

**PERAN KUALITAS CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP MODEL
HUBUNGAN STRUKTUR KEPEMILIKAN, KARAKTERISTIK PERUSAHAAN
DENGAN KINERJA PERUSAHAAN**

Triyono¹⁾ dan Fatchan Achyani²⁾

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Surakarta

¹Email: tri280@ums.ac.id; ²achyanifatchan@yahoo.co.id

Abstract

The paper aims to examine the role of the quality of corporate governance on relationship ownership structure, firm characteristic to performance and risk. This research used companies which are listed on Indonesia Stock Exchange and included Indonesian Most Trusted Companies in 2008 - 2012 as the samples. The sampling procedure used purposive sampling. The method analysis used multiple regressions. The results showed that the institutional ownership positively affect on the firm performance and negatively effects on risk. The company characteristics that positively affects on performance is liquidity, profitability, firm size, and the solvency negatively affect on performance. When associated with business risk, profitability and sales growth positively effect on the risk and size of the company negatively affects on risk. The industry type negatively affects on performance and positively effects on risk. The quality corporate positively effects on performance, and negatively effects on risk but not significant. These findings suggest that the quality of corporate governance is an incremental information and complementary function relating to the performance and risk. The debate on the relation between company characteristic and a firm's performance or risk needs to take directly into account the role of moderation and/or mediation of the corporate governance. This paper promotes, as an aim for future research, a verification of the validity of this model.

Keywords : *quality of corporate governance, ownership structure, firm characteristic, performance, and risk*

1. PENDAHULUAN

Peristiwa-peristiwa global mengenai kegagalan perusahaan menjadikan perdebatan tentang efektivitas good corporate governance sebagai salah satu cara untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Sanda et al., 2005). Skandal keuangan dan masalah kesalahan pengelolaan menjadikan isu good corporate governance memiliki hubungan yang erat dengan isu-isu etika bisnis. Sanda et al (2005) menegaskan bahwa good corporate governance diakui sebagai faktor penting dalam ekonomi dan pengelolaan perusahaan.

Keasey dan Wright (1993) berargumen bahwa *corporate governance* mempunyai dua dimensi besar. Pertama, monitoring terhadap

kinerja manajemen dan meyakinkan akuntabilitas manajemen terhadap pemegang saham yang menekankan pertanggungjawaban dan dimensi akuntabilitas dari *corporate governance*. Kedua, *corporate governance* sebagai struktur, mekanisme dan proses *governance* yang memotivasi perilaku manajer untuk meningkatkan kemakmuran bisnis dan perusahaan. Kerangka *corporate governance* yang efektif harus melibatkan investor institusional, dewan direksi *insider* dan *outsider*, eksekutif dengan gaji berbasis insentif, *board committees*, auditing, pasar untuk kontrol perusahaan dan lainnya. *Corporate governance* yang efektif dapat mendorong manager berinvestasi dalam proyek-proyek yang mempunyai net present

value positif. Perusahaan yang *better governed* mempunyai kinerja operasional yang lebih baik (Brown dan Caylor, 2006).

McKinsey and Co (2002) melakukan survei yang hasilnya menunjukkan bahwa para investor cenderung menghindari perusahaan-perusahaan dengan predikat buruk dalam tata kelola perusahaan. Perhatian yang diberikan investor terhadap good corporate governance (GCG) sama besarnya dengan perhatian terhadap kinerja keuangan perusahaan. Para investor yakin bahwa perusahaan yang menerapkan praktek GCG telah berupaya meminimalkan risiko, sehingga meningkatkan kinerja perusahaan yang pada akhirnya memaksimalkan nilai perusahaan.

Banyak penelitian yang telah mendokumentasi bahwa ada hubungan positif antara corporate governance dengan kinerja perusahaan (Brown and Caylor 2009; Chen et al. 2008; Chalhoub 2009; Humera et al. 2011). Penelitian mengenai efektifitas *corporate governance juga telah dilakukan di Indonesia*, antara lain: Midiastuty dan Machfoedz (2003), Veronica dan Bachtiar (2004), Wedari (2004), dan Wilopo (2004), Boediono (2005), Veronica dan Utama (2005), Triyono (2012).

Riset gap dari penelitian ini adalah bahwa penelitian sebelumnya lebih banyak meneliti hubungan atau pengaruh mekanisme atau struktur *good corporate governance* dengan kinerja perusahaan, namun hasilnya masih tidak konsisten. Hal ini yang menjadi motivasi untuk melakukan studi tentang peran good corporate governance terhadap hubungan struktur kepemilikan, karekateristik perusahaan dengan kinerja pada perusahaan yang listing Bursa Efek Indonesia serta untuk menjembatani kesenjangan yang ada. Kinerja dalam penelitian ini adalah kinerja internal perusahaan. Disamping itu juga akan menganalisis perbedaan kualitas *good corporate governance* antara industri yang teregulasi dan yang kurang teregulasi.

2. KAJIAN LITERATUR

Corporate Governance di Indonesia

Terminologi *corporate governance* muncul sebagai alat, mekanisme dan struktur yang dipakai untuk mengecek perilaku managerial yang *self-serving*/menguntungkan-kan diri sendiri membatasi perilaku *opportunistic* manager, memperbaiki kualitas informasi perusahaan dan menata hubungan antara semua pihak agar kepentingannya dapat terakomodasi secara seimbang.

Setelah krisis moneter menjelang akhir tahun 1990-an, muncul inisiatif untuk menguatkan kerangka tata kelola perusahaan, baik di tingkat nasional maupun regional. Studi yang dilakukan oleh Asian Development Bank (ADB) mengidentifikasi bahwa kontributor utama dari krisis ekonomi tersebut yakni lemahnya tata kelola perusahaan (Zhuang, et al, 2000). Dengan demikian, krisis moneter menjadi momentum penting yang mendorong urgensi reformasi tata kelola perusahaan di Indonesia. Adapun tonggak penting implementasi tata kelola perusahaan di Indonesia adalah sebagai berikut ini.

a. Pembentukan Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance.

Tahun 1999 dibentuk Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance (KNKCG) melalui Keputusan Menteri Koordinator Bidang Ekonomi, Keuangan dan Industri, dengan melibatkan 30 orang perwakilan dari sektor publik dan swasta untuk merekomendasikan prinsip-prinsip GCG nasional. Pada tahun 2004, KNKCG diubah menjadi Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) dengan pertimbangan untuk memperluas cakupan ke tata kelola sektor publik (*public governance*). KNKG telah menerbitkan Pedoman Nasional *Good Corporate Governance*.

Selanjutnya, berbagai organisasi muncul memelopori pentingnya praktik tata kelola perusahaan yang baik di Indonesia antara lain, Indonesian Institute for Corporate Directorship (IICD), Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG), Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI), Ikatan

Komite Audit Indonesia (IKAI) dan Lembaga Komisararis dan Direksi Indonesia (LKDI).

b. Undang-undang Perseroan Terbatas.

Undang-undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) merupakan undang-undang yang lebih komprehensif dalam mengakomodasi dan menjabarkan prinsip-prinsip tata kelola dengan mengatur kesetaraan organ perusahaan yang terdiri dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), Dewan Komisaris, dan Direksi¹. UUPT juga menjelaskan peran dan tanggung jawab dari Dewan Komisaris dan Direksi, serta elemen tata kelola perusahaan lainnya.

c. Inisiatif Corporate Governance Lainnya.

Berbagai inisiatif di bidang tata kelola perusahaan yang bertujuan untuk memberikan insentif atau penghargaan kepada perusahaan-perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik pun telah terbangun, diantaranya adalah sebagai berikut:

Annual Report Award (ARA): penghargaan terhadap laporan tahunan perusahaan Indonesia ini telah dilaksanakan sejak tahun 2002. Acara ini merupakan hasil kerja sama OJK, Direktorat Jenderal Pajak, Kementerian BUMN, Bank Indonesia, Komite Nasional Kebijakan Governance, Bursa Efek Indonesia, dan Ikatan Akuntan Indonesia.

Capital Market Awards: Bursa Efek Indonesia mulai mengadakan *Capital Market Awards* pada tahun 2006, dengan tujuan utama untuk mendorong penerapan standar dan praktik bisnis yang baik dan berkelanjutan oleh perusahaan tercatat dan Perusahaan Efek.

IICG Award - Most Trusted Award: IICG meluncurkan Penghargaan "*Most Trusted Companies*". Penghargaan ini fokus pada perusahaan terbuka, BUMN dan swasta. Pemingkatan yang dilakukan berdasarkan survei terhadap praktik CGC yang menghasilkan skor Corporate Governance Perception Index (CGPI).

Hubungan Struktur Kepemilikan dan Kualitas Good Corporate Governance pada Kinerja

Penelitian berkaitan dengan struktur kepemilikan banyak menekankan pada hipotesis monitoring. Alasannya adalah bahwa karena tingginya biaya pengawasan, sehingga hanya pemegang saham besar seperti investor institusional yang memiliki insentif untuk monitor (Shleifer dan Vishny, 1997). Selain itu, investor institusional memiliki kesempatan, sumber daya, dan kemampuan untuk memonitor, dan mempengaruhi manajer. Mereka membuktikan bahwa investor institusi dapat memaksa manajer untuk lebih fokus pada kinerja perusahaan dan mengurangi perilaku oportunistik manajer.

Zhuang (1999) berpendapat bahwa struktur kepemilikan merupakan salah satu faktor yang paling penting dalam membentuk *good corporate governance*, karena berkaitan dengan masalah keagenan. Zhuang mengidentifikasi dua aspek penting dari struktur kepemilikan perusahaan sebagai konsentrasi dan komposisi. Pertama, tingkat konsentrasi kepemilikan dalam suatu perusahaan menentukan bagaimana kekuasaan didistribusikan antara pemegang saham dan manajer. Ketika kepemilikan dari sebuah perusahaan terkonsentrasi, pemegang saham besar akan memainkan peran penting untuk memantau manajemen. Namun, ia mengatakan bahwa satu-satunya masalah dengan bentuk kepemilikan adalah bagaimana pemegang saham minoritas akan dilindungi dari eksploitasi oleh pemegang saham pengendali yang dapat bertindak dalam kepentingan mereka sendiri dan dengan biaya mereka. Kedua, komposisi kepemilikan mencoba untuk menentukan siapa pemegang saham dan siapa di antara mereka menjadi kelompok pengendali. Hal ini dapat diasumsikan bahwa antara kepemilikan dan kontrol memang harus mengarah pada pengurangan konflik. Dia lebih jauh menyatakan bahwa hal itu dapat menjadi rumit ketika melihat hubungan antara kepemilikan, pengendalian dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai

perusahaan bersifat trade-off antara keselarasan kepentingan dengan nilai perusahaan (Denis dan McConnell, 2002) .

Shleifer dan Vishny (1997) berpendapat bahwa investor institusional, yang juga berperan sebagai fidusiari, memiliki insentif yang lebih besar untuk memantau manajemen dan kebijakan perusahaan. Pemantauan yang efektif dari investor institusional dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen yang mengarah pada berkurangnya *agency costs* dan biaya ekuitas yang lebih rendah. Fidyati (2004) menjelaskan bahwa investor institusional menghabiskan lebih banyak waktu untuk melakukan analisis investasi dan mereka memiliki akses atas informasi yang terlalu mahal perolehannya bagi investor lain. Investor institusional berperan secara aktif dalam *corporate governance* dengan mengurangi tingkat risiko dari perusahaan tempat mereka menginvestasikan portofolionya melalui pengawasan manajemen yang efektif. Roberts dan Yuan (2009) menemukan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya pinjaman karena dengan kepemilikan institusional yang besar memberikan insentif untuk melakukan pengawasan atau *monitoring* yang lebih ketat terhadap pihak manajemen sehingga mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan

Pound (1988) menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan dan mengusulkan hipotesis tentang hubungan antara pemegang saham institusional dan kinerja perusahaan. Hipotesis pertama adalah *the efficient monitoring hypothesis* mengungkapkan bahwa investor individual maupun *insider* dengan tingkat kepemilikan saham yang rendah (minoritas) memiliki kecenderungan memanfaatkan atau meminjam kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham institusional mayoritas untuk mengawasi kinerja manajemen. Dalam hal ini investor institusional mayoritas akan berpihak pada kepentingan pemegang saham minoritas karena memiliki kepentingan yang sama terutama dalam hal insentif ekonomis baik itu jangka panjang (*dividen*), maupun jangka pendek (*abnormal return* saham). Tindakan ini

berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui kenaikan harga saham di pasar modal.

Hipotesis kedua adalah *the strategic alignment hypothesis*. Berbeda dengan hipotesis pertama, hipotesis ini menyatakan bahwa investor institusional mayoritas memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Anggapan bahwa manajemen sering mengambil tindakan atau kebijakan yang non-optimal dan mengarah pada kepentingan pribadi, mengakibatkan strategi aliansi antara investor institusional mayoritas dengan manajemen, ditanggapi negative oleh pasar. Hal ini berdampak pada penurunan harga saham perusahaan di pasar modal.

Hipotesis ketiga adalah *the conflict of interest hypothesis*. Hipotesis ini pada dasarnya memiliki kesamaan konsep dengan hipotesis kedua, yaitu kecenderungan investor institusional mayoritas untuk mengurangi konflik dengan melakukan kompromi dan aliansi dengan pihak manajemen. Ketiga hipotesis yang dikemukakan diatas, memberikan petunjuk secara terpisah adanya pengaruh positif dan negatif antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan.

Beberapa penelitian berfokus pada pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. McConnell dan Servaes (1990) menemukan bahwa proporsi kepemilikan institusional secara positif terkait dengan kinerja perusahaan. Beberapa studi lain menemukan hasil yang sama (misalnya Cornett et al 2007; . Elyasiani dan Jia 2008) . Investor institusi sering dianggap mempunyai kemampuan memonitor secara aktif untuk memaksimalkan nilai investasi ekuitas di perusahaan-perusahaan (Chen et al. , 2007).

Hubungan Karakteristik Perusahaan dan Kualitas Corporate Governance pada Kinerja

Karakteristik perusahaan merupakan faktor yang menentukan perusahaan mengadopsi *good corporate governance*. Klapper dan Love

(2004) mengindikasikan ada tiga faktor penentu kualitas *good corporate governance*, yaitu: kemamfaatan dari *good corporate governance*, sifat operasi perusahaan, dan ukuran perusahaan. Durnev dan Kim (2005) juga menganalisis faktor-faktor penentu potensi kualitas corporate governance di tingkat perusahaan. Durnev dan Kim (2005) menyimpulkan bahwa peluang investasi, kebutuhan dana eksternal, dan penjualan berhubungan positif terhadap kualitas tata kelola perusahaan. Anand et al. (2006) secara empiris meneliti faktor-faktor perusahaan yang mendorong untuk mengadopsi pedoman tata kelola perusahaan di Kanada. Mereka menemukan bahwa peluang investasi dan pengeluaran riset dan pengembangan mempengaruhi tingkat *good corporate governance*. Black et al. (2006) meneliti perusahaan kecil di Bursa Efek Korea dan menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan dan risiko perusahaan secara signifikan positif berpengaruh terhadap tata kelola perusahaan sedangkan faktor perusahaan lain seperti usia perusahaan dan pangsa pasar tidak berpengaruh signifikan.

Hubungan antara *corporate governance* dan kinerja perusahaan bukan sesuatu yang secara universal dapat diterima, walaupun saat ini ada pengakuan yang luas bahwa pembentukan *corporate governance* secara substansial dapat mempengaruhi pemegang saham. Short et al (1999) menyatakan bahwa tidak adanya bukti yang kuat mengenai hubungan antara kesuksesan dan *corporate governance* penting untuk diakui, walaupun ada kepercayaan *good governance* dapat meningkatkan prospek perusahaan.

Klapper dan Love (2002) menguji hubungan antara *corporate governance* dengan proteksi investor dan kinerja perusahaan di pasar modal sedang berkembang. Hasil penelitian menunjukkan ada hubungan positif yang signifikan antara Tobin's-Q dan indikator *governance*. Perusahaan dengan *corporate governance* yang lebih baik mempunyai penilaian pasar yang lebih tinggi. Hasil lain menunjukkan hubungan positif yang signifikan antara perilaku *corporate governance* dengan

ROA.

Black et al, (2005) melaporkan bukti bahwa *corporate governance* adalah faktor penting dalam menjelaskan nilai pasar dari perusahaan-perusahaan publik Korea. Indeks Corporate Governance perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa efek Korea secara ekonomik mempunyai korelasi yang signifikan dengan nilai pasar perusahaan. Brown dan Caylor (2006) menghubungkan Gov-Score dengan kinerja operasional, penilaian perusahaan dan pembayaran kepada pemegang saham. Hasilnya menunjukkan perusahaan dengan *governance* yang lebih baik secara relatif lebih menguntungkan, bernilai dan lebih banyak melakukan pembayaran kas ke pemegang saham.

Adjaoud et al., (2007) menguji hubungan antara skor *governance* dengan kinerja perusahaan. Mereka menemukan bahwa secara umum tidak ada hubungan signifikan antara skor *governance* dengan ukuran kinerja keuangan seperti ROI, ROA, EPS. Sedangkan hubungan antara skor *governance* dengan nilai pasar mempunyai hubungan signifikan. Humera et al., (2011) memberikan bukti bahwa ada hubungan antara *corporate governance* dengan kinerja perusahaan. Kinerja dari *corporate governance* dianalisis melalui Tobin's Q, sedangkan kinerja perusahaan diukur dengan return on asset (ROA) dan return on equity (ROE).

Darmawati., (2005) menemukan bahwa *corporate governance* secara statistik signifikan mempengaruhi kinerja operasi perusahaan yang diproksi dengan ROE. Tetapi *corporate governance* belum mampu mempengaruhi kinerja pasar perusahaan yang diproksi dengan Tobin's q. Hal ini mungkin dikarenakan respon pasar terhadap implementasi *corporate governance* tidak bisa secara langsung (*immediate*), akan tetapi membutuhkan waktu. Sayidah (2007) melakukan penelitian yang bertujuan untuk menguji pengaruh kualitas *corporate governance* dengan kinerja perusahaan publik. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kualitas *corporate governance* tidak mempengaruhi kinerja perusahaan baik yang

diproksi dengan profit margin, ROA, ROE maupun ROI. Triyono (2012) memberikan bukti bahwa corporate governance index berpengaruh terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Triyono (2013) juga memberikan bukti bahwa kualitas corporate governance berpengaruh pada nilai perusahaan dan risk taking behavior tetapi kepemilikan institusi tidak berpengaruh secara signifikan.

Keterkaitan masalah keuangan dan kondisi riil perusahaan merupakan masalah yang krusial dalam analisis keputusan keuangan. Keputusan keuangan kadang dapat menimbulkan masalah agency (Bajeux et al, 2003). Masalah agensi dapat dikurangi melalui tata kelola yang baik dengan memberikan control kepada pemberi kredit melalui keputusan keuangan dan memberikan kontrol kepada pemegang saham melalui keputusan operasional. Dalam konteks ini, perubahan harga saham merupakan sinyal informasi bagi manajer untuk mengubah atau menyesuaikan strateginya (Neffati et al, 2011).

Chen dan Jian (2007) dalam penelitiannya menemukan bahwa prinsip dari GCG yaitu transparansi memberikan informasi menurunkan risiko default. Piot dan Piera (2007) juga menemukan bahwa ada pengaruh negatif yang signifikan antara kualitas GCG dengan biaya hutang. Neffati et al (2011) menemukan bahwa praktik tata kelola yang baik cenderung menurunkan risiko. Namun hasil penelitiannya juga menyimpulkan bahwa praktik yang baik tersebut mempunyai pengaruh yang berbeda pada berbagai tipe risiko. Penelitian di Indonesia, misalnya Riananingsih (2009) juga memberikan bukti bahwa GCG mempunyai pengaruh terhadap bond rating. Hal ini berarti bahwa perusahaan

dengan *good corporate governance* memiliki kinerja yang baik dibanding perusahaan yang memiliki praktik corporate governance kurang baik.

Peran Corporate Governance terhadap Hubungan Struktur Kepemilikan, Karakteristik Perusahaan pada Kinerja.

Hubungan antara *corporate governance* dan kinerja perusahaan bukan sesuatu yang secara universal dapat diterima, walaupun saat ini ada pengakuan yang luas bahwa pembentukan *corporate governance* secara substansial dapat mempengaruhi pemegang saham. Short et al (1999) menyatakan bahwa tidak adanya bukti yang kuat mengenai hubungan antara kesuksesan dan *corporate governance* penting untuk diakui, walaupun ada kepercayaan *good governance* dapat meningkatkan prospek perusahaan.

Brailsford et al., (2004), dan Mahrt-Smith, (2005) memberikan suatu proposal riset bahwa untuk riset mendatang seharusnya mengevaluasi bagaimana *corporate governance* memiliki pengaruh terhadap hubungan capital struktur dan nilai perusahaan dengan mempertimbangkan pengaruh corporate governance sebagai variabel mediasi dan atau mederasi. Harris dan Raviv, (1991) memberikan bukti yang ambigu berkaitan hubungan struktur modal dan nilai perusahaan ketika mempertimbangkan corporate governance. Corporate governance menjadi variabel yang krusial dalam menjelaskan hubungan struktur kapital dengan nilai perusahaan, karena variabel corporate governance kemungkinan berfungsi sebagai intervening atau moderating.

3. METODE PENELITIAN

Sampel penelitian ini didasarkan pada perusahaan yang masuk Indonesian Most Trusted Company yang masuk pada Corporate Governance Perception Index (CGPI) tahun 2008 – 2012. Prosedur pengambilan sampel dengan purposive sampling disajikan pada tabel 1.

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

a. Variabel kinerja dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan dan risiko. Kinerja perusahaan didasarkan pada ukuran return on asset. Variabel risiko didasarkan pada risiko perusahaan dengan menggunakan standar deviasi laba.

- b. Variabel kualitas good corporate governance adalah kualitas corporate governance diprosikan oleh skor CGPI (Corporate Governance Perception Index) yang dikembangkan oleh IICG.
- c. Variabel struktur kepemilikan adalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi. Kepemilikan manajerial diukur dengan proporsi saham yang beredar yang dimiliki oleh manajer atau board director. Kepemilikan institusi diukur dengan proposrsi saham yang beredar yang dimiliki oleh institusi.
- d. Variabel karakteriktik perusahaan yang digunakan adalah aspek likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, kesempatan investasi dan besaran perusahaan. Likuiditas diukur dengan rasio lancar,

solvabilitas dengan rasio hutang, profitabilitas dengan rasio laba periode sebelumnya, kesempatan investasi dengan pertumbuhan penjualan, dan besaran asset dengan Ln total asset (LnTA).

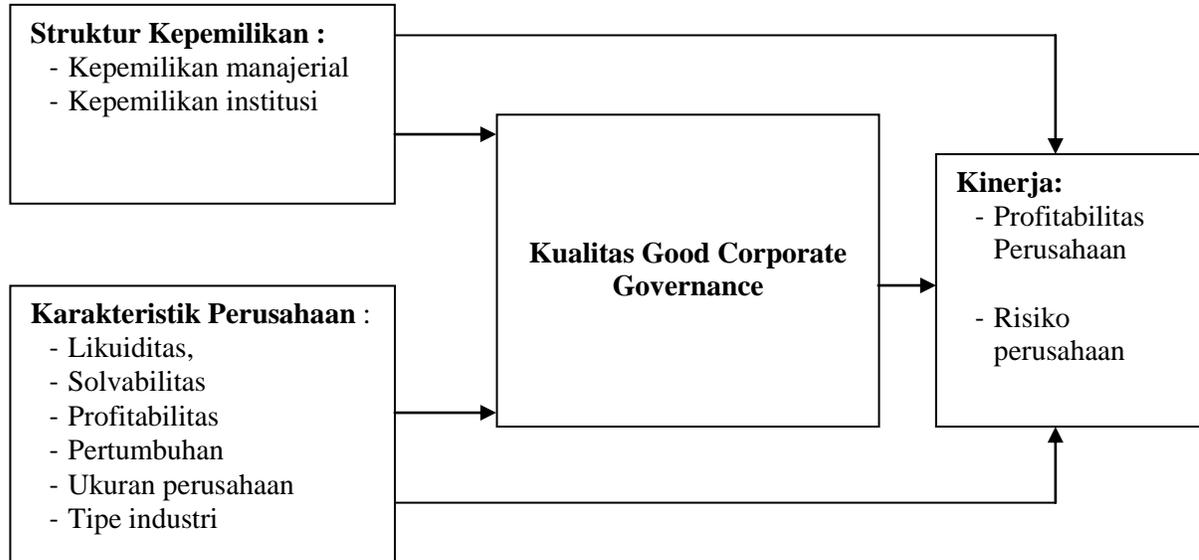
Tabel 1. Sampel Penelitian

No.	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan masuk dalam CGPI 2008-2012	249
2	Perusahaan yang masuk CGPI non publik	(94)
3	Perusahaan publik masuk CGPI	155
4	Data perusahaan tidak lengkap	(12)
5	Data masuk kategori outlier	(43)
	Sampel penelitian	100

Metode Analisis

Brailsford et al., (2004), dan Mahrt-Smith, (2005) memberikan suatu proposal riset bahwa untuk riset mendatang seharusnya mengevaluasi bagaimana mempertimbangkan pengaruh corporate governance sebagai

variabel mediasi dan atau mederasi. Penelitian ini menganalisis peran kualitas corporate governance terhadap hubungan struktur kepemilikan, karakteristik fundamental dengan kinerja (gambar 1).



Gambar 1 : Model Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Karakteristik Perusahaan pada Kualitas GCG dan Kinerja

Teknik analisis dalam penelitian ini menggunakan model regresi berganda. Persamaan regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{Model 1 : } ROA_{it} = \alpha + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 MO_{it} + \beta_3 CA_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta_5 ROA_{it-1} + \beta_6 GSALE_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model 2 : } ROA_{it} = \alpha + \beta_1 IGCG_{it} + \beta_2 IO_{it} + \beta_3 MO_{it} + \beta_4 CA_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 ROA_{it-1} + \beta_7 GSALE_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model 3 : } STDE_{it} = \alpha + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 MO_{it} + \beta_3 CA_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta_5 ROA_{it-1} + \beta_6 GSALE_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model 4 : } STDE_{it} = \alpha + \beta_1 IGCG_{it} + \beta_2 IO_{it} + \beta_3 MO_{it} + \beta_4 CA_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 ROA_{it-1} + \beta_7 GSALE_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \mu_{it}$$

dimana :

ROA_{it} = kinerja dengan ukuran berbasis akuntansi, yaitu return on asset untuk perusahaan i pada waktu t.

$Risk_{it}$ = risiko perusahaan dengan menggunakan ukuran berbasis akuntansi, yaitu standar deviasi laba untuk perusahaan i pada waktu t.

$IGCG_{it}$ = indeks good corporate governance untuk perusahaan i pada waktu t.

IO_{it} = proporsi kepemilikan institusi untuk perusahaan i pada waktu t.

MO_{it} = proporsi kepemilikan manajerial untuk perusahaan i pada waktu t.

CA_{it} = rasio likuiditas dengan current ratio untuk perusahaan i pada waktu t.

$GSALE_{it}$ = perubahan $SALE_{it} - SALE_{it-1}$ dibagi $SALE_{it-1}$ untuk perusahaan i pada waktu t.

$SIZE_{it}$ = Log natural total asset untuk perusahaan i pada waktu t.

$DEBT_{it}$ = Rasio hutang untuk perusahaan i pada waktu t.

ROA_{it-1} = Return on asset ratio untuk perusahaan i pada waktu t-1.

IND_{it} = Dummy variable, industri keuangan

dan perbankan diberi nilai 1 dan lainnya nilai 0 untuk perusahaan i pada waktu t.

μ_{it} = error term untuk perusahaan i pada waktu t.

Sebelum digunakan interpretasi, model tersebut akan diuji lebih dahulu tentang asumsi klasik regresi. Uji normalitas dengan teknik uji K-S atas unstandardized residual. Diketahui bahwa keempat model yang digunakan berdistribusi normal. Hal ini terbukti bahwa nilai asymp sig dari model tersebut di atas 5% untuk keempat model, yaitu model 1 sebesar 23,4%, model 2 sebesar 64,9%, model 3 sebesar 18,9% dan model 4 sebesar 28,5%.

Autokorelasi terjadi jika variabel pengganggu berkorelasi dari waktu ke waktu. Hasil pengujian Durbin-Watson (DW) dengan tingkat kepercayaan 95% dihasilkan nilai DW keempat model masuk dalam kriteria, sehingga keempat model terbebas dari masalah asumsi autokorelasi. Nilai DW model 1 sebesar 1,838; model 2 sebesar 1,932; model 3 sebesar 1,627 dan model 4 sebesar 1,622

Multikolinieritas terjadi jika variabel bebas secara kuat berkorelasi satu sama lain. Multikolinieritas dapat diuji dengan menghitung tolerance dan *variance inflation factor* (VIF). Jika nilai tolerance lebih dari 0.1 dan VIF kurang dari 10, maka tidak terjadi multikolinieritas. Hasil analisis menunjukkan bahwa keempat model yang digunakan terbebas dari masalah multikolinieritas

Pengujian heteroskedastisitas dengan uji Glejser, yaitu meregresi variabel independen dengan absolute residual. Jika variabel independen signifikan mempengaruhi absolute residual maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Berdasarkan hasil pengujian tidak terjadi heteroskedastisitas untuk model 1 dan 2 tetapi model 3 dan 4 terjadi heteroskedastisitas pada signifikansi 5%. Kebanyakan data cross section mengandung situasi heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (Gozhali, 2005:105). Permasalahan heteroskedastisitas tidak menyebabkan bias pada estimator tetapi kurang efisien (Gujarati,

1995 : 370).

Lorek dan Willinger (1996) memberikan penjelasan bahwa untuk melihat kemampuan prediksi dari model dapat dievaluasi berdasar *absolute percentage error* (APE). Model yang efektif dipilih berdasar *mean absolute errors* (MAPE) yang terendah. MAPE merupakan metode untuk mengetahui model yang efektif (Jensen, 2005). Kemudian uji beda (paired t-test) digunakan untuk menguji perbedaan dua model berdasarkan nilai masing-masing APE.

4. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN Statistik Diskriptif

Tabel 2 menunjukkan statistik diskriptif dari data penelitian. Rata-rata kinerja, yaitu ROA sebesar 0,067687 dengan standar deviasi 0,1270586. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berdasar ROA yang dijadikan sampel sangat variatif. Rata-rata ROA sekarang bila dibanding dengan periode sebelumnya (ROA t-1) mengalami penurunan. Hal berkaitan juga dengan tingkat risiko yang meningkat. Rata-rata variable risiko yang diukur dengan standar deviasi laba setelah pajak (STDE) sebesar 0,215550 dengan tingkat deviasi 0,8661488 yang menunjukkan bahwa risiko perusahaan yang dijadikan sampel sangat bervariasi. Hal ini karena dalam penelitian ini tidak mengelompokkan tiap jenis industri.

Hasil analisis menunjukkan bahwa rata-rata skor CGPI adalah 79,1824 yang berarti masuk dalam kategori baik dengan variasi yang tidak begitu tinggi. Rata rata kepemilikan institusi (IO) sebesar 64.6455% yang berarti secara rata-rata 64.65% saham beredar dimiliki oleh institusi dengan variasi antara 19,2369%. Sementara kepemilikan manajerial sangat kecil dengan rata-rata 0,04567%.

Rata rata likuiditas perusahaan baik diatas 1, yaitu sebesar 1, 776 dengan penyebaran yang diantara 0,0816 sampai 10,6423. Tingkat hutang perusahaan yang diukur dengan rasio hutang (DEBT) secara rata-rata sebesar 0,6285, yang berarti sebagian besar perusahaan lebih banyak menggunakan dana asing dalam membiayai asetnya. Pertumbuhan penjualan perusahaan (GSALE) secara rata-rata sebesar 0,1972 yang berarti pertumbuhan penjualan perusahaan yang menjadi sampel rata-rata sebesar 19,72%, namun tidak merata karena standar deviasi pertumbuhan penjualan sebesar 23,54% melebihi rata-ratanya. Besaran perusahaan yang diukur dengan besaran asset relative hampir sama, yaitu rata rata sebesar 17,078 dengan standar deviasi 1,796. Tipe industri berdasar nilai rata-rata menunjukkan bahwa sampel yang digunakan lebih banyak perusahaan non keuangan dan perbankan.

Tabel 2. Statistik Diskriptif

Variables	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CGPI	100	57.7300	91.9100	79.182400	7.5327920
IO	100	5.2600	96.9200	64.645500	19.2369035
MO	100	.00	1.89	.0456	.22087
CA	100	.0816	10.6423	1.776262	1.6457475
DEBT	100	.1815	.9586	.628515	.2433134
ROA1	100	-.0676	.8416	.115599	.1642997
GSALE	100	-.2644	1.1760	.197228	.2354709
SIZE	100	11.9540	20.4160	17.078039	1.6959658
IND	100	.00	1.00	.2300	.42295
ROA	100	-.6673	.4035	.067687	.1270586
STDE	100	.0001	5.9585	.215550	.8661488
Valid N (listwise)	100				

Hasil Regresi dan Pembahasan

Peran Kualitas Corporate Governance terhadap Hubungan Struktur Kepemilikan, Karakteristik Perusahaan dengan Kinerja

Hasil analisis berdasar model 1 dan 2 disajikan pada tabel 7 berikut ini. Hasil uji F model 1 sebesar 8,174 dengan sig F test sangat signifikan. Hal ini berarti model 1 secara statistik adalah fit. Hasil ini didukung dengan nilai R square walaupun rendah, yaitu sebesar 0,418. Artinya variasi perubahan ROA mampu dijelaskan oleh kedelapan variabel independen sebesar 41,8 % dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Hal ini menunjukkan bahwa secara statistik model ROA adalah robust. Demikian juga untuk model 2 yang secara statistik juga fit dan robust.

Hasil uji-t model model 1 dan 2 seperti terlihat pada tabel 7 menunjukkan bahwa secara parsial struktur kepemilikan yang yang proksi dengan kepemilikan institusi (IO) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (ROA), tetapi variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja. Hasil ini menunjukkan bahwa investor institusional, memiliki insentif yang lebih besar untuk

memantau manajemen dan kebijakan perusahaan dan mampu memerankan sebagai fidusiari. Hasil ini konsisten dengan Shleifer dan Vishny, (1997) bahwa investor institusional yang memiliki insentif untuk monitor. Beberapa studi lain menemukan hasil yang sama (misalnya Cornett et al 2007; Chen et al. , 2007; Elyasiani dan Jia 2008) bahwa investor institusi sering dianggap mempunyai kemampuan memonitor secara aktif untuk memaksimalkan nilai investasi ekuitas di perusahaan-perusahaan.

Berdasar statistik diskriptif bahwa kepemilikan manajerial memiliki porsi yang sangat kecil dan kurang dari 1%. Hal ini kemungkinan yang menyebabkan variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja. Kepemilikan manajerial yang sangat kecil tidak mampu mempengaruhi kebijakan perusahaan walaupun sebagai manajer. Pound (1988) menjelaskan melalui hipotesis monitoring efisiensi bahwa investor individual maupun *insider* dengan tingkat kepemilikan saham yang rendah memiliki kecenderungan memanfaatkan atau meminjam kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham institusional mayoritas untuk mengawasi kinerja manajemen.

Tabel 3. Hasil Regresi Kinerja

Variabel	Model 1				Model 2			
	Unstan- dardized	Standar dized	t-hitung	Sig.	Unstan- dardized	Standar dized	t-hitung	Sig.
Constant	-.328		-1.928	.057	-.536		-2.932	.004
IO	.002	.365	4.001	.000	.002	.290	3.117	.002
MO	.006	.011	.128	.898	.017	.029	.361	.719
CA	.015	.196	2.087	.040	.014	.175	1.917	.058
DEBT	-.198	-.379	-3.351	.001	-.185	-.354	-3.217	.002
ROA1	.151	.195	2.322	.022	.159	.205	2.522	.013
GSALE	.036	.066	.788	.433	.064	.118	1.417	.160
SIZE	.019	.254	2.190	.031	.012	.162	1.374	.173
IND	-.050	-.166	-1.275	.206	-.065	-.215	-1.687	.095
CGPI					.004	.261	2.639	.010

R square	.418		R square	.460
F-test	8.174	Sig. : .000	F-test	8.516 Sig. : .000
Durbin-Waston	1.838		Durbin-Waston	1.932

Karakteristik perusahaan secara parsial yang mempengaruhi kinerja secara positif pada kedua model adalah variabel likuiditas (CA), profitabilitas (ROA1) dan ukuran perusahaan (SIZE). Sementara variabel solvabilitas (DEBT) berpengaruh negatif untuk kedua model. Hal ini menunjukkan bahwa manfaat hutang lebih kecil dari biaya hutang yang menyebabkan menurunnya kinerja. Variabel pertumbuhan (GSALE) tidak berpengaruh terhadap kinerja. Hal ini kemungkinan disebabkan bahwa pertumbuhan penjualan juga diikuti pertumbuhan biaya yang lebih besar atau karena biaya akrual yang meningkat sehingga berdampak pada laba.

Variabel tipe industri pada kedua model berpengaruh negatif terhadap kinerja pada tingkat alpha 10%. Hal ini berarti ada perbedaan kinerja antara tipe industri yang regulated (keuangan dan perbankan) dengan tipe perusahaan non keuangan dan perbankan. Temuan ini menunjukkan bahwa tipe industri yang regulated (keuangan dan perbankan) memiliki kinerja yang lebih kecil dibanding tipe industri non keuangan dan perbankan.

Variabel kualitas corporate governance (CGPI) pada model 2 berpengaruh positif terhadap kinerja. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya, misalnya Klapper dan Love, (2002); Balck et al, (2005), Brown dan Caylor (2006); Brown and Caylor (2009); Chen et al. (2008); Chalhoub (2009) dan Humera et al. (2011). Bila dibandingkan dengan model 1 dengan memasukkan variabel kualitas corporate governance (CGPI)

memberikan tambahan informasi terhadap kinerja.

Berdasar hasil analisis diatas juga dapat diketahui variabel yang dominan mempengaruhi secara positif terhadap kinerja pada kedua model adalah variabel kepemilikan institusional. Hal ini dapat dilihat dari koefisien standardized regresi memiliki koefisien yang paling besar dan signifikan. Hasil ini mendukung penelitian Roberts dan Yuan (2009) menemukan bahwa kepemilikan institusional yang besar memberikan insentif untuk melakukan pengawasan atau *monitoring* yang lebih ketat terhadap pihak manajemen sehingga mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Sementara variabel yang dominan berpengaruh negative terhadap kinerja adalah variabel hutang. Temuan ini menunjukkan bahwa manfaat hutang lebih kecil dari biayanya.

Hasil perbandingan kedua model (tabel 4) menunjukkan bahwa model 2 lebih baik dari model 1 dalam memprediksi kinerja. Hal ini terbukti dari hasil perbandingan mean absolute percentage error kedua model signifikan dalam 10%. Temuan ini juga menunjukkan bahwa variabel kualitas corporate governance bersifat memediasi atau memberikan tambahan informasi terhadap hubungan antara struktur kepemilikan, karakteristik perusahaan dengan kinerja. Temuan ini juga menunjukkan bahwa variabel kualitas corporate governance bersifat komplementar dalam memprediksi kinerja.

Tabel 4. Hasil Pengujian Model Kinerja

Perbandingan Model		Rata-rata	t-hitung	df	Sig.(2-tailed)
Pair 1	Mape2 - Mape1	.00443	1.873	99	.064

Peran Kualitas Corporate Governance terhadap Hubungan Struktur Kepemilikan, Karakteristik Perusahaan dengan Risiko

Hasil uji F model STDE model 3 sebesar 8,650 dengan sig F test sangat signifikan (0.00) Hal ini berarti variabel risiko yang diproksi dengan variable standar deviasi laba setelah pajak (STDE) dan variabel independen kepemilikan institusi (IO), kepemilikan manajerial (MO), likuiditas (CA), hutang (DEBT), pertumbuhan perusahaan (GSALE), ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas (ROA1) dan tipe industri (IND) secara statistik adalah fit. Hasil ini didukung dengan nilai R square walaupun rendah, yaitu sebesar 0,432. Artinya variasi perubahan STDE mampu dijelaskan oleh kedelapan variabel independen sebesar 43,2 % dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Sementara hasil pengujian ketepatan model 4 dengan menambahkan variabel kualitas corporate governance (CGPI) juga menunjukkan hasil yang tidak berbeda dengan model 3. Hal ini menunjukkan bahwa secara statistik model 3 dan 4 adalah robust.

Hasil uji-t model model 3 dan 4 seperti terlihat pada tabel 5 menunjukkan bahwa secara parsial struktur kepemilikan yang diproksi dengan kepemilikan institusi (IO) berpengaruh negatif terhadap risiko (STDE) pada signifikansi 10%, tetapi pada model 4 tidak

berpengaruh signifikan tetapi juga memberikan arah negative. Hasil temuan ini mendukung penelitian Piot dan Missioner (2007), Robert dan Yuan (2009), dan Collins dan Huang (2010). Penelitian meraka mengindikasikan bahwa kepemilikan institusi dapat mengurangi risiko. Kepemilikan institusi yang besar memberikan insentif untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen. Hasil ini konsisten dengan juga konsisten dengan beberapa studi sebelumnya (misalnya Cornett et al 2007; Chen et al. , 2007; Elyasiani dan Jia 2008) bahwa investor institusi sering dianggap mempunyai kemampuan memonitor secara aktif untuk memaksimalkan nilai investasi ekuitas di perusahaan-perusahaan.

Kepemilikan manajerial berpengaruh negative terhadap risiko bisnis pada taraf signifikansi 10%. Temuan ini mengindikasikan walaupun porsi kepemilikan sangat kecil tapi masih mampu mempengaruhi kebijakan perusahaan. Temuan ini mendukung hipotesis Pound (1988) yang menjelaskan melalui hipotesis monitoring efisiensi bahwa investor individual maupun *insider* dengan tingkat kepemilikan saham yang rendah memiliki kecenderungan memanfaatkan atau meminjam kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham institusional mayoritas untuk mengawasi kinerja manajemen. Kemungkinan lain adalah manajemen juga memiliki porsi kepemilikan di institusi.

Tabel 5. Hasil Regresi Risiko

Variabel	Model 3				Model 4			
	Unstan- dardized	Standar dized	t-hitung	Sig.	Unstan- dardized	Standar dized	t- hitung	Sig.
(Constant)	5.856		5.104	.000	5.908		4.623	.000
IO	-.007	-.156	-1.724	.088	-.007	-.153	-1.602	.113
MO	-.573	-.146	-1.790	.077	-.568	-.145	-1.732	.087
CA	-.051	-.097	-1.045	.299	-.051	-.096	-1.028	.307
DEBT	.574	.161	1.443	.152	.571	.160	1.421	.159
ROA1	1.250	.237	2.858	.005	1.248	.237	2.835	.006
GSALE	.592	.161	1.950	.054	.585	.159	1.861	.066

SIZE	-.343	-.671	-5.859	.000	-.341	-.668	-5.535	.000
IND	.476	.232	1.806	.074	.479	.234	1.791	.077
CGPI					-.001	-.010	-.095	.924
R square	.432				R square			.432
F-test	8.650			Sig. : .000	F-test			7.606 Sig. : .000
Durbin-Waston	1.627				Durbin-Waston			1.622

Variabel karakteristik perusahaan likuiditas (CA) pada model 3 dan 4 memberikan pengaruh negative tetapi tidak signifikan pada risiko bisnis. Variabel profitabilitas tahun sebelumnya (ROA1) dan variabel pertumbuhan penjualan (GSALE) berpengaruh positif terhadap risiko dan signifikan pada model 3 dan 4. Berdasar statistik deskriptif diketahui bahwa kedua variabel memiliki standar deviasi yang tinggi yang menyebabkan fluktuasi laba yang tinggi pula. Hal ini berarti semakin tinggi fluktuasi pada laba sebelumnya dan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap risiko, karena risiko diukur dengan standar deviasi laba. Temuan ini mendukung teori semakin tinggi return juga semakin tinggi risiko.

Variabel karakteristik perusahaan ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh negatif terhadap risiko perusahaan pada model 3 dan 4. Implikasi temuan ini adalah bahwa perusahaan yang besar cenderung menghadapi risiko yang lebih kecil berkaitan dengan volatilitas laba yang diperoleh. Variabel tipe industri (IND) berpengaruh positif terhadap risiko pada taraf signifikansi 10%. Hasil ini berarti ada perbedaan pengaruh antara perusahaan kategori keuangan-perbankan dengan non keuangan-perbankan terhadap risiko bisnis. Perusahaan kategori keuangan-perbankan lebih berisiko dibanding perusahaan kategori non keuangan-perbankan.

Variabel kualitas corporate governance (CGPI) pada model 4 berpengaruh negatif terhadap risiko tetapi tidak signifikan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil sebelumnya, misal Chen dan Jian (2007) dalam penelitiannya menemukan bahwa

prinsip dari GCG memberikan informasi menurunkan risiko default. Piot dan Piera (2007) juga menemukan bahwa ada pengaruh negatif yang signifikan antara kualitas GCG dengan biaya hutang. Neffati et al (2011) memberikan penjelasan bahwa praktik tata kelola yang baik cenderung menurunkan risiko. Namun hasil penelitiannya juga menyimpulkan bahwa praktik yang baik tersebut mempunyai pengaruh yang berbeda pada berbagai tipe risiko.

Berdasar hasil analisis diatas juga dapat diketahui variabel yang dominan mempengaruhi secara positif terhadap risiko pada model 3 dan 4 adalah variabel laba periode sebelumnya (ROA1). Hal ini dapat dilihat dari koefisien *standardized regresi* memiliki koefisien yang paling besar dan signifikan. Sementara variabel yang dominan berpengaruh negatif terhadap risiko adalah variabel ukuran perusahaan (SIZE).

Hasil perbandingan kedua model (tabel 6) menunjukkan bahwa model 3 dan model 4 tidak ada perbedaan yang signifikan dalam memprediksi risiko. Hal ini terbukti dari hasil perbandingan *mean absolute percentage error* kedua model tidak signifikan. Temuan ini juga menunjukkan bahwa variabel kualitas corporate governance tidak bersifat memediasi hubungan antara struktur kepemilikan, karakteristik perusahaan dengan risiko. Temuan ini juga menunjukkan bahwa variabel kualitas *corporate governance* bersifat komplementar dalam memprediksi risiko.

Tabel 6. Hasil Pengujian Model Risiko

Perbandingan Model		Rata-rata	t-hitung	df	Sig.(2-tailed)
Pair 1	Mape4 - Mape3	.00069	1.091	99	.278

5. SIMPULAN

Kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, tetapi variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja. Bila dikaitkan dengan risiko bisnis, kepemilikan institusi berpengaruh negatif. Temuan ini menunjukkan bahwa pemilik institusi memiliki insentif yang lebih besar untuk memantau manajemen dan kebijakan perusahaan dan mampu memerankan sebagai fidusiari.

Karakteristik perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja adalah variabel likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan. Sementara variabel solvabilitas berpengaruh negatif terhadap kinerja. Bila dikaitkan dengan risiko bisnis, variabel profitabilitas dan variabel pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap risiko. Variabel karakteristik perusahaan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap risiko. Temuan ini mendukung teori semakin tinggi return juga semakin tinggi risiko.

Variabel tipe industri berpengaruh negatif terhadap kinerja dan bila dikaitkan dengan risiko berpengaruh positif. Temuan ini berarti ada perbedaan kinerja dan risiko antara tipe industri yang regulated (keuangan dan perbankan) dengan tipe perusahaan non keuangan dan perbankan. Tipe industri yang regulated (keuangan dan perbankan) memiliki kinerja yang lebih kecil dibanding tipe industri non keuangan dan perbankan. Disamping itu perusahaan kategori keuangan-perbankan juga lebih berisiko dibanding perusahaan kategori non keuangan-perbankan.

6. REFERENSI

Adjoud.F., Zeghal, D., and Andaleeb. (2007). The Effect of Board's Quality on Performance: Study of Canadian Firms.

Variabel kualitas corporate berpengaruh positif terhadap kinerja, tetapi bila dikaitkan dengan risiko berpengaruh negatif namun tidak signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa kualitas *corporate governance* berfungsi sebagai penambah informasi dan bersifat komplementer berkaitan dengan kinerja dan risiko.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu 1) hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisir karena penggunaan sampel yang terbatas pada "most trusted company" dan tidak random, 2) penelitian ini tidak memasukkan pengaruh kelompok industri yang lebih terperinci yang dapat mempengaruhi pelaksanaan GCG.

Untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk menambah sampel sehingga dapat membedakan pengaruh skor GCG terhadap kinerja maupun risiko perusahaan untuk perusahaan-perusahaan dengan skor GCG tinggi, sedang dan rendah. Disamping itu juga perlu mempertimbangkan penggunaan variabel risiko dengan berbagai tipe risiko, yaitu, risiko financial, risiko operasional, atau risiko sistematis. Penelitian berikutnya perlu memverifikasi fungsi kualitas *corporate governance* sebagai mediasi dan atau moderasi variabel.

UCAPAN TERIMAKASIH

Penulis mengucapkan terima kasih kepada DP2M Ditjen Dikti yang telah membiayai penelitian ini melalui hibah fundamental dengan surat perjanjian 135.17/A.3-III/LPPM/IV/2015 tertanggal 21 April 2015

Corporate Governance An International Review. Vol.15 No.4: pp 633-635.

Ariyoto, K. (2000). Good Corporate Governance dan Konsep Penegakannya di

- BUMN dan Lingkungan Usahanya. *USAHAWAN* No. 10 tahun XXIX Oktober. hal: 3-17.
- Bajeux I., Jordon J., Portrait R. (2003). Dynamic Asset Allocation for Stock, Bond and Cash. *Journal of Business*, Vol. 76. No. 2, pp. 263-287.
- Boediono, Gideon SB., (2005). Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba dengan Menggunakan Analisis Jalur. Artikel dipresentasikan pada *Simposium Nasional Akuntansi 8* Solo tanggal 15 - 16 September 2005
- Black, B. S., H. Jang, dan W. Kim. (2003). Does Corporate governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea. Working Paper (April). [www://papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com).
- Bhojraj, S., dan Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business*, 76 (3): pp. 455-475.
- Brailsford, T., Oliver, B. and Pua, S. (2004), Theory and evidence on the relationship between ownership structure and capital structure, *Working Paper No. 03-02*, Australian National University, Canberra, June 2003.
- Brawn, L.D. and Caylor, M.L. (2006). Corporate Governance and Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol.25. No.4: pp. 409-434.
- Chalhoub, M.S. (2009), Relations between Dimensions of Corporate Governance and Corporate Performance: An Empirical Study among Banks in the Lebanon, *International Journal of Management* , 26(3): pp. 476
- Chen, J. Chen, D. and He, P. (2008), Corporate Governance, Control Type, and Performance: The New Zealand Story, *Corporate Ownership & Control*, 5(2): pp. 24-35
- Chen, Y.M & Jian J.Y. (2007). The Impact of Information Disclosure and Transparency Ranking System (IDTRS) and Corporate Governance Structure on Interest Cost of Debt. *Working Paper*, National Yunlin University of Science and Technology, Taiwan.
- Collins, D. and H. Huang. (2010). Management entrenchment and the cost of equity capital. *Journal of Business Research* 64: pp. 356-362.
- Darmawati (2005). Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 8, No. 6: pp. 65-81
- Denis, D. K., and McConnell, J. J., (2002). *International Corporate Governance: A survey*. [Online] Available: [mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2002Conference/Denis Mc Connell.pdf](http://mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2002Conference/Denis%20McConnell.pdf)
- Durnev and Kim. Han (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, June, Vol. 60 : pp. 1461-1493,
- Fidyati, N. (2004). *Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap earnings management pada perusahaan seasoned equity offering (SEO)*. *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi* 2(1): pp.1-23.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. (2003). *Indonesian Company Law*. Available on-line at www.fcgi.org.id
- Forum for Corporate Governance in Indonesia .

- (2008). *Corporate Governance Suatu Pengantar: Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit Dalam Pelaksanaan Corporate Governance*.
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi Ketiga. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gujarati, D.N. (1995). *Basic Econometric*. Third Edition. New York: McGraw-Hill International Edition.
- Harris, M. and Raviv, A. (1991). Capital Structure and The Informational Role of Debt. *Journal of Finance*. Vol. 46 No. 1: pp. 297-355
- Humera, Khatib., Maryam Masood., Khalid Zaman., Sundas Salem., and Bilal Saed. (2011). Corporate Governance and Firm Performance: Case Study of Karachi Stock Market. *International Journal of Trade, Economics, and Finance*. Vol.2, No.1 February: pp. 39-43.
- Jensen, Art. (2005). *Naïve Forecasting Technique*. URL:<http://www.csus.edu>
- Keasey, K. and M. Wright. (1993). Issues in corporate accountability and governance: An editorial. *Accounting and Business Research*, 23(91A): pp. 291–303.
- Klapper, L.F. and Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 195, pp. 1-26.
- Lorek, K.S dan G.L. Willenger. (1996). A Multivariate Time-Series Prediction Model for Cash Flow Data. *Accounting Review*. Vol. 71. No.1 January: pp. 81-101
- McKinsey, and Co. (2000), Good corporate governance pays off: institutions will pay a premium for an independent board, *Investor Relations Business*, July.
- Midiastuty, Pratana P., dan Mas'ud Machfoedz. (2003). Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. Artikel yang Dipresentasikan pada *Simposium Nasional Akuntansi 6* Surabaya tanggal 16-17 Oktober 2003
- Mahrt-Smith, J. (2005), The interaction of capital structure and ownership structure, *The Journal of Business*, Vol. 78: pp. 787-816.
- Majalah Swasembada. (2005). Edisi 09/XXI/28 April – 11 Mei.
- Neffati, Amira., Imene Ben Fred, dan Christophe Schalck. (2011), Earning Management, Risk and Corporate Governance in Us Companies, *Corporate Ownership Control*, Vol 8, Issue 2, Winter: pp. 174-177.
- OECD. 2004. *Principles of Corporate Governance*
- Piot, C. & Pierra, F.M. (2007). Corporate Governance, Audit Quality, and The Cost of Debt Financing of French Listed Companies. *Online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960681*
- Pound, J. (1988). Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, pp.237-65.
- Rinaningsih. (2009). The influence of corporate governance practice towards credit and bond yields. *Journal of Indonesian Economy and Business*. 24 (2): pp. 249-265.

- Sanda, A., Mikailu, S. A., dan Garba, T. (2005). Corporate governance mechanisms and firm financial performance in Nigeria. *African Economic Research Consortium (AERC) Research Paper 149*, AERC: Nairobi.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52: pp.737–783.
- Short, Helen. (1999). Corporate Governance: From Accountability to Enterprise. *Accounting and Business Research*. Vol. 29, No. 4: pp. 337-352.
- Sayidah, Nur. (2007). Pengaruh Kualitas Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*. Vol. 11 No.4. Juni: pp. 1-19.
- Team Corporate Governance BPKP. (2003). *Modul I GCG: Dasar-Dasar Corporate Governance*. Penerbit BPKP.
- Triyono (2012). Corporate Governance Quality, Performance and Firm Value : Evidence from Selected Corporate Governance Perception Index. Working Papers, Presented on Malaysia Indonesia International Convergence in Economics, Accounting and Management (13th MIICEMA), Universitas Sriwijaya.
- Triyono (2013). The Impact Corporate Governance Quality, Institutional Ownership on Firm Value and Risk Taking Behavior, Working Papers, Presented on Malaysia Indonesia International Convergence in Economics, Accounting and Management (14th MIICEMA), Institut Pertanian Bogor.
- Veronica, Sylvia, dan Siddharta Utama. (2005). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management). Artikel yang Dipresentasikan pada *Simposium Nasional Akuntansi 8* Solo tanggal 15 - 16 September 2005
- Veronica, Sylvia, dan Yanivi S Bachtiar.(2004). Good Corporate Governance Information Asymetry and Earnings Management. Artikel yang Dipresentasikan pada *Simposium Nasional Akuntansi 7* Denpasar tanggal 2 -3 Desember 2004
- Wedari, Linda Kusumaning. (2004). Analisis Pengaruh Proporsi Dewan Komisaris dan Keberadaan Komite Audit terhadap Aktivitas Manajemen Laba. Artikel yang Dipresentasikan pada Simposium Nasional Akuntansi 7 Denpasar tanggal 2-3 Desember 2004
- Wilopo, (2004), The Analysis of Relationship of Independent Board of Directors, Audit Committee, Corporate Performance, and Discretionary Accruals. *Ventura* Volume 7 No. 1 April: 73-83
- Zhuang, J. (1999). *Some conceptual issues of corporate governance*. EDRC Briefing Notes Number 13 [Online] Available: [www.adb.org/Documents/Books/Corporate_Governance/ Vol1/chapter2.pdf](http://www.adb.org/Documents/Books/Corporate_Governance/Vol1/chapter2.pdf).