan pada dua faktor yang terakhir yaitu *agency conflict* dan *accounting quality* untuk dilakukan pembuktian apakah *agency conflict* dan *accounting quality* berhubungan dengan *corporate governance* dan kinerja pasar modal. Lambert (2001) menyatakan bahwa dalam hubungan "*principal - agent*", pihak manajemen (agen) melakukan aktivitas yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau keputusan investasi lainnya. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan merupakan salah satu aktivitas (*action*) yang dilakukan oleh manajemen sesuai dengan kontrak antara pemilik (*principal*) dengan manajemen (*agent*).

Berdasar uraian tersebut maka sangat dimungkinkan bahwa kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen akan mempengaruhi *corporate governance*. Disamping kebijakan pendanaan, *corporate governance* juga dipengaruhi oleh kualitas informasi akuntansi (Bushman dan Smith, 2001). Dari sudut pandang akuntansi, *corporate governance* antara lain dipengaruhi oleh kualitas *disclosure* (Dye, 2001; Bushman dan Smith, 2001; Sloan, 2001) dan rasio keuangan (Bushman dan Smith, 2001).

Sesuai dengan kenyataan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) kepemilikan perusahaan terbagi dalam empat kelompok yaitu pemegang saham pendiri, manajemen, investor institusional, dan publik. Sebagaimana dijelaskan di muka bahwa kepemilikan yang menyebar sangat dimungkinkan terjadi konflik keagenan (*agency conflict*) terutama antara pihak manajemen dengan tiga kelompok pemegang saham (pendiri, investor institusional, dan publik), sehingga kebijakan pendanaan perusahaan juga akan ditentukan oleh keempat kelompok tersebut (manajemen, pendiri, investor institusional, dan publik).

Sebagaimana disarankan oleh Bushman dan Smith (2001) bahwa kebijakan pendanaan juga diprediksikan akan mempengaruhi kinerja pasar modal. Kinerja pasar modal antara lain diukur dari harga saham, volume perdagangan (Bushman dan Smith, 2001; Verrecchia, 2001; Machfoedz, 1999) dan kapitalisasi pasar (Ang, 1997).

Disamping kebijakan pendanaan juga perlu dilakukan penelitian untuk menguji pengaruh kualitas informasi akuntansi terhadap *corporate governance* (Dye, 2001; Bushman dan Smith, 2001; Sloan 2001). Artikel ini mencoba mengkaji kualitas informasi akuntansi terutama faktor kelengkapan pengungkapan laporan keuangan dan analisis laporan keuangan.

Kelengkapan pengungkapan laporan keuangan perusahaan mengukur banyaknya butir laporan keuangan yang material diungkap oleh perusahaan baik yang bersifat wajib (*mandatory*) maupun sukarela (*voluntary*) (Na'im dan Rakhman, 2000). Kualitas pengungkapan laporan keuangan dihitung berdasarkan indeks pengungkapan laporan keuangan (Wallace, 1987 dalam Na'im dan Rakhman, 2000; dan Sloan 2001). Hasil penelitian Na'im dan Rakhman (2001) menunjukkan bahwa indeks pengungkapan laporan keuangan perusahaan signifikan berhubungan dengan *leverage* keuangan perusahaan; tetapi tidak signifikan berhubungan dengan prosentase kepemilikan saham oleh publik. Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perlu dilakukan penelitian lanjutan untuk menghubungkan antara kelengkapan pengungkapan laporan keuangan dengan kebijakan pendanaan. Hal ini didasarkan pada pemikiran bahwa struktur kepemilikan saham mestinya berhubungan dengan kelengkapan pengungkapan laporan keuangan, karena struktur kepemilikan berhubungan dengan *leverage*.

Faktor kedua dari kualitas informasi akuntansi adalah penilaian terhadap laporan keuangan melalui analisis laporan keuangan. Banyak penelitian yang menghubungkan rasio-rasio keuangan dengan kinerja perusahaan (Machfoedz, 1994; Machfoedz, 1999; Zainuddin dan Hartono, 1999; Asyik, 2000; Wilopo, 2001; Aryati dan Manao, 2002 dan peneliti lainnya) menunjukkan bahwa beberapa rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksi kinerja perusahaan (*corporate performance*). Beberapa rasio keuangan yang dapat digunakan untuk memprediksi kinerja perusahaan antara lain: (1) *dividend payout ratio* (DIV/NIS), (2) *sales to total asset ratio* (S/TA), (3) *long-term debt to total asset ratio* (LTD/TA), dan (4) *net income to sales* (NIS). Dipilihnya keempat rasio tersebut didasarkan pada alasan antara lain: hutang jangka panjang yang diinvestasikan ke dalam *total asset* (LTD/TA) juga akan digunakan untuk menghasilkan penjualan dan tingkat keuntungan yang dicapai oleh perusahaan (tercermin dalam S/TA dan NIS). Tingkat keuntungan yang dicapai oleh perusahaan juga akan digunakan untuk menentukan besarnya dividen yang akan diperoleh para pemegang saham (tercermin dalam *dividend payout ratio*). Alasan tersebut juga didukung oleh Asyik dan Sulistyono (2000); Machfoedz (1994) dan Machfoedz (1999) menunjukkan bahwa keempat rasio keuangan tersebut bermanfaat untuk memprediksi laba perusahaan di BEJ.

II. PEMBAHASAN

2.1. *Corporate Governance*

David Melvill yang dikutip oleh Media Akuntansi (2000) menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan sebuah sistem guna mengontrol dan mengarahkan perusahaan. Para manajer perusahaan berperan secara efektif terhadap *corporate governance* dengan melakukan tindakan-tindakan antara lain: (a) mengidentifikasi secara layak, mengevaluasi, dan mengelola risiko dan peluang; (b) menindak-lanjuti kebijakan perusahaan dan menjelaskan tujuan perusahaan secara lengkap; (c) mentaati standar-

standar etika; dan (d) memandang dewan direksi perusahaan sebagai 'ahli' dan kewenangan legalnya diakui. Sementara akuntan manajemen dapat berperan dalam hal-hal antara lain: (a) memberikan informasi atas penilaian kinerja masa lalu dan aktivitas masa depan yang disetujui dan direncanakan; (b) merancang dan menerapkan sistem internal control yang berperan sebagai dewan penjamin; (c) menjamin bahwa pendelegasian kewenangan ditaati; dan (d) mengawasi dan mengevaluasi biaya-biaya serta manfaat-manfaat dari aktivitas utama.

Lebih jauh, David Melvill dalam Media Akuntansi (2000, hal: 8) menyatakan bahwa auditor internal dapat berperan dalam *corporate governance* dalam hal-hal: (a) membantu dewan dalam menilai risiko utama dan memberi nasihat pada pihak manajemen; (b) mengevaluasi sistem internal kontrol dan bertanggung jawab kepada komite audit; dan (c) menelaah peraturan *corporate governance* minimal setahun sekali.

Suratman (2000) menyatakan bahwa jika *corporate governance* baik (*good corporate governance - GCG*) maka GCG akan mempunyai manfaat antara lain: (a) entitas bisnis akan menjadi efisien; (b) meningkatkan kepercayaan publik; (c) mengurangi *going concern* perusahaan; (d) dapat mengukur target kinerja manajemen perusahaan; (e) meningkatkan produktivitas; dan (f) mengurangi distorsi (*management risk*).

Keasey (1993) mendefinisikan *corporate governance* sebagai struktur, prosedur, budaya dan sistem untuk menciptakan kondisi operasional yang sukses bagi suatu organisasi. Hoesada (2000) menyatakan bahwa *corporate governance* di Indonesia digunakan untuk melindungi public yang dilakukan dengan: (1) kewajiban membuat cadangan anti deficit modal, (2) para pengurus yang mempunyai cacat profesi dilarang menjadi pengurus PT lain, (3) direksi wajib membuat akuntansi dan laporan keuangan, (4) menegaskan bahwa laporan keuangan adalah tanggung jawab manajemen, (5) memberi batas pertanggung-jawaban kepada RUPS, (6) melarang konversi hutang menjadi saham secara semena-mena atau diam-diam, (7) wajib audit PT tertentu, dan (8) transparansi kepemilikan saham oleh para pengurus aktif, istri/ suami pengurus dan sanak keluarga.

Mongks dan Mino dalam Media Akuntansi (2000) menyatakan bahwa *corporate governance* terdiri dari pemegang saham, manajemen (dipimpin oleh *executive officer*), dan *the board of directors*. *Corporate governance* dapat dilaksanakan dengan baik (*good corporate governance*) harus memenuhi prinsip-prinsip dasar yang meliputi: (1) transparansi, (2) integritas, (3) akuntabilitas, (4) keadilan, dan (5) tanggung jawab/responsibilitas.

Turnbull (1997) dalam Syakhroza (2003) mendefinisikan *corporate governance* sebagai suatu sistem kelola yang diselenggarakan dengan mempertimbangkan semua faktor yang mempengaruhi proses institusional, termasuk faktor-faktor yang berkaitan dengan fungsi regulator. Sementara Cadbury (1992) dalam Media Akuntansi (2000) menyatakan bahwa prinsip utama dalam *corporate governance* hanya terdiri dari tiga prinsip yaitu: (1) keterbukaan, (2) integritas, dan (3) akuntabilitas. Sedangkan *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) dalam Media Akuntansi (2000) menyatakan terdapat lima prinsip *corporate governance* yaitu: (1) perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham; (2) perlakuan yang adil terhadap seluruh pemegang saham; (3) peranan *stakeholders* dalam *corporate governance*;

keterbukaan dan transparansi; dan (5) peranan *board of directors* dalam perusahaan. OECD (1999) sebagai salah satu lembaga yang mempunyai inisiatif mempromosikan konsep *corporate governance* mempunyai definisi yang konsisten dengan Cadbury (1992) yang secara lengkap didefinisikan sebagai berikut: "*corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the corporation, such as, the board, managers, shareholders and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides the structure through which the company objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance*".

Atas dasar landasan filosofis tersebut mewarnai perkembangan konsep *corporate governance* yang selanjutnya digunakan sebagai dasar pengembangan teori *corporate governance* yang diformulasikan ke dalam model-model *corporate governance* yang bersifat *mainstream* seperti *finance model (agency theory)*, *stewardship model (stewardship theory)*, *stakeholders model (stakeholders theory)*, atau *political model (political theory)*.

Dalam *finance model*, asumsi dasar yang digunakan adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan pribadi sebelum memenuhi kepentingan pemegang saham. Hal ini akan menyebabkan *agency cost* yang harus dikelola melalui beragam mekanisme seperti pemberian insentif dan pemberlakuan peraturan-peraturan. *Agency theory* mengidentifikasi potensi konflik kepentingan antara pihak-pihak dalam perusahaan yang mempengaruhi perilaku perusahaan dalam berbagai cara yang berbeda

Perlindungan terhadap pihak-pihak yang berkepentingan yaitu para pemegang saham (*controlling* maupun *minority shareholders*), manajemen maupun kreditor dapat dilakukan melalui mekanisme dari dalam perusahaan maupun mekanisme dari luar. Zhuang *et al.* (2000) dalam Husnan (2001) menyatakan bahwa bentuk perlindungan melalui mekanisme tersebut adalah dengan menggunakan sistem *corporate governance* yang terdiri dari (1) berbagai peraturan yang menjelaskan hubungan antara pemegang saham, manajer, kreditor, pemerintah dan stakeholders yang lain; dan (2) berbagai mekanisme yang secara langsung ataupun tidak langsung menegakkan peraturan tersebut.

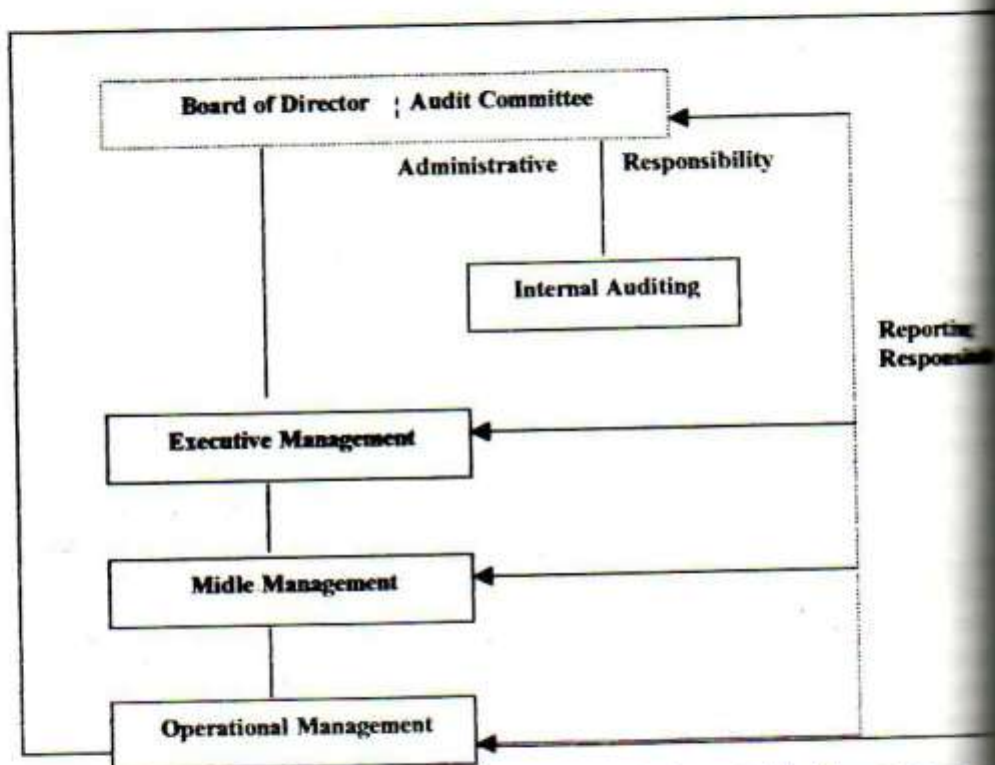
Agar penyelenggaraan *corporate governance* berjalan dengan baik (*good corporate governance*), pemerintah telah mengeluarkan beberapa peraturan antara lain Bapepam dengan Surat Edaran No. SE-03/PM/2000 mensyaratkan bahwa setiap perusahaan public di Indonesia wajib membentuk Komite Audit dengan anggota minimal 3 orang yang diketuai oleh satu orang komisaris independent perusahaan dengan dua orang eksternal yang independent terhadap perusahaan serta menguasai dan memiliki latar belakang akuntansi dan keuangan. Sementara bagi perusahaan BUMN/BUMD, sesuai dengan Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor: 117/M-MBU/2002 menyatakan bahwa: "Komisaris/ Dewan Pengawas harus membentuk komite yang bekerja secara kolektif dan berfungsi membantu Komisaris/ Dewan Pengawas dalam melaksanakan tugasnya, yaitu membantu Komisaris/ Dewan pengawas dalam memastikan efektivitas sistem pengendalian intern, efektivitas pelaksanaan tugas auditor eksternal dan auditor internal". Alijoyo (2003) menyatakan bahwa pada akhir April 2003 sudah terdapat 277 emiten (84% dari total emiten = 331) yang tercatat di Bursa Efek

Jakarta telah memiliki Komite Audit, diantaranya 7 emiten BUMN (total emiten BUMN = 8). Sedangkan untuk BUMN non-emiten yang berjumlah 161 di tingkat *holding* adalah kurang dari 5% yang telah memiliki Komite Audit sesuai persyaratan yang ditentukan.

Sementara *AICPA's Statement on Auditing Standards* No. 65 menunjukkan hubungan dan posisi Internal Auditing dan Audit Committee dalam mekanisme *corporate governance* dapat digambarkan pada gambar 1 sebagai berikut:

Gambar 1:

Ideal Positioning of Internal Auditing and Audit Committee



Berdasarkan gambar 1 tersebut nampak bahwa Audit Committee membantu *Board of directors* (Dewan Komisaris) dalam rangka melakukan pengawasan terhadap tanggung jawab (*responsibility*) pihak manajemen perusahaan (*executive, middle, dan operational*) dalam pengelolaan perusahaan (*corporate governance*) dan informasi yang diperoleh dari Internal Auditor perusahaan.

2.2. Corporate Governance dan Corporate Performance

Keberhasilan mekanisme *corporate governance* tercermin dalam *corporate performance*. Sloan (2001) mengukur *corporate performance* berdasarkan *return on capital*. Sementara Husnan (2001) *return on equity* digunakan sebagai proksi untuk mengukur keberhasilan *corporate governance*. *Corporate performance* juga dapat diukur berdasarkan *economic value added* (Lambert, 2001; Itner dan Larcker, 2003).

Berdasarkan uraian tersebut maka keberhasilan mekanisme *corporate governance* tercermin dalam *corporate performance*, dimana *corporate performance* dapat diukur dari *return on capital (ROC)*, *return on equity (ROE)* dan *economic value added (EVA)*.

Bushman dan Smith (2001) menunjukkan ada beberapa faktor yang mempengaruhi *economics performance (corporate governance)* antara lain: *auditing regime, communication infrastructure, financial analysis ratios, financial system architecture, legal environment, other corporate control mechanisms, industry concentration, political influence over business activities, and human capital*. Lebih jauh, Bushman dan Smith (2001) menyatakan bahwa *corporate governance* dari sudut pandang akuntansi keuangan merupakan fungsi dari *agency conflict* dan *accounting quality*.

Agency conflict terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik (*principal*) dengan manajemen (*agent*). Lambert (2001) menyatakan bahwa *agency theory* merupakan model yang digunakan untuk memformulasikan permasalahan (*conflict*) antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*). Disamping *agency conflict*, Bushman dan Smith (2001) menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan fungsi dari kualitas informasi akuntansi (*accounting quality*). Beberapa indikator dari *accounting quality* adalah *disclosure* (Bushman dan Smith, 2001; Dye, 2001) dan *financial ratios* (Bushman dan Smith, 2001).

Beberapa hubungan antara *corporate governance* dan *corporate performance* dari sudut pandang *finance model (agency theory)* dan akuntansi dapat dijelaskan secara rinci sebagai berikut:

2.2.1. Kebijakan Pendanaan dan Informasi Akuntansi.

Kebijakan pendanaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam pencarian sumber dana tersebut sangat dipengaruhi oleh para pemilik/ pemegang saham. Sesuai dengan tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, maka setiap kebijakan yang akan diambil oleh pihak manajemen selalu dipengaruhi oleh keinginan para pemegang saham.

Di sisi lain pihak manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham. Manajemen lebih berkepentingan untuk mendapatkan kompensasi dari hasil operasional perusahaan yang dijalankan. Kepentingan yang berbeda tersebut menyebabkan adanya konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.

Lambert (2001) menyatakan bahwa pada dasarnya *agency theory* merupakan model yang digunakan untuk memformulasikan permasalahan (*conflict*) antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*). Model *principal-agent* dapat digambarkan dalam gambar 2 sebagai berikut: (Lambert, 2001: 6).

Gambar 2:

Model Hubungan *Principal-Agent*

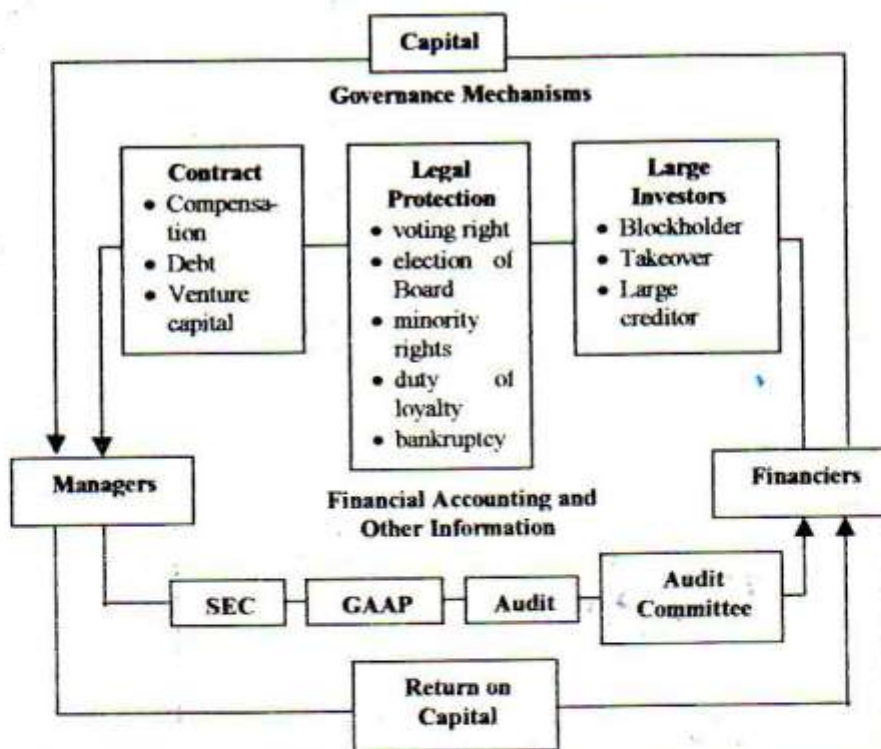
.....
Contract $s(x,y)$	Agent selects	Performance measures	Agent is paid $s(x,y)$
Agreed Upon	action (a)	(x,y,etc.) observed	Principal keeps $x-s(x,y)$

Pada gambar tersebut "s" menunjukkan fungsi kompensasi yang akan dijadikan dasar dan bentuk fungsi yang menghubungkan pengukuran kinerja dengan kompensasi agen; "y" menunjukkan *vector* pengukuran kinerja berdasarkan kontrak. Berdasarkan kontrak tersebut agen akan menyeleksi dan atau melakukan aktivitas (*action* "a") yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau kebijakan investasi lainnya. Sedangkan "x" menunjukkan "outcome" atau hasil yang diperoleh perusahaan yang merupakan realisasi pengukuran kinerja yang dilakukan oleh agen.

Lambert (2001); Sloan (2001) dan Bushman dan Smith (2001) juga menyatakan bahwa konflik keagenan (*agency conflict*) muncul dari perbedaan kepentingan antara *agent* dan *principal*. Lebih jauh Lambert (2001) menyatakan bahwa kebijakan pendanaan merupakan salah satu fungsi dari *agent select action* - "a". Dari pernyataan ini mengandung arti bahwa kebijakan pendanaan merupakan aktivitas (*action*) yang dilakukan oleh manajemen (*agent*).

Sloan (2001) menyatakan bahwa para penyandang dana (*financiers*) menanamkan dana (*capital*) dalam rangka mencapai *return on capital* yang dihasilkan oleh manajemen perusahaan. Lebih jauh, Sloan (2001) memberikan ilustrasi hubungan antara kebijakan pendanaan dengan informasi akuntansi dalam mekanisme *governance* seperti ditunjukkan pada gambar 3: (Sloan, 2001: 341).

Gambar 3:
Governance Mechanisms



Berdasar gambar 3 tersebut menunjukkan bahwa para penyandang dana (*financiers*) memerlukan informasi akuntansi dan informasi lainnya yang terkait dengan akuntansi. Berdasar informasi tersebut *financiers* membentuk kerjasama dengan para investor besar lainnya dengan mempertimbangkan berbagai proteksi yang berlaku di wilayah negara tempat perusahaan beroperasi.

Selanjutnya para *financiers* dan investor melakukan kontrak dengan para manajer perusahaan. Manajer akan melakukan segala aktivitas operasional sesuai dengan kontrak yang disepakati dengan pihak *financiers* dan investor. Hasil operasional (*outcome*) diukur dari *return on capital* yang diinginkan oleh *financiers* sebagai dasar pengukur dari *capital* yang ditanamkan ke dalam perusahaan.

Mekanisme hubungan antara penyandang dana (*financiers*) dan investor dengan manajemen selanjutnya akan diungkapkan melalui laporan keuangan. Agar informasi keuangan dapat diungkapkan secara transparan, maka laporan keuangan yang disajikan oleh pihak manajemen harus sesuai dengan standar akuntansi yang berterima umum (*generally accepted accounting principles - GAAP*). Sesuai dengan mekanisme *governance*, maka hasil audit yang dilakukan oleh internal auditor selanjutnya akan diserahkan kepada Audit Committee yang akan digunakan sebagai dasar untuk melakukan pengawasan/ pengendalian manajemen untuk disampaikan kepada *financiers* (melalui *board of directors*).

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat diajukan proposisi sebagai berikut: "kebijakan pendanaan yang diputuskan oleh pihak manajemen mempunyai hubungan positif dengan informasi keuangan. Informasi keuangan yang disajikan oleh manajemen dan telah diaudit oleh internal auditor mempunyai hubungan dengan efektivitas tugas *audit committee* dalam rangka pencapaian *good corporate governance*".

2.2.2. Kebijakan Pendanaan dan *Corporate Governance*

Sebagaimana dinyatakan oleh Lambert (2001) bahwa kebijakan pendanaan merupakan salah satu fungsi dari *agent select action* dan bukan merupakan ukuran dari rasio hutang terhadap ekuitas (DER). Oleh karenanya perlu dilakukan penelitian untuk membuktikan bahwa proporsi kepemilikan bukan sebagai faktor yang mempengaruhi DER; tetapi proporsi kepemilikan merupakan indikator yang membentuk kebijakan pendanaan. Sesuai dengan kenyataan di perusahaan-perusahaan yang listed di BEJ menunjukkan bahwa kepemilikan saham perusahaan terdiri dari: pemegang saham sendiri, institusional, publik, dan manajemen, maka keempat kelompok pemilik tersebut merupakan indikator dalam penentuan kebijakan pendanaan.

Kebijakan pendanaan yang merupakan salah satu *action "a"* dari manajemen akan mempengaruhi kinerja perusahaan (Lambert, 2001). Jika *action* yang dilakukan oleh manajemen menghasilkan "*outcome*" (dinotasikan sebagai "*x*") semakin baik maka *corporate governance* juga semakin baik. *Action* yang tercermin dalam kebijakan pendanaan merupakan aktivitas yang dilakukan oleh manajemen dalam rangka pencarian sumber dana (*financing*) untuk membiayai operasional perusahaan.

Teori keagenan (*agency theory*) juga menyatakan bahwa konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan (Wahidahwati, 2002).

Namun munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost* (Jensen dan Mackling, 1976 dalam Wahidahwati, 2002). Biaya keagenan (*agency cost*) dapat dikurangi dengan beberapa alternatif antara lain: pertama memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan bertanggung jawab langsung dari hasil keputusan yang diambil; kedua meningkatkan *dividend payout ratio*; ketiga meningkatkan pendanaan dengan hutang; dan keempat *institutional investors*.

Struktur kepemilikan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah *equity* saja, tetapi juga ditentukan oleh prosentase kepemilikan oleh manajemen dan institusional. Kepemilikan yang menyebar tersebut dapat mengurangi *agency cost*.

Sebagaimana dinyatakan oleh Sloan (2001) bahwa keberhasilan para manajer dalam mengelola perusahaan (*corporate governance*) akan menentukan kinerja perusahaan (*corporate performance*) yang diukur dari *return on capital*. Beberapa indikator *corporate performance* dari sudut pandang akuntansi dapat diukur dari *return on assets* atau *return on equity* (Sloan, 2001; Bushman dan Smith, 2001; Husnan, 2001). Disamping itu keberhasilan *corporate governance* akan diukur dengan pencapaian kinerja perusahaan (*corporate performance*) dari kriteria *economic value added* (EVA) (Sloan, 2001; Ittner dan Larcker, 2001).

Beberapa penelitian yang menghubungkan antara kebijakan pendanaan dengan *corporate governance* oleh para peneliti Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh (perusahaan besar) memiliki *leverage* dan kebijakan dividen lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak bertumbuh (Fitrijanti dan Hartono, 2002). Di samping itu Husnan (2001) menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan (diukur dengan DER) yang signifikan berpengaruh terhadap *corporate governance* (diukur dengan ROE) pada perusahaan yang pemegang saham pengendalinya multinasional; sedangkan pada perusahaan yang pemegang saham pengendalinya bukan multinasional terdapat pengaruh yang tidak signifikan. Suranta dan Mediastuty (2003) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan nilai perusahaan, dan kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif terhadap investasi perusahaan; namun antara kepemilikan manajerial dengan investasi perusahaan tidak ditemukan hubungan yang signifikan. Subekti dan Kusuma (2001) menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai nilai rasio hutang yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Juga ditemukan bahwa kinerja perusahaan (diukur dari ROA dan pembayaran dividen) tidak mempengaruhi harga saham. Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajemen berhubungan positif dengan kepemilikan oleh pihak institusional berhubungan negatif dengan penggunaan hutang (*debt equity ratio*). Penelitian sejenis juga dilakukan oleh Mediastuty dan Subekti (2003) meneliti tentang "analisis hubungan mekanisme *corporate governance* dengan indikator manajemen laba" menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* yang diukur dari kepemilikan manajerial, institusional, dan karakteristik dewan direksi berhubungan positif dengan manajemen laba, dan kepemilikan manajerial dan institusional berhubungan negatif dengan manajemen laba, sedangkan ukuran dewan direksi berhubungan positif dengan manajemen laba.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian oleh para peneliti di Indonesia menunjukkan bahwa kriteria yang digunakan untuk mengukur keberhasilan mekanisme *corporate governance di-proxy* dengan berbagai macam ukuran, seperti: kinerja perusahaan, *leverage*, proporsi kepemilikan saham, dan proporsi dewan direksi. Kriteria pengukuran

nampaknya kurang tepat, terlebih istilah yang digunakan oleh Mediastuti dan Machfoedz (2003) dewan direksi dikarakteristikan sebagai dewan direksi dalam manajemen. Sementara penelitian di luar negeri (Warfield *et. al.*, 1995) yang dimaksud *board of directors* bukan dewan direksi dalam kelompok manajemen, tetapi dewan komisaris; sehingga hasil penelitiannya jelas tidak konsisten. Utama (2004) menyatakan bahwa untuk mengukur keberhasilan mekanisme *corporate governance* harus dilakukan dengan *index corporate governance*. Namun sampai artikel ini ditulis, belum ada "kesepakatan" yang jelas item-item yang digunakan untuk mengukur indeks *corporate governance*.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat diajukan proposisi sebagai berikut: "kebijakan pendanaan yang diputuskan oleh manajemen secara transparan dengan pihak penyandang dana (melalui *board of directors* – dewan komisaris) mempunyai hubungan positif dengan pencapaian *good corporate governance*. Kriteria pengukuran pencapaian *good corporate governance* tidak diukur dengan proporsi kepemilikan saham, proporsi dewan direksi ataupun kinerja perusahaan (seperti ROE), tetapi diukur dengan *index corporate governance*".

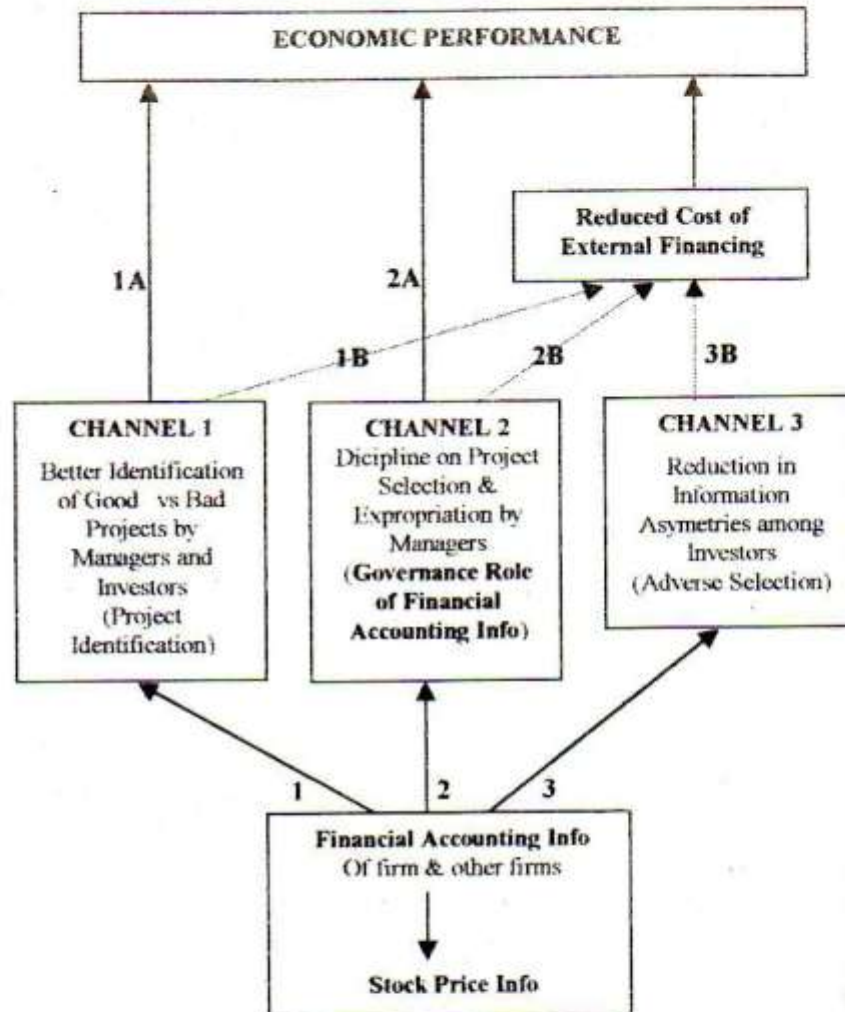
2.2.3. Informasi Akuntansi dan *Corporate Governance*

Sebagaimana dinyatakan oleh Bushman dan Smith (2001) bahwa pencapaian *corporate governance* yang ditunjukkan dengan *economic performance* merupakan fungsi dari kualitas informasi akuntansi (*accounting quality*). Beberapa indikator dari *accounting quality* adalah *disclosure* (Dye, 2001) dan *financial ratios* (Bushman dan Smith, 2001).

Keberhasilan mekanisme *corporate governance* yang diukur dari *economic performance* perusahaan dalam bentuk *return on capital* (Sloan, 2001) atau *return on equity* (Husnan 2001) dan *economic value added* (Lambert, 2001; Ittner dan Larcker, 2001) dipengaruhi oleh kualitas informasi akuntansi. Hubungan informasi akuntansi keuangan dan *economic performance* sebagaimana dapat digambarkan pada gambar 4 (Bushman and Smith, 2001: 294). Berdasarkan gambar 4 tersebut menunjukkan bahwa informasi akuntansi keuangan secara langsung berhubungan dengan harga saham. Informasi akuntansi juga mempengaruhi para manajer dan investor dalam memilih proyek yang dijalankan (*channel 1*), disiplin dalam seleksi dan pengembangan proyek oleh manajer merupakan *governance role* dari informasi akuntansi (*channel 2*) serta mengurangi informasi asimetri diantara para investor (*channel 3*).

Pemilihan proyek oleh para manajer dan investor (*channel 1*) berpengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan (garis 1A) dan berpengaruh tidak langsung pada pengurangan biaya pembiayaan/ pendanaan eksternal (garis 1B). *Governance role* dari informasi akuntansi (*channel 2*) secara langsung juga akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (garis 2A) dan secara tidak langsung akan mengurangi biaya pendanaan eksternal (garis 2B). Sementara pengurangan informasi asimetri diantara para investor (*channel 3*) secara tidak langsung akan mempengaruhi pengurangan biaya pendanaan eksternal (garis 3B).

Gambar 4:
Hubungan Informasi Akuntansi dan *Corporate Governance*



Berdasarkan gambar 4 dan penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa informasi akuntansi secara langsung akan mempengaruhi kinerja perusahaan (*performance*) dan secara tidak langsung akan menurunkan biaya pendanaan. Informasi akuntansi juga berpengaruh terhadap harga pasar saham.

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan laporan keuangan (satu informasi akuntansi) berhubungan positif dengan *leverage*, tetapi tidak berhubungan dengan prosentase kepemilikan saham oleh publik (Na'im dan 2000). Penelitian tersebut tidak menguji bagaimana hubungan antara pengungkapan laporan keuangan dengan *corporate governance*, sehingga perlu pembuktian lebih lanjut. Verrecchia (2001) menunjukkan bahwa (pengungkapan) laporan keuangan berhubungan positif dengan nilai utilitas

Sementara Sloan (2001) menyatakan bahwa penggunaan informasi akuntansi dalam mekanisme *corporate governance* bermanfaat bagi manager dan pernyandang dana (*financiers*) dalam rangka meningkatkan nilai *return on capital*. Dengan kata lain, apabila mekanisme *corporate governance* dilakukan dengan baik (*good corporate governance*) maka kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on capital* semakin meningkat. Kualitas informasi akuntansi juga dapat dilakukan dengan menganalisis laporan keuangan yang diukur melalui rasio-rasio keuangan.

Beberapa penelitian yang menghubungkan *financial ratios* dengan prediksi laba antara lain dilakukan oleh Machfoedz (1994), Machfoedz (1999a dan 1999b), Zainuddin dan Hartono (1999), Sartono dan Setiawan (1999), Na'im dan Rakhman (2000), Asyik dan Soelistyo (2000) menunjukkan bahwa beberapa rasio keuangan (DIV/NI, S/TA, LTD/TA dan NIS) dapat digunakan sebagai indikator *discriminator* rasio keuangan yang dapat digunakan untuk memprediksi laba. Sementara Sloan (2001) menunjukkan bahwa *disclosure* berpengaruh positif terhadap *corporate governance*. Sebagaimana uraian sebelumnya dinyatakan bahwa keberhasilan mekanisme *corporate governance* yang dicapai oleh perusahaan (Sloan, 2001; Bushman dan Smith, 2001) berhubungan positif dengan *return* saham, tetapi berhubungan negatif dengan *CEO stockholding* dalam perusahaan (Lambert, 2001).

Informasi akuntansi akan lebih transparan jika peran Komite Audit yang dibentuk oleh perusahaan berjalan secara efektif dan efisien dalam rangka menciptakan *corporate governance*, sebagaimana diwajibkan oleh Bapepam dengan Surat Edaran No. 03/PM/2000 yang mewajibkan pembentukan Komite Audit bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan uraian di atas maka proposisi yang diajukan dalam artikel ini adalah: "informasi akuntansi yang diungkapkan secara transparan melalui efektivitas Komite Audit akan meningkatkan pencapaian mekanisme *corporate governance*; dan jika mekanisme *corporate governance* dilakukan dengan baik maka kinerja perusahaan (*corporate performance*) juga akan semakin meningkat".

2.3. *Corporate Governance* dan Kinerja Saham

Mekanisme *corporate governance* sangat terkait dengan pasar modal. Sebagaimana Surat Edaran Bapepam Nomor: SE-03/PM/2000 yang mewajibkan pembentukan Komite Audit bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta; dan Surat Direksi Bursa Efek Jakarta No: Kep. 339/BEJ/07-2001 yang dituangkan lebih rinci dalam Peraturan Pencatatan Efek Nomor I-A: tentang Ketentuan Umum Pencatatan Pencatatan Efek Bersifat Ekuitas di Bursa; diharapkan dapat menunjang pencapaian *corporate governance*.

Dalam pencapaian *corporate governance* diperlukan peran Komite Audit yang efektif. Untuk membangun peran Komite Audit yang efektif, maka prinsip dan landasan yang harus dipegang oleh Komite Audit meliputi *independensi, transparansi dan disclosure, akuntabilitas dan tanggung jawab, serta sikap adil*.

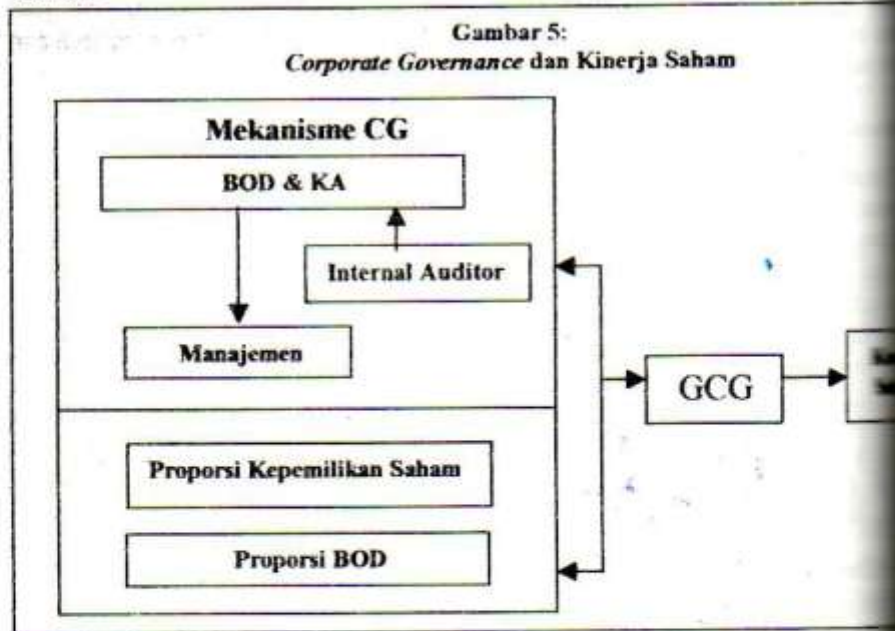
Syakhroza (2003) menyatakan bahwa kelancaran transformasi simpanan melalui investasi dan alokasi dana melalui pasar modal juga tergantung pada peraturan masing-masing negara, sehingga setiap negara terdapat perbedaan dalam praktik *corporate*

governance. Perbedaan praktik *corporate governance* di suatu negara juga dipengaruhi oleh struktur perekonomian, regulasi, kondisi dan sistem politik, pembangunan sosial dan ekonomi suatu negara. Keragaman praktik *governance* tersebut justru dipandang sebagai hal yang memperkaya praktik *governance* dan diharapkan akan dapat menghasilkan struktur *governance* yang paling efektif masyarakat di negara yang bersangkutan secara keseluruhan (Blair, 1999; Syakhroza, 2003).

Berdasarkan uraian tersebut menunjukkan bahwa keberhasilan *governance* dipengaruhi oleh banyak faktor. Faktor tersebut secara garis besar dikelompokkan dalam dua kelompok besar yaitu: faktor makro (regulasi dan negara), dan faktor mikro (mekanisme *corporate governance* di dalam perusahaan). Dari sudut pandang akuntansi dan keuangan, maka keberhasilan *corporate governance* lain dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan saham, proporsi dewan komisaris (*directors*), dan peran Komite Audit dalam mekanisme *corporate governance*. *governance* yang baik (*good corporate governance*) diharapkan akan meningkatkan kinerja pasar modal (terutama kinerja saham). Dari uraian tersebut maka proposisi yang diajukan dalam artikel ini adalah: "Keberhasilan *corporate governance* dipengaruhi oleh kondisi makro dan mikro perusahaan. Proporsi kepemilikan saham yang relatif tinggi dan proporsi dewan komisaris (*board of directors*) dari pihak luar yang semakin tinggi serta peran Komite Audit yang semakin efektif akan meningkatkan pencapaian *good corporate governance*. Pencapaian *good corporate governance* akan meningkatkan kinerja saham di Bursa Efek Jakarta".

2.4. Bangunan Model Teoritis

Berdasarkan telaah teoritis dan hasil-hasil penelitian terdahulu maka model teoritis yang diajukan dalam artikel ini dapat digambarkan dalam gambar berikut:



Keterangan:

- BOD** : *Board of Directors* (Dewan Komisaris)
KA : Komite Audit
GCG : *Good Corporate Governance*

III. SIMPULAN DAN IMPLIKASI

Berdasarkan uraian tersebut maka beberapa proposisi dan bangunan model yang diajukan perlu dilakukan pembuktian empiris melalui penelitian.

Mekanisme *corporate governance* dalam perusahaan sangat tergantung dari efektivitas pengawasan dan pengendalian *board of directors*, komite audit, dan manajemen. Proporsi kepemilikan saham yang relatif sama (tidak didominasi oleh kelompok tertentu – seperti kelompok pendiri), maka proporsi pemilik dalam keanggotaan *board of directors* akan relatif seimbang. Semakin besar proporsi *board of directors* yang berpengalaman dan ahli di bidangnya, maka perusahaan akan lebih transparan dan terkendali. Mekanisme *corporate governance* yang baik dan proporsi kepemilikan serta proporsi *board of directors* yang relatif seimbang akan dapat menciptakan *good corporate governance* (GCG). Apabila GCG tercapai, maka kinerja saham perusahaan tersebut akan semakin meningkat.

Kerangka teoritis tersebut diharapkan dapat dibuktikan secara empiris melalui penelitian di masa datang. Implikasi kerangka teoritis ini didasarkan pada pertimbangan bahwa pembuktian empiris tentang *corporate governance* dan kinerja saham relatif masih terbatas (terutama penelitian di Indonesia).

DAFTAR PUSTAKA

- Alijoyo, F. Antonius. (2003). "Keberadaan & Peran Komite Audit Dalam rangka Implementasi GCG". *Seminar Nasional GCG – FKSPI BUMN/BUMD Wilayah Jawa Timur*, 7 Mei 2003.
- Bushman, Robert M. (2001). "Financial Accounting Information and Corporate Governance". *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 237–333.
- Dye, R.A. (2001). "An Evaluation of 'Essays on Disclosure' and The Disclosure Literature in Accounting". *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 181–235.
- Fitrijanti, Tette dan Hartono, Jogyanto. (2002). "Set Kesempatan Investasi: Konstruksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1: 35–63.
- Hoesada, Jan. (2000). "State of Art Pengembangan Corporate Governance di Indonesia". *Media Akuntansi*, No. 7/TH.I/ Maret: viii – xii.
- Husnan, Susd. (2001). "Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional". *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*, Vol. 1 No.1, Februari: 1–12.

- Ittner, Christopher D.; Larcker David F. (2001). "Assesing Empirical Research in Accounting: A Value-Based Management Perspective". *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 349 – 410.
- Kothari, S.P. (2001). "Capital Market Research in Accounting". *Journal of Accounting & Economics*, 31 (2001): 105 – 231.
- Lambert, Richard A. (2001). "Contracting Theory and Accounting". *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 3– 87.
- Machfoedz, Mas'ud. (1994). "Financial Ratio analysis and The Prediction of Earnings in Indonesia". *Kelola: Gadjah Mada University Business Review*, No. 7/III: 137.
- Machfoedz, Mas'ud. (1999). "Analisis Fundamental dan Prediksi Earning pada Manufaktur di Bursa Efek Jakarta (BEJ)". *JAAI*, Volume 3 No. 2, Desember: 159.
- Machfoedz, Mas'ud. (1999). "Pengaruh Krisis Moneter pada Efisiensi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ)". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Volume 14 No. 1: 49.
- Midiastuty, Pranata Puspa dan Machfoedz, Mas'ud (2003). "Analisis Hubungan antara Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba". *Simposium Akuntansi VI*, Surabaya – Oktober: 176 – 185.
- Na'im, Ainun dan Rakhman, Fu'ad. (2000). "Analisis Hubungan antara Pengungkapan Laporan Keuangan dengan Struktur Modal dan Tipe Perusahaan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 15, No. 1: 70–80.
- Sartono, Agus R. dan Setiawan, Kusdianto (1999). "Adakah Pengaruh 'EVA' terhadap Kinerja Perusahaan dan Kemakmuran Pemegang Saham pada Perusahaan Publik". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 14, No. 4: 124 –136.
- Sloan, Richard G. (2001). "Financial Accounting and Corporate Governance: A Review". *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 335– 347.
- Subekti, Imam dan Kusuma, Indra Wijaya. (2001). "Asosiasi antara Set Keseluruhan dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya terhadap Perubahan Harga Saham". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 4, No. 1: 1–10.
- Suranta, Eddy dan Midiastuti, Puspa. (2003). "Analisis Hubungan Struktur Modal Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 6, No. 1, Januari: 54 – 68.
- Suratman Adji. (2000). "Manfaat GCG". *Media Akuntansi*, No.7/TH.I/ Maret: 6.
- Syakhroza, Akhmad. (2003). "Teori Corporate Governance". *Usahawan* No. 10, Agustus: 19 – 25.
- Utama, Siddharta. (2004). "Some Thoughts on Dissertation Proposal Writing and its Implications in Accounting". *Kolokium II Program Doktor Ilmu Ekonomi*. Unesa, Januari: 1 – 6.

Verrecchia, Robert E. (2001). "Essays on Disclosure". *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 97-180.

Wahidahwati. (2002). "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1, Januari: 1 - 16.

_____. (2000). "Agar CG Efektif". *Media Akuntansi*, No.7/TH.II Maret: 8.

_____. (2000). "Agar CG Efektif". *Media Akuntansi*, No.7/TH.II Maret: 16 - 18.