

PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE PERCEPTION INDEX TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA

Oleh: Cahyani Nuswandari
Fakultas Ekonomi Universitas Stikubank Semarang

Abstract

This study purposes to investigate affect corporate governance to corporate performance. The analysis employed two kinds of models, first model with ROE as operational performance measurement and second model with Tobin's Q as market performance measurement.

This study employs a multiple regression to test that corporate governance positively significant affect corporate performance. The rating of CGPI by IICG is used to measure to the corporate governance implementation. Sample of this study are companies that listed in Bursa Efek Jakarta, now Bursa Efek Indonesia and follow CGPI program. Amount of sample are 101 companies as a pooled data from 2001 to 2005. Secondary data is used in this study.

The analysis shows that CGPI positively significant affect operational performance but CGPI doesn't affect market performance. It maybe market does not respond the implementation of corporate governance immediately. The affect can be seen for long period because related with investor trust.

Key words: corporate governance, performance, ROE, Tobin's Q.

Pendahuluan

Pada perusahaan korporasi yang relatif besar umumnya terdapat pemisahan fungsi pemilikan dan pengelolaan perusahaan. Pemegang saham mengalami kesulitan untuk memastikan apakah kinerja manajer telah sesuai atau selaras dengan tujuan yang diharapkan oleh pemegang saham. Pemilik sebagai pemasok modal perusahaan mendelegasikan kewenangan atas pengelolaan perusahaan kepada manajemen. Pemegang saham mengharapkan manajemen bertindak secara profesional dalam mengelola perusahaan. Manajer diharapkan menggunakan *resources* yang ada semata-mata untuk kepentingan pertumbuhan (nilai perusahaan). Di lain pihak, para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai pemikiran yang berbeda terutama yang berkaitan dengan peningkatan potensi individu dan kompensasi yang diterima.

Pada dasarnya manusia enderung mendahulukan kepentingan pribadi daripada kepentingan orang lain (*self interest behavior*). Tindakan manajer yang mementingkan diri sendiri dan mengabaikan kepentingan pemegang saham akan menyebabkan jatuhnya harapan para investor tentang pengembalian (*return*) atas investasi yang telah mereka tanamkan sehingga harga saham menjadi turun dan pasar modal tidak berkembang.

Masalah keagenan timbul karena adanya kesenjangan kepentingan antara para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan dengan pihak manajemen sebagai agen sehingga memunculkan konflik kepentingan (*conflict of interest*). Pemilik mengharapkan pendapatan (*return*) yang maksimal atas dana yang mereka investasikan. Pihak manajemen memiliki kepentingan terhadap perolehan insentif atas pengelolaan dana pemilik perusahaan. Hal ini mengakibatkan perusahaan terpaksa menanggung biaya keagenan (*agency cost*)

yaitu biaya yang timbul agar manajer bertindak selaras dengan tujuan pemilik.

Konsep *corporate governance* timbul karena adanya keterbatasan dari teori keagenan dalam mengatasi masalah keagenan (Ariyoto, dkk., 2000). Secara keseluruhan konsep *corporate governance* timbul sebagai upaya untuk mengendalikan atau mengatasi perilaku manajemen yang mementingkan diri sendiri. *Corporate governance* menciptakan mekanisme dan alat kontrol untuk memungkinkan terciptanya sistem pembagian keuntungan dan kekayaan yang seimbang bagi *stakeholder* dan menciptakan efisiensi bagi perusahaan.

Perusahaan cenderung bergantung pada modal dari pihak eksternal untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Perusahaan perlu meyakinkan pihak penyandang dana eksternal bahwa investasi mereka digunakan secara tepat dan efisien. Manajemen juga memastikan bahwa manajemen bertindak terbaik untuk kepentingan perusahaan. Kepastian seperti itu diberikan oleh sistem tata kelola perusahaan (*corporate governance*). Sistem *corporate governance* yang baik memberikan perlindungan efektif kepada pemegang saham dan kreditor sehingga mereka yakin akan memperoleh kembali investasinya dengan wajar dan bernilai tinggi.

Corporate governance merupakan pedoman bagi manajer untuk mengelola perusahaan secara *best practice*. Manajer akan membuat keputusan keuangan yang dapat menguntungkan semua pihak (*stakeholder*). Manajer bekerja secara efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan risiko. Usaha tersebut diharapkan menghasilkan profitabilitas yang tinggi. Investor akan memperoleh pendapatan (*return*) sesuai dengan harapan. Laba per saham meningkat sehingga saham perusahaan banyak diminati oleh investor.

Hal ini akan mengakibatkan nilai perusahaan meningkat.

Isu tentang *corporate governance* mulai hangat dibicarakan sejak terjadinya berbagai skandal yang mengindikasikan lemahnya *corporate governance*. Skandal Enron dan WorldCom di Amerika, Marconi di Inggris dan Royal Ahold di Belanda membuat komunitas finansial memperhatikan peran *corporate governance*. Investor institusional mulai mengevaluasi peran *corporate governance* untuk kebijakan investasi mereka. Gompers, dkk. (2003) dikutip dari Bauer, dkk. (2003) menganalisis hubungan antara *corporate governance* dan *return* ekuitas jangka panjang, nilai perusahaan dan ukuran kinerja akuntansi. Hasilnya mendukung hipotesis bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang baik memiliki *return* ekuitas yang lebih tinggi, nilai perusahaan yang lebih tinggi dan laporan keuangannya menunjukkan kinerja operasional yang lebih baik. Penemuan ini mendorong investor di perusahaan-perusahaan Amerika untuk mempertimbangkan *corporate governance* dalam membuat keputusan investasi mereka.

Penelitian McKinsey, seperti dikutip oleh Luhukay (2002), membuktikan bahwa investor di negara-negara maju bersedia memberi premium yang cukup tinggi, mencapai sekitar 28% kepada perusahaan yang menerapkan prinsip *corporate governance* dengan konsisten. Sebagai tambahan, ditemukan bukti bahwa saham perusahaan-perusahaan tersebut menikmati valuasi pasar sampai dengan 10%-12%. Sejalan dengan penelitian tersebut, survei yang dilakukan pada enam *emerging market* menunjukkan kaitan yang erat antara penerapan *corporate governance* dengan harga saham perusahaan-perusahaan publik tersebut (Luhukay, 2002). Hal tersebut terjadi karena hampir 75% investor di pasar menganggap keterbukaan dan informasi mengenai penerapan *corporate governance* sama pentingnya dengan informasi keuangan yang dipublikasikan oleh suatu

perusahaan. Bahkan beberapa pihak menganggap keterbukaan dan informasi mengenai *corporate governance* lebih penting daripada informasi keuangan (Luhukay, 2002).

Pelaksanaan *corporate governance* yang baik dan sesuai dengan peraturan yang berlaku akan membuat investor merespon secara positif terhadap kinerja perusahaan dan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi mengenai pengaruh *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) terhadap kinerja pasar dan kinerja operasional perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, sekarang Bursa Efek Indonesia (BEI).

Penelitian yang dilakukan sebelumnya baik di negara maju maupun di negara berkembang menggunakan pengukuran implementasi *corporate governance* yang berbeda. Misalnya penelitian yang dilakukan pada negara-negara Eropa, variabel yang digunakan untuk mengukur *corporate governance* adalah *Deminor's Corporate Governance Rating* yang terdiri dari 300 kriteria yang dikelompokkan menjadi 4 bagian yaitu Hak dan Kewajiban Pemegang Saham, *Range Pertahanan Takeover*, Pengungkapan *Corporate Governance* dan Struktur dan Fungsi Dewan (Bauer, dkk., 2003). Wulandari (2005) menggunakan salah satu karakteristik *corporate governance* yaitu mekanisme internal *corporate governance* (jumlah dewan direktur, proporsi dewan komisaris independen) dan mekanisme eksternal *corporate governance* (*institutional ownership*) dalam mengukur variabel *corporate governance*. Pengukuran tingkat implementasi *corporate governance* dalam penelitian ini menggunakan ukuran yang dikembangkan oleh *Indonesian Institute of Corporate Governance / IICG*). Pengukuran tersebut disebut *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang berupa skor. CGPI merupakan penilaian penerapan *corporate governance* perusahaan

yang didasarkan pada 7 dimensi GCG yaitu: komitmen terhadap tata kelola perusahaan, tata kelola dewan komisaris, komite-komite fungsional, dewan direksi, perlakuan terhadap pemegang saham, perlakuan terhadap *stakeholder* lain dan transparansi, integritas dan independensi.

Penelitian ini diharapkan mempunyai kontribusi bagi regulator (BEI atau Bapepam), perusahaan, investor, kreditor dan pengembangan teori. Regulator diharapkan menetapkan regulasi untuk mewajibkan mengikuti program CGPI terhadap perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI dan perusahaan BUMN. Investor dan kreditor diharapkan mempertimbangkan *track record* penerapan *corporate governance* perusahaan untuk keputusan investasi mereka. Akademisi dan praktisi diharapkan melakukan pengembangan konsep *corporate governance* dan juga melakukan pengembangan pengukuran implementasi *corporate governance* dalam perusahaan.

Artikel ini terdiri dari beberapa bagian. Setelah pendahuluan, telaah teori dan pengembangan hipotesis dibahas pada bagian kedua. Pada bagian ketiga dibahas tentang metodologi penelitian yang meliputi sampel dan pengumpulan data, variabel yang digunakan dan pengukurannya serta metode analisis data. Hasil penelitian dan pembahasan akan disajikan pada bagian keempat. Bagian terakhir menjelaskan tentang simpulan, keterbatasan dan implikasi penelitian.

Telaah Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Teori Agensi dan Corporate Governance

Konsep teori agensi didasari pada permasalahan agensi yang muncul ketika pengurusan suatu perusahaan terpisah dari kepemilikannya. Perusahaan merupakan mekanisme yang memberikan kesempatan kepada berbagai partisipan untuk berkontribusi dalam bentuk modal, keahlian

serta tenaga kerja dalam rangka memaksimalkan keuntungan jangka panjang. Partisipan-partisipan yang berkontribusi pada modal disebut sebagai pemilik (principal). Partisipan-partisipan yang berkontribusi dalam keahlian dan tenaga kerja disebut pengelola perusahaan (agen). Adanya dua partisipan tersebut (principal dan agen) menyebabkan timbulnya permasalahan tentang mekanisme yang harus dibentuk untuk menyelaraskan kepentingan yang berbeda di antara keduanya.

Teori keagenan ditekankan untuk mengatasi dua permasalahan yang dapat terjadi dalam hubungan keagenan (Eisenhardt, 1989 dalam Darmawati, dkk., 2005). Pertama adalah masalah keagenan yang timbul pada saat (a) keinginan atau tujuan dari prinsipal dan agen berlawanan dan (b) merupakan suatu hal yang sulit atau mahal bagi prinsipal untuk melakukan verifikasi tentang apa yang telah benar-benar dilakukan oleh agen. Permasalahannya adalah bahwa prinsipal tidak dapat memverifikasi apakah agen telah melakukan sesuatu secara tepat. Kedua, adalah masalah pembagian risiko yang timbul pada saat prinsipal dan agen memiliki sikap yang berbeda terhadap risiko. Oleh karena itu dibuat kontrak yang diharapkan dapat menyelaraskan kepentingan principal dan agen.

Alchian dan Demsetz serta Jensen dan Meckling (1976) memperkenalkan ide bahwa perusahaan merupakan *nexus of contract* yang mengandung arti bahwa di dalam perusahaan terdapat sekumpulan kontrak timbal balik yang memfasilitasi antara pemilik perusahaan, karyawan, pemasok dan berbagai partisipan lainnya yang terkait dengan perusahaan. Kontrak yang baik antara investor dan manajer adalah kontrak yang mampu menjelaskan spesifikasi-spesifikasi apa saja yang harus dilakukan manajer dalam mengelola dana para investor, dan spesifikasi tentang pembagian *return* antara manajer dengan

investor. Secara ideal, investor dan manajer menandatangani kontrak yang lengkap dan komplit, yang menspesifikasi secara tepat apa saja yang dilakukan oleh manajer di segala kemungkinan yang terjadi, dan bagaimana laba perusahaan akan dialokasikan. Namun demikian, sebagian besar faktor-faktor kontinjensi sulit untuk dilihat atau diramalkan sebelumnya, sehingga kontrak yang lengkap sulit untuk diwujudkan. Dengan demikian investor diharuskan untuk memberikan hak pengendalian residual (*residual control right*) kepada manajer yaitu hak untuk membuat keputusan dalam kondisi-kondisi tertentu yang sebelumnya belum terlihat di kontrak. Hak pengendalian residual yang dimiliki oleh manajer memungkinkan untuk diselewengkan dan akan menimbulkan masalah keagenan. Pemilik modal juga menerima hak-hak pengendali residual agar dapat memutuskan sesuatu yang tidak terduga namun pengalokasian *residual control* bagi pemilik modal cenderung tidak efektif karena sebagian besar pemilik modal seringkali tidak memiliki kemampuan atau tidak memiliki cukup informasi untuk mengetahui apa yang harus dilakukan.

Good Corporate Governance (GCG) adalah seperangkat sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah bagi *stakeholder*. GCG memacu terbentuknya pola manajemen yang profesional, transparan, bersih dan berkelanjutan. Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia tahun 2006 yang disusun oleh KNKG menyebut lima asas GCG yaitu transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi serta kewajaran dan kesetaraan. Ada dua prinsip utama dalam GCG. Pertama, kejelasan hak pemegang saham untuk memperoleh informasi yang benar (akurat) dan tepat waktu. Kedua, itikad perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu dan transparan

terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan dan *stakeholder*.

Corporate governance merupakan pedoman bagi manajer untuk mengelola perusahaan secara *best practice*. Manajer akan membuat keputusan keuangan yang dapat menguntungkan semua pihak (*stakeholder*). Manajer bekerja secara efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan risiko. Usaha tersebut diharapkan menghasilkan profitabilitas yang tinggi. Investor akan memperoleh pendapatan (*return*) sesuai dengan harapan. Laba per saham meningkat sehingga saham perusahaan banyak diminati oleh investor. Hal ini akan mengakibatkan nilai perusahaan meningkat.

Perspektif hubungan keagenan merupakan dasar yang digunakan untuk memahami *corporate governance*. Konsep *corporate governance* timbul sebagai upaya untuk mengendalikan atau mengatasi perilaku manajemen yang mementingkan diri sendiri terutama yang terkait dengan hak pengendali residual (*residual control right*). Pelaksanaan GCG di dalam perusahaan diharapkan mampu menghindari adanya praktek tidak terpuji yang dilakukan direksi maupun pihak-pihak lain yang punya hubungan atau kepentingan dalam perusahaan. *Corporate governance* merupakan serangkaian mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas (*outsider investor* atau *minority shareholders*) dari ekspropriasi yang dilakukan oleh para manajer dan pemegang saham pengendali dengan penekanan pada mekanisme legal (Shleifer dan Vishny, 1997 dalam Darmawati, dkk., 2005).

Kinerja dan Corporate Governance

Kinerja adalah suatu tampilan keadaan secara utuh atas perusahaan selama periode waktu tertentu yang merupakan hasil atau prestasi yang dipengaruhi oleh kegiatan operasional perusahaan dalam memanfaatkan sumber-sumber daya yang

dimiliki (Helfert, 1996). Kinerja perusahaan ditinjau dari perspektif keuangan memiliki tipikal dihubungkan dengan profitabilitas. Strategi perusahaan dalam perspektif keuangan secara jangka panjang akan mempengaruhi nilai pemegang saham.

Perusahaan cenderung bergantung pada modal dari pihak eksternal untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Perusahaan harus dapat meyakinkan kepada pihak pemilik modal bahwa investasi yang mereka tanamkan telah ditempatkan secara tepat dan efisien serta memastikan bahwa manajemen bertindak yang terbaik untuk kepentingan perusahaan.

Manfaat bagi perusahaan yang menerapkan *good corporate governance* seperti yang dikemukakan oleh Achmad Daniri yang dikutip oleh Djatmiko (2002) adalah bahwa esensi dari *good corporate governance* ini secara ekonomis akan menjaga kelangsungan usaha, baik profitabilitasnya maupun pertumbuhannya. *Corporate governance* merupakan pedoman bagi manajer untuk mengelola perusahaan secara *best practice*. Manajer akan membuat keputusan keuangan yang dapat menguntungkan semua pihak (*stakeholder*). Manajer bekerja secara efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan risiko. Usaha tersebut diharapkan menghasilkan profitabilitas yang tinggi. Investor akan memperoleh pendapatan (*return*) sesuai dengan harapan. Dampak penerapan *good corporate governance* selain bisa menghilangkan KKN dan menciptakan serta mempercepat iklim berusaha yang lebih sehat juga meningkatkan kepercayaan investor dan kreditor. Di sinilah kaitan antara penerapan *good corporate governance* dengan kinerja perusahaan. Penerapan *corporate governance* yang baik akan membuat investor memberikan respon yang positif terhadap kinerja perusahaan dan meningkatkan nilai pasar perusahaan.

Corporate Governance Perception Index

The Indonesian Institute of Corporate governance (IICG) adalah sebuah lembaga independen yang melakukan diseminasi dan pengembangan *corporate governance* di Indonesia. CGPI adalah program riset dan pemeringkatan penerapan tata kelola perusahaan yang baik di Indonesia pada perusahaan publik yang diselenggarakan oleh IICG. Program ini dilaksanakan sejak tahun 2001 dilandasi pemikiran pentingnya mengetahui sejauh mana perusahaan-perusahaan publik telah menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance*. Keikutsertaan program ini bersifat sukarela.

Definisi *corporate governance* digunakan untuk menyusun kerangka metodologis CGPI terhadap perusahaan-perusahaan yang sahamnya terdaftar di BEJ. Tujuan program CGPI adalah untuk merangsang perusahaan agar berlomba-lomba menerapkan *good corporate governance* demi kepentingan jangka panjang perusahaan. Di samping itu juga memberikan penghargaan kepada perusahaan agar perusahaan termotivasi melaksanakan *corporate governance* dan untuk memetakan masalah-masalah spesifik yang dihadapi perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam menerapkan konsep *good corporate governance* (SWA, 2001). Indeks persepsi ini diperoleh melalui tiga pendekatan yaitu: kepemilikan saham minoritas, wawancara dengan wakil perseroan dan analisis informasi publik yang mencakup laporan keuangan, situs korporat, dan berita media masa.

Riset pemeringkatan CGPI dilakukan dengan menggunakan metode survei melalui kuesioner yang diisi secara *self assessment* oleh emiten. Penyusunan kuesioner berdasarkan prinsip-prinsip *corporate governance* yang diterapkan badan internasional yaitu OECD dan KNKG yang meliputi *Accountability*, *Responsibility*, *Fairness* dan *Transparency*. Penjabaran prinsip-prinsip tersebut ke dalam item-item

pertanyaan dilakukan mengacu pada UU No. 1 tahun 1995 tentang PT, UU No. 8 tahun 1998 tentang Pasar Modal, panduan implementasi GCG, OECD *principles*, praktik-praktik bisnis yang baik (*best practices*) dan kriteria-kriteria rating yang telah dilakukan di berbagai negara-negara seperti Australia, Jerman dan Philipina. Item-item pertanyaan yang dirumuskan dapat diklasifikasikan dalam beberapa kelompok yang disebut dengan kriteria pelaksanaan GCG atau dimensi penerapan GCG yaitu komitmen terhadap tata kelola perusahaan, tata kelola dewan komisaris, komite-komite fungsional, dewan direksi, perlakuan terhadap pemegang saham, perlakuan terhadap *stakeholders* lain serta transparansi, integritas dan independensi

Selama ini, hal yang berbeda atas pelaksanaan CGPI dari tahun ke tahun adalah pengembangan metodologi dan alat ukur dalam menilai penerapan GCG. Hal ini dilakukan untuk meminimalkan keterbatasan yang terjadi pada tahun-tahun sebelumnya serta memperjuangkan agar indeks yang disajikan CGPI benar-benar kredibel. Hasil Keluaran dan Peringkatan CGPI dalam bentuk laporan hasil riset dan pemeringkatan CGPI, publikasi hasil riset dan pemeringkatan CGPI Award dan Penerbitan Buku *Best Practices* oleh IICG.

Kerangka Pemikiran

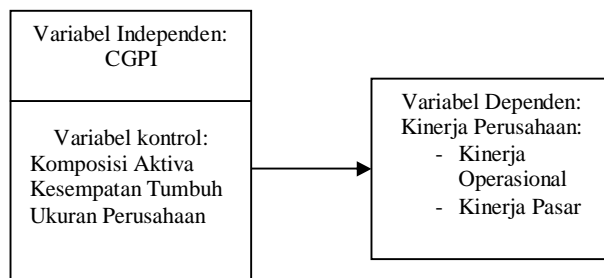
Corporate governance sebagai mekanisme pengendali (*diciplinary forces*) yang efektif menyelaraskan kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajemen. Setiap keputusan manajemen yang diambil didasarkan pada kepentingan pemegang saham dan *resources* yang ada digunakan semata-mata untuk kepentingan pertumbuhan dan peningkatkan nilai perusahaan. Manajer bekerja secara efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan risiko. Tindakan tersebut akan menghasilkan profitabilitas yang tinggi. Dengan demikian penerapan *good corporate governance* di

perusahaan mempengaruhi secara positif kinerja operasional perusahaan.

Investor akan memperoleh pendapatan (return) yang tinggi jika profitabilitas yang dihasilkan perusahaan tinggi. Profitabilitas yang tinggi akan berdampak pada laba per saham yang meningkat sehingga saham perusahaan banyak diminati investor. Dengan demikian penerapan *good corporate governance* yang baik akan membuat investor memberikan respon yang positif terhadap kinerja perusahaan dan meningkatkan nilai pasar perusahaan.

Implementasi *good corporate governance* merupakan suatu kebutuhan setiap perusahaan. Alasan perusahaan menerapkan *good corporate governance* bukan karena perusahaan kecil atau besar (ukuran perusahaan), bukan karena perusahaan memiliki komposisi aktiva yang heterogen atau bukan juga karena perusahaan memiliki kesempatan tumbuh tinggi yang pada umumnya membutuhkan dana eksternal untuk melakukan ekspansi sehingga mendorong perusahaan untuk melakukan perbaikan dalam penerapan *corporate governance*.

Gambar 1
Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan



Hipotesis Penelitian

Corporate governance dan Kinerja Operasional Perusahaan

Keberhasilan mekanisme *corporate governance* tercermin dalam *corporate performance* (Sunarto, 2003). Sloan (2001)

dalam Sunarto (2003) mengukur *corporate performance* berdasarkan *return on capital*. Sementara Husnan (2001) menggunakan *return on equity* sebagai proksi untuk mengukur keberhasilan *corporate governance*. *Corporate performance* juga dapat diukur berdasarkan *economic value added* (Lambert, 2001; Ittner dan Larcker, 2001 dikutip dari Sunarto, 2003). Berdasarkan uraian tersebut maka keberhasilan mekanisme *corporate governance* tercermin dalam *corporate performance*, di mana *corporate performance* dapat diukur dari *return on capital* (ROC), *return on equity* (ROE) dan *economic value added* (EVA). Seperti yang dicontohkan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Bauer, dkk. (2003), perusahaan dengan *governance* yang baik akan memiliki kinerja operasional yang lebih efisien. Manajer bekerja secara efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan risiko. Hal ini dapat terlihat pada harapan aliran kas masa depan yang tinggi. Tindakan tersebut akan menghasilkan profitabilitas yang tinggi. Pengujian pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja operasional yang efisien diproksikan *Return on Equity*. Hipotesis alternatif pertama dirumuskan sebagai berikut:

H1 : *Corporate governance perception index* (CGPI) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja operasional perusahaan.

Corporate governance dan kinerja pasar perusahaan

Perusahaan yang menerapkan *good corporate governance* akan memberikan perlindungan kepada pemegang saham dan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Investor akan merasa aman atas investasinya, cenderung memperoleh *return* sesuai dengan harapannya dan bersedia membayar premium kepada perusahaan yang menerapkan *good corporate governance*. Ada dua alasan umum bahwa

good corporate governance meningkatkan nilai perusahaan. Yang pertama adalah *corporate governance* meningkatkan kepercayaan investor. Investor beranggapan bahwa perusahaan yang dikelola dengan baik maka risikonya kecil dan menunjukkan *expected rate of return* yang rendah sehingga menyebabkan tingginya penilaian perusahaan. Yang kedua, seperti yang dicontohkan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Bauer, dkk. (2003), perusahaan dengan *governance* yang baik akan memiliki kinerja operasional yang lebih efisien.

Black, dkk. (2003) memberikan bukti bahwa *corporate governance* merupakan faktor penting dalam menjelaskan nilai pasar perusahaan publik di Korea. Black, dkk menguji secara komprehensif indeks *corporate governance* untuk sampel 515 perusahaan Korea. Hasilnya menunjukkan bahwa penerapan tata kelola perusahaan yang baik menyebabkan nilai pasar perusahaan tinggi. Hasil penelitian juga menemukan hubungan yang kuat antara komposisi dewan dengan harga saham. Berdasarkan atas argumen di atas dan ulasan teoritis, maka hipotesis kedua yang dirumuskan dalam bentuk alternatif adalah:

H2 : *Corporate governance perception index* (CGPI) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja pasar perusahaan.

Metodologi Penelitian

Sampel dan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, sekarang BEI pada tahun 2001 sampai dengan 2005. Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Jumlah sampel yang digunakan sebanyak 101 perusahaan yang merupakan pooled data.

Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel.

Kinerja Perusahaan

a. Kinerja operasional

Prestasi manajemen dalam mengelola kegiatan operasional perusahaan dalam memanfaatkan sumber-sumber daya yang dimiliki. Kinerja operasional perusahaan diukur dengan menggunakan *return on equity* (Klapper dan Love, 2002).

ROE dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total ekuitas}}$$

b. Kinerja Pasar

Prestasi manajemen dalam menciptakan nilai pasar perusahaan. Kinerja pasar perusahaan diukur dengan menggunakan Tobin's Q (Klapper dan Love, 2002; Black, dkk., 2003).

Perhitungan Tobin's Q disesuaikan dengan transaksi keuangan perusahaan-perusahaan di Indonesia (Darmawati, dkk., 2005) yang terdapat dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Debt}}{\text{Total Assets}}$$

di mana:

MVE: harga penutupan akhir tahun buku x banyaknya saham biasa yang beredar

Debt: (utang lancar - aktiva lancar) + nilai sediaan + utang jangka panjang

1. *Corporate governance perception Index* (CGPI)

CGPI adalah program riset dan peneringkatan penerapan tata kelola perusahaan yang baik di Indonesia pada perusahaan publik yang dikembangkan oleh IICG. CGPI berupa skor penilaian tingkat penerapan *corporate governance* di perusahaan.

2. Komposisi Aktiva Perusahaan
Komposisi aktiva diukur dengan menggunakan rasio antara aktiva tetap terhadap penjualan (Klapper dan Love, 2002)
3. Kesempatan Pertumbuhan (*growth opportunity*)
Kesempatan pertumbuhan diukur dengan menggunakan rata-rata pertumbuhan penjualan selama tiga tahun terakhir (Klapper dan Love, 2002)
4. Ukuran Perusahaan
Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan log natural dari penjualan (Klapper dan Love, 2002)

Metode Analisis

Pengujian hipotesis mengenai pengaruh CGPI terhadap kinerja operasional dan kinerja pasar dalam penelitian ini menggunakan analisis Regresi Berganda (*multiple regression*). Adapun model regresinya adalah sebagai berikut:

Persamaan 1 :

$$\text{ROE} = \alpha + \beta_1 \text{CGPI} + \beta_2 \text{Komposisi} + \beta_3 \text{Pertumbuhan} + \beta_4 \text{Size} + \varepsilon$$

Persamaan 2 :

$$\text{Tobin's Q} = \alpha + \beta_1 \text{CGPI} + \beta_2 \text{Komposisi} + \beta_3 \text{Pertumbuhan} + \beta_4 \text{Size} + \varepsilon$$

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Hasil Penelitian

Analisis dilakukan terhadap dua model regresi yaitu model regresi pertama yang menggunakan *return on equity* sebagai ukuran kinerja operasional dan model regresi kedua yang menggunakan Tobin's Q sebagai ukuran kinerja pasar. Peneliti melakukan analisis terhadap model regresi pertama terlebih dahulu baru kemudian menganalisis model regresi yang kedua atas uji normalitas, asumsi klasik dan uji hipotesis.

Analisis Model Regresi dengan ROE sebagai Ukuran Kinerja Operasional.

Uji Normalitas

Hasil uji normalitas dengan menggunakan Kolmogorov Smirnov. Hasil uji normalitas menunjukkan besarnya nilai Kolmogorov Smirnov adalah 4,338 dan signifikan pada 0,000. Hal ini berarti H_0 (data residual berdistribusi normal) ditolak. Jadi variabel pengganggu atau residual terdistribusi tidak normal. Solusi yang dilakukan untuk memenuhi normalitas residual adalah dengan mengeluarkan data outlier.

Hasil uji normalitas setelah mengeluarkan data outlier menunjukkan besarnya nilai Kolmogorov Smirnov adalah 0,847 dan tidak signifikan pada 0,05 (karena $p=0,470 > 0,05$). Hal ini berarti H_0 (data residual berdistribusi normal) tidak dapat ditolak. Jadi variabel pengganggu atau residual terdistribusi normal.

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinieritas

Hasil perhitungan nilai tolerance menunjukkan tidak ada variabel yang memiliki nilai tolerance kurang dari 0,10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen. Hasil perhitungan nilai VIF juga menunjukkan hal yang sama yaitu tidak ada satu pun variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi.

Uji Autokorelasi.

Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan Uji Statistics Q: Box-Pierce dan Ljung Box. Hasil statistik Ljung Box menunjukkan bahwa enam belas lag semuanya tidak signifikan sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual.

Uji Heteroskedastisitas.

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Glejser. Hasil uji heteroskedastisitas mengindikasikan bahwa tidak satu pun variabel independen yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, nilai Abs_Res. Jadi dapat disimpulkan model regresi dinyatakan

bersifat homoskedastisitas atau tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

Uji Hipotesis

Uji t.

Hasil uji regresi untuk menetapkan pengaruh CGPI terhadap kinerja operasional adalah sebagai berikut:

Tabel 1
Uji Hipotesis CGPI terhadap Kinerja Operasional (ROE)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-49,192	14,706		-3,345	,001
	CGPI	,172	,075	,240	2,305	,023
	Komposisi	,024	1,490	,002	,016	,987
	Tumbuh	,001	,002	,055	,583	,561
	Size	3,843	1,006	,366	3,821	,000

a. Dependent Variable: ROE

Persamaan yang terbentuk berdasarkan hasil regresi untuk model regresi yang pertama adalah sebagai berikut: $ROE = -49,192 + 0,172 \text{ CGPI} + 0,24 \text{ Komposisi} + 0,001 \text{ Pertumbuhan} + 3,843 \text{ Size} + \varepsilon$.

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa variabel CGPI memiliki nilai t sebesar 2,305 dengan *p value* 0,023. Hasil pengujian menunjukkan variabel CGPI secara statistik signifikan positif mempengaruhi kinerja operasi (ROE). Hanya satu variabel kontrol yang secara statistik signifikan mempengaruhi ROE yaitu variabel ukuran perusahaan sedangkan variabel komposisi aktiva dan variabel kesempatan pertumbuhan tidak memiliki pengaruh secara statistik terhadap kinerja operasi.

Koefisien Determinasi

Hasil pengujian determinasi menunjukkan nilai adjusted R^2 sebagai berikut:

Tabel 2
Koefisien Determinasi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,487 ^a	,238	,204	14,86452819

a. Predictors: (Constant), Size, Tumbuh, Komposisi, CG

Uji koefisien determinasi menghasilkan nilai adjusted R^2 sebesar 0,204. Hal ini memiliki arti variasi variabel ROE dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel independen CGPI, komposisi aktiva, kesempatan pertumbuhan dan ukuran perusahaan 20,4% sedangkan sisanya dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model.

Analisis Model Regresi dengan Tobins'Q sebagai Ukuran Kinerja Pasar.

Uji Normalitas

Hasil uji normalitas menunjukkan besarnya nilai Kolmogorov Smirnov adalah 2,357 dan signifikan pada 0,000. Hal ini berarti H_0 (data residual berdistribusi normal) ditolak. Jadi variabel pengganggu atau residual terdistribusi tidak normal. Solusi yang dilakukan untuk memenuhi normalitas residual adalah dengan mengeluarkan data outlier.

Hasil uji normalitas setelah mengeluarkan data outlier menunjukkan besarnya nilai Kolmogorov Smirnov adalah 0,754 dan tidak signifikan pada 0,05 (karena $p=0,621 > 0,05$). Hal ini berarti H_0 (data residual berdistribusi normal) tidak dapat ditolak. Jadi variabel pengganggu atau residual terdistribusi normal.

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinieritas.

Hasil perhitungan nilai tolerance menunjukkan tidak ada variabel yang memiliki nilai tolerance kurang dari 0,10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen. Hasil perhitungan nilai VIF juga menunjukkan hal yang sama yaitu tidak ada satu pun variabel independen yang memiliki nilai VIF

lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi.

Uji Autokorelasi.

Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan Uji Statistics Q: Box-Pierce dan Ljung Box. Hasil statistik Ljung Box menunjukkan bahwa enam belas lag semuanya tidak signifikan sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual.

Uji Heteroskedastisitas.

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Glejser. Hasil uji heteroskedastisitas mengindikasikan bahwa tidak satu pun variabel independen yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, nilai Abs_Res. Jadi dapat disimpulkan model regresi dinyatakan bersifat homoskedastisitas atau tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

Uji Hipotesis

Uji t.

Hasil uji regresi untuk menetapkan pengaruh CGPI terhadap kinerja pasar adalah sebagai berikut:

Tabel 3
Uji Hipotesis CGPI terhadap Kinerja Pasar (TobinQ)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,645	,440		1,468	,146
CGPI	,003	,002	,166	1,441	,153
Komposisi	,025	,045	,062	,560	,577
Tumbuh	4,30E-005	,000	,059	,570	,570
Size	,027	,031	,094	,881	,380

a. Dependent Variable: TobinQ

Persamaan yang terbentuk berdasarkan hasil regresi untuk model regresi yang kedua adalah sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = 0,645 + 0,003 \text{ CGPI} + 0,025 \text{ Komposisi} + 4,30\text{E-}005 \text{ Pertumbuhan} + 0,27 \text{ Size} + \varepsilon$$

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa variabel CGPI memiliki nilai t sebesar 1,441 dengan *p value* 0,153. Hasil pengujian menunjukkan variabel CGPI secara statistik tidak mempengaruhi kinerja pasar (Tobin's Q). Tidak satu pun variabel kontrol yang secara statistik mempengaruhi kinerja pasar.

Koefisien Determinasi

Hasil pengujian determinasi menunjukkan nilai adjusted R^2 sebagai berikut:

Tabel 4
Koefisien Determinasi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,196 ^a	,038	,003	,47087963

a. Predictors: (Constant), Size, Tumbuh, Komposisi

Uji koefisien determinasi menghasilkan nilai adjusted R^2 sebesar 0,003. Hal ini memiliki arti variasi variabel Tobin's Q dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel independen CGPI, komposisi aktiva, kesempatan pertumbuhan dan ukuran perusahaan 0,3% sedangkan sisanya dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model.

Pembahasan Hasil Penelitian.

Pengujian penelitian dilakukan dengan dua model regresi. Model yang pertama menggunakan *return on equity* sebagai ukuran kinerja operasional (variabel dependen) dan model regresi yang kedua menggunakan Tobin's Q sebagai ukuran

kinerja pasar (variabel dependen). Hasil pengujian pertama menunjukkan variabel CGPI secara positif signifikan mempengaruhi kinerja operasi (ROE). Hanya satu variabel kontrol yang secara statistik signifikan mempengaruhi ROE yaitu variabel ukuran perusahaan sedangkan variabel komposisi aktiva dan variabel kesempatan pertumbuhan tidak memiliki pengaruh secara statistik terhadap kinerja operasi. Hasil analisis regresi model Tobin's Q menunjukkan variabel CGPI secara statistik tidak mempengaruhi kinerja pasar (Tobin's Q). Tidak satu pun variabel kontrol yang secara statistik mempengaruhi kinerja pasar.

Berdasarkan hasil analisis secara statistik dapat disimpulkan bahwa *corporate governance* memiliki pengaruh terhadap kinerja operasi. Seperti yang dicontohkan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Bauer, dkk. (2003), perusahaan dengan *governance* yang baik akan memiliki kinerja operasional yang lebih efisien. Manajer bekerja secara efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan risiko. Tindakan tersebut akan menghasilkan profitabilitas tinggi.

Variabel *corporate governance* belum mampu mempengaruhi kinerja pasar perusahaan. GCG mempengaruhi harga saham perusahaan dalam jangka panjang. Hasil penelitian mendukung penelitian Darmawati, dkk., (2005) yang menggunakan CGPI sebagai ukuran penerapan *corporate governance* di perusahaan dan Bauer, dkk. (2003) pada perusahaan di UK yang menggunakan *Deminor's Corporate Governance Rating* sebagai ukuran penerapan *corporate governance* di perusahaan. Hal ini mungkin dikarenakan respon pasar terhadap implementasi *corporate governance* tidak secara langsung akan tetapi membutuhkan waktu. Pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja pasar cenderung baru dapat dilihat dalam jangka panjang karena terkait dengan tingkat kepercayaan dari investor. Penelitian ini

menggunakan tahun pengamatan selama 5 tahun. Dengan demikian penerapan CGPI sudah termasuk dalam jangka panjang namun hasil penelitian menunjukkan tidak signifikan. Mungkin investor masih belum mempercayai hasil survei CGPI apalagi muncul kasus PT. Timah dan Bank BNI yang masuk dalam peringkat 10 besar namun mengalami kekacauan kinerja pada tahun berikutnya. Dengan demikian IICG harus berjuang keras agar CGPI lebih kredibel dan dapat dijadikan sebagai indikator bagi investor dalam membuat keputusan investasi.

Kesimpulan, Keterbatasan, dan Implikasi Penelitian

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menginvestigasi pengaruh *corporate governance* perusahaan dengan kinerja perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 101 sampel yang merupakan pooled data dari tahun 2001 sampai dengan 2005. Hasil pengujian untuk model regresi dengan *return on equity* sebagai variabel dependennya menunjukkan variabel CGPI secara positif signifikan mempengaruhi kinerja operasi. Hanya satu variabel kontrol yang secara statistik signifikan mempengaruhi ROE yaitu variabel ukuran perusahaan sedangkan variabel komposisi aktiva dan variabel kesempatan pertumbuhan tidak memiliki pengaruh secara statistik terhadap kinerja operasi. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis penelitian yang pertama didukung yaitu bahwa *corporate governance* mempengaruhi kinerja operasi perusahaan.

Hasil analisis regresi model Tobin's Q menunjukkan variabel CGPI secara statistik tidak mempengaruhi kinerja pasar (Tobin's Q). Tidak satu pun variabel kontrol yang secara statistik mempengaruhi kinerja pasar. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa *corporate*

governance mempengaruhi kinerja pasar secara statistik tidak didukung. Hasil penelitian mendukung penelitian Darmawati, dkk., (2005). Hal ini mungkin dikarenakan respon pasar terhadap implementasi *corporate governance* tidak secara langsung akan tetapi membutuhkan waktu. Pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja pasar cenderung baru dapat dilihat dalam jangka panjang karena terkait dengan tingkat kepercayaan dari investor.

Keterbatasan dan implikasi

Keterbatasan penelitian ini adalah terletak pada jumlah sampel yang sangat terbatas. Hal ini disebabkan perusahaan yang dapat dijadikan sampel hanya perusahaan yang masuk peringkat sepuluh besar yang dipublikasikan melalui majalah SWA atau Buku Informasi tentang skor CGPI atas perusahaan yang tidak masuk peringkat tidak dapat diakses karena IICG telah berkomitmen untuk tidak mempublikasikannya. IICG mempublikasikan skor CGPI secara keseluruhan untuk semua peserta yang bersedia mengikuti program pemeringkatan CGPI tahun 2006 dan 2007 dan mungkin untuk tahun-tahun berikutnya juga.

Penelitian ini diharapkan mempunyai kontribusi bagi regulator (BEI atau Bapepam), perusahaan, investor, kreditor dan pengembangan teori. Regulator diharapkan menetapkan regulasi untuk mewajibkan mengikuti program CGPI terhadap perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI dan perusahaan BUMN. Perusahaan-perusahaan diharapkan mengikuti program CGPI secara antusias setidaknya bisa mendapatkan konsultan untuk membenahi perusahaan secara gratis. Investor dan kreditor diharapkan mempertimbangkan *track record* penerapan *corporate governance* perusahaan untuk keputusan investasi mereka.

Akademisi dan Praktisi diharapkan melakukan pengembangan konsep *corporate governance* yang dikenal

dengan nama *stakeholder model of governance* yang menekankan pada pengembangan *Corporate Social Responsibility* (CSR). Di samping itu juga melakukan pengembangan pengukuran implementasi *corporate governance* dalam perusahaan.

Referensi

- Ariyoto, K., 2000, "*Good Corporate dan Konsep Penegakannya di BUMN dan Lingkungan Usahanya*", Usahawan No. 10 tahun XXIX, Oktober.
- Awat, Napa.J; Mulyadi Ps., 1995, *Keputusan-keputusan Keuangan Perusahaan (Teori dan Hasil Pengujian Empirik)*, Yogyakarta: Liberty.
- Bauer, Rob., Nadja Gunster., dan Roger Otten, 2003. "*Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe : The Effect on Stock Return, Firm Value and Performance*", <http://papers.ssrn.com>.
- Black, Bernard S.; H.Jang; dan W. Kim, 2003, "*Does Corporate Governance affect firm value? Evidence from Korea*", <http://papers.ssrn.com>.
- Beiner,S; Wolfgang Drobetz; Markus M.Schmid, dan Heinz Zimmermann, 2005, "*An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation*", <http://paper.ssrn.com>.
- Cadbury, 1992, *Report of Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance*, London: Gee.
- Darmawati, Deni.; Khomsiyah dan Rika Gelar Rahayu, 2005, "*Hubungan Corporate governance dan Kinerja Perusahaan*", Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 8, No. 1, Januari.
- Ghozali, Imam, 2005, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Helfert, Erich.A, 1996, **Teknis Analisis Keuangan (Petunjuk Praktis untuk Mengelola dan Mengukur Kinerja Perusahaan)**, Edisi 8, Jakarta: Erlangga.
- Husnan, Suad, 2001, "*Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan : Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multi Nasional*", Jurnal Riset Akuntansi. Manajemen Ekonomi, Vol. 1 No.1, Februari.
- Jensen, Michael; William Meckling, 1976, *The Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*.
- Hartono, Jogiyanto, 2004, *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*. Yogyakarta: BPFE
- Klapper, Leonra F. and. I. Love, 2002, "*Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets*", World Bank Working Paper. <http://paper.ssrn.com>.
- Komite Nasional Kebijakan Governance, 2006, *Pedoman Umum GCG Indonesia*.
- Kuncoro, Mudrajad, 2001, *Metode Kuantitatif: Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi*, Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Kusumawati, Dwi Novi; Bambang Riyanto LS, 2005, "*Corporate governance dan Kinerja: Analisis Pengaruh*

- Compliance Reporting dan Struktur Dewan Terhadap Kinerja*”, Simposium Nasional Akuntansi VIII, Solo.
- Luhukay, Josh, 2002, “*Tata Pamong dan Nilai Perusahaan*”, Warta Ekonomi, No. 21/XIV/2 September.
- Mulyadi, 1999, “*Strategic Management System dengan Pendekatan Balance Scorecard (Bagian Pertama dari Dua Tulisan)*”, Usahawan, No. 2, Tahun XVIII, Februari.
- Penman, Stephen H, 2003, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, Second Edition, New York: Mc Graw Hill.
- Priambodo, R. Ervin A; Eko Supriyatno, 2007, *Penerapan Good Corporate Governance Sebagai Landasan Kinerja Perbankan Nasional*, Usahawan, No.05. Tahun XXXVI. Mei.
- Riyanto, Bambang, 2003, *Corporate Governance: Isu Utama Penelitian, “Seminar Sehari: Issues Application and Research in Corporate Governance Dalam Rangka Launching Pusat Studi Corporate Governance FE UTY.*
- Sunarto, 2003, “*Corporate Governance dan Kinerja Saham*”, Fokus Ekonomi, Vol. 2. No. 3, Desember.
- Syakhroza, Akhmad, 2003, “*Teori Corporate Governance*”, Usahawan, No.08. Tahun XXXII, Agustus.
- Utama, Chinthia A., 2002, “*Tiga Bentuk”Masalah Keagenan (Agency Problem)” dan Alternatif Pemecahannya*”, Usahawan, No.12. Tahun XXXI, Desember.
- Watts, R.L., dan J.L. Zimmerman, 1986, *Positive Accounting Theory*, USA: Prentice Hall.
- Wulandari, Ndaruningpuri, 2005, *Pengaruh Indikator Mekanisme Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia*. Tesis Magister Akuntansi, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Zareta, Bara; Elizabeth Lucky Maretha Sitingjak, 2006, “*Corporate Governance Aspek Keuangan dan Keputusan Pendanaan*”, Usahawan, No.9. Tahun XXXV, September.