

PENGARUH KUALITAS CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN PUBLIK (Studi Kasus Peringkat 10 Besar CGPI Tahun 2003, 2004, 2005)

Nur Sayidah

Fakultas Ekonomi Universitas Dr. Soetomo Surabaya

E-mail: nur_sayidah@telkom.net

Abstract

The Purpose of this research is to examine the effect between corporate governance implementation quality and corporate performance. The samples of this research is non banking companies which include the top ten of CGPI (Corporate Governance Perception Index) score in 2003, 2004 and 2005. The number of samples are 22 companies. A measure of corporate governance implementation quality is CGPI score by IICG (Indonesian Institute of Corporate Governance). A measure of corporate performance is profit margin (PM), ROA, ROE and ROI. The result of regression analysis shows significantly there are no effect between CGPI score and PM, ROA, ROE and ROI. It means that there are no effect between corporate governance quality implementation and corporate performance. This result consistent with report of Hampel Committee (Short et.al, 1999) but controverse with findings of Klapper dan Love (2002) and Darmawati et. al (2005).

Keywords: corporate governance, corporate performance, PM, ROA, ROE, ROI

PENDAHULUAN

Corporate Governance telah menjadi sebuah isu yang menarik sejak dekade terakhir. Organisasi dunia seperti Bank Dunia dan The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) berpartisipasi dalam mengembangkan konsep-konsep Corporate Governance. Krisis yang terjadi di Indonesia juga tidak terlepas dari keberadaan isu *corporate governance*. Sebenarnya pemerintah telah mencanangkan *good corporate governance (GCG)* sejak lebih dari 5 tahun yang lalu. Bahkan di awal tahun 2003, 10 Badan Usaha Milik Negara yang menjadi proyek percontohan penerapan GCG telah memaklumkan komitmen bersama untuk menerapkan prinsip-prinsip GCG. Tetapi hasilnya proses bisnis yang kini sedang berlangsung masih sama dengan

sebelum pencanangan penerapan GCG (Swasembada, 2005).

Soesastro (2002) seperti dikutip dari Rusdiyanto (2002) dengan tegas mengatakan bahwa sebenarnya di Indonesia saat ini sudah tidak ada pemerintahan lagi. Kondisi sekarang ini akibat ketidakjelasan dan ketiadaan *vision, leadership, government, sense of urgency* dan *reform*. Untuk menciptakan GCG tampaknya harus dilakukan melalui suatu proses transformasi internal organisasi yang menfokuskan pergeseran secara fundamental pada *people management*, nilai-nilai, pola kerja, budaya organisasi dan pola pikir (*mind set*). Persaingan yang tajam, perubahan teknologi yang cepat, perubahan lingkungan yang radikal terjadi hampir pada semua aspek kehidupan organisasi dan masyarakat.

Seperti didefinisikan oleh OECD, *corporate governance* adalah suatu gabungan antara hukum, peraturan dan praktek-praktek sektor privat yang cocok, yang memungkinkan perusahaan untuk menarik modal dan sumberdaya manusia, beroperasi secara efisien, sehingga dapat menjaga kelangsungan operasional dengan menghasilkan nilai ekonomis jangka panjang untuk pemegang sahamnya dan masyarakat secara keseluruhan (Tim BPKP, 2003). Mekanisme kunci dari kerangka *corporate governance* meliputi struktur dewan direksi, kompensasi direksi dan kepemilikan manajerial, pemegang saham institusional, auditor, informasi akuntansi dan auditing serta pasar untuk pengendalian perusahaan (Short dkk, 1999). Beberapa perusahaan yang sukses menerapkan GCG merasakan manfaat yang besar. Bumiputera berhasil mencapai penjualan di atas pasar, peningkatan profit, mempermudah *relationship* dan menjaga kepercayaan *stakeholder*. Unilever menjadi perusahaan yang mempunyai integritas yang dipercaya *stakeholder*, karyawan yang profesional, kinerja keuangan yang cemerlang dan stabilitas harga saham yang memuaskan (Swasembada, 2005).

Ada beberapa studi yang meneliti tentang *corporate governance*. Forker (1992) meneliti hubungan antara struktur *governance* dan tingkat pengendalian intern yang dilakukan diatas penggajian manajerial seperti direfleksikan oleh kualitas pengungkapan opsi saham dalam laporan keuangan. Hasil pengamatan Drucker (1996) di beberapa negara berkembang menunjukkan bahwa kegagalan yang dilakukan manajer lebih banyak disebabkan karena para manajer tidak bertindak, berpikir dan memahami manajemen sebagaimana mestinya. Senge (1999) menjelaskan bahwa kapabilitas organisasi ke depan harus mampu berkiprah sebagai *learning organization* yang tidak saja melakukan inovasi dalam keluaran tapi juga inovasi dalam

sumberdaya sehingga di butuhkan sebagai proses yang berkesinambungan dalam pen-dayagunaan kreativitas individu dan transformasi kreativitas individu. Anderson dkk. (2000) mengamati apakah struktur *corporate governance* berbeda antara perusahaan-perusahaan yang fokus dan terdiversifikasi dan apakah perbedaan-perbedaan dalam *corporate governance* dihubungkan dengan nilai kerugian dari diversifikasi

Di Indonesia ada sebuah lembaga swadaya yang setiap tahun melakukan pemeringkatan praktek GCG untuk perusahaan publik, yaitu The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG). Pemeringkatan yang dilakukan berdasarkan survei terhadap praktik CGC yang menghasilkan skor Corporate Governance Perception Index (CGPI). Pada tahun 2003 perusahaan publik yang bersedia dinilai praktik GCGnya oleh IICG berjumlah 31 dari 332 perusahaan yang terdaftar di BEJ atau sekitar 9,3% (Swa sembada, 2004). Sementara pada tahun 2004 perusahaan publik yang bersedia dinilai praktek GCGnya hanya berjumlah 22 dari 334 perusahaan atau hanya sekitar 6,6%. Ada penurunan sebanyak 3,3% (Swa sembada, 2005). Tahun 2005 mengalami sedikit kenaikan menjadi 26 perusahaan. Hasil pemeringkatannya diumumkan pada tanggal 11 Desember 2006 (Swa sembada, 2006). Rendahnya partisipasi ini cukup memprihatinkan dan memberi kesan adanya keengganan perusahaan publik untuk secara terbuka dinilai praktik GCGnya. Padahal emiten-emiten tersebut adalah pengelola dana masyarakat.

Penelitian tentang *corporate governance* menunjukkan bahwa investor mempunyai preferensi untuk menghindari perusahaan-perusahaan dengan *corporate governance* yang buruk (McKinsey dan Co, 2002). *Corporate governance* mempunyai pengaruh terhadap kinerja operasi perusahaan (Darmawati dkk, 2005) dan return saham (Suranta dan Midiastuti, 2005) serta

berkorelasi dengan nilai perusahaan (Klapper dan Love, 2002). Penelitian ini berusaha memberikan bukti lagi mengenai pengaruh kualitas corporate governance dengan kinerja perusahaan dengan sampel perusahaan-perusahaan non perbankan yang masuk peringkat 10 besar skor GCG yang diproksi dengan Corporate Governance Perception Index (CGPI) untuk tahun 2003, 2004 dan 2005.

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS Hakikat Corporate Governance

Hakikat *corporate governance* dapat ditelusuri melalui dua sisi, yaitu dimensi teoritis-akademis dan praktik-historis (Tim BPKP, 2003). Berdasarkan dimensi teoritis-akademis CG muncul dari konsep awal adanya pemisahan antara *financial provider* (pemegang saham) dan manajemen. Konsep ini melahirkan teori keagenan seperti yang dikemukakan oleh Jensen and Meckling (1976). Masalah keagenan timbul karena perbedaan kepentingan dan asimetri informasi antara pemegang saham dan manajemen serta pihak-pihak lain yang berkepentingan, serta ketidakmampuan menulis kontrak yang lengkap untuk seluruh agen/kelompok (Hart, 1995). Asimetri informasi menciptakan masalah bahaya moral (*moral hazard*) ketika manager mempunyai insentif untuk mengejar kepentingannya sendiri atas biaya pemegang saham. Asimetri informasi juga menciptakan masalah *adverse selection* ketika investor tidak dapat melihat nilai ekonomi perusahaan yang benar. Informasi tidak sempurna mengenai kualitas manajemen dan nilai ekonomi perusahaan menghasilkan risiko keagenan lebih besar yang dibebankan pada pemegang saham. Investor rasional meminta premium karena menanggung risiko keagenan, yang secara efektif meningkatkan biaya modal perusahaan (Asbahbaugh, 2004).

Terminologi *corporate governance* muncul sebagai alat, mekanisme dan struktur yang dipakai untuk mengecek perilaku managerial yang *self-serving*/menguntungkan diri sendiri (John dan Senbet, 1998), membatasi perilaku *opportunistic* manager, memperbaiki kualitas informasi perusahaan (Asbahbaugh, 2004) dan menata hubungan antara semua pihak agar kepentingannya dapat terakomodasi secara seimbang. (Tim BPKP, 2005). Interaksi kepentingan yang tertata dalam suatu perusahaan juga memerlukan niat, kepercayaan, integritas upaya yang sungguh-sungguh dan kemauan dari seluruh penyelenggara perusahaan Tujuan mengecek perilaku *self-serving* adalah untuk meningkatkan efisiensi operasional perusahaan. Alat yang digunakan untuk mengurangi perilaku *self-serving* dan memperbaiki akuntabilitas tidak dapat efisien, jika alat tersebut menghambat perbaikan kinerja perusahaan.

Berdasarkan dimensi praktis-historis, berbagai peristiwa yang dialami dunia bisnis baik di luar negeri maupun di dalam negeri telah mendorong praktik *corporate governance* yang baik. Peristiwa tersebut adalah *stock market crash* pada tahun 1929 di Amerika Serikat, krisis keuangan Saving dan Loan, skandal Bank of Credit and Commerce International, demokratisasi di berbagai negara dan krisis di Asia pada awal tahun 1997.

Keberhasilan dari praktik *corporate governance* perusahaan publik tidak terlepas dari adanya sebuah peraturan. Ada tiga tantangan fundamental yang saat ini dihadapi oleh pembuat peraturan publik (Coglianese dkk., 2004). Pertama adalah siapa yang seharusnya membuat peraturan, pemerintah atau self-regulation seperti NYSE, NASD atau BEJ. Tantangan kedua adalah bagaimana mengaturnya. Pembuat peraturan menghadapi dua pilihan yaitu membuat prinsip atau peraturan *corporate governance*. Tantangan ketiga adalah bagaimana

caranya agar prinsip atau peraturan tersebut dilaksanakan. Semua pilihan ada kelebihan dan kekurangannya. Analisis yang lebih mendalam perlu dilakukan untuk memilih berbagai alternatif tersebut agar penerapan *corporate governance* dapat mencapai tujuannya. Apalagi di Indonesia terbukti penerapannya secara signifikan tidak mengurangi manipulasi laba yang dilakukan oleh manajemen (Sulistiyanto dan Nugraheni, 2002). Sampel yang diambil sebanyak 24 perusahaan non lembaga yang masuk dalam daftar *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) dan mempunyai laporan keuangan lengkap untuk periode 1999-2000.

Corporate Governance dan Good Corporate Governance

Selain OECD dan The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) beberapa organisasi baik nasional maupun internasional telah berusaha mengembangkan konsep *corporate governance*. Organisasi-organisasi tersebut antara lain Bank Dunia, Malaysian High Level Committee on Corporate Governance, The Forum for corporate governance in Indonesia (FCGI) dan Tim *Corporate Governance* BPKP. IICG mendefinisikan *corporate governance* sebagai proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* yang lain. Sembilan dimensi *corporate governance* yang menjadi acuan penilaian yang dilakukan oleh IICG meliputi komitmen terhadap tata kelola perusahaan, tata kelola dewan komisaris, komite-komite fungsional, dewan direksi, transparansi, perlakuan terhadap pemegang saham, peran pihak berkepentingan lainnya, integritas dan independensi (Swa Sembada, 2005).

Berdasarkan argumen yang dikembangkan oleh Keasey dan Wright (1993)

corporate governance dipandang 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, struktur, mekanisme dan proses *governance* yang memotivasi perilaku manajerial untuk meningkatkan kemakmuran bisnis dan perusahaan. Kedua perspektif tersebut perlu dipertimbangkan ketika ada usaha untuk menciptakan struktur dan prosedur *governance* yang mengarah ke perbaikan kinerja. Kerangka *corporate governance* yang efektif harus melibatkan seperangkat aktivitas multi-*faceted* yang 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 meningkatkan probabilitas bahwa manager berinvestasi dalam proyek-proyek yang mempunyai net present value positif. Perusahaan yang *better-governed* mempunyai kinerja operasional yang lebih baik (Brown dan Caylor, 2004).

Good corporate governance (GCG) merupakan praktek terbaik yang biasa dilakukan oleh suatu perusahaan yang berhasil yang mengacu pada bauran antara alat, mekanisme dan struktur yang menyediakan kontrol dan akuntabilitas yang dapat meningkatkan *economic enterprises* dan kinerja perusahaan (Tim BPKP, 2003) serta mendorong perusahaan melakukan penciptaan nilai yang diproksi dengan kinerja masa depan (Kelley dkk). Praktek terbaik ini mencakup praktik bisnis, aturan main, struktur proses dan prinsip yang dimiliki. GCG merupakan syarat bagi perusahaan untuk mendapatkan kepercayaan bagi investor di pasar modal. Perusahaan dengan *corporate governance* yang baik akan dapat meningkatkan nilai perusahaan bagi pemegang saham. Hal ini karena visi, misi dan

strategi perusahaan dinyatakan secara jelas, nilai-nilai perusahaan serta kode etik disusun untuk memastikan adanya kepatuhan seluruh jajaran perusahaan, terdapat kebijakan untuk menghindari benturan kepentingan dan transaksi dengan pihak ketiga yang tidak tepat, risiko perusahaan dikelola dengan baik dan terdapat sistem pengendalian dan monitoring yang baik (PriceWaterhouseCoopers, 2000). Penerapan GCG di PT. Adhi Karya membuktikan hal tersebut. Dalam periode satu tahun pencatatan di bursa, kekayaan pemegang sahamnya naik sampai 613%. Angka ini jauh lebih tinggi daripada pencapaian return yang didapat dari pasar secara keseluruhan. Secara rata-rata saham-saham di Bursa Efek Jakarta membukukan return sebesar 56% (Siauw Hong, 2005).

Corporate Governance, Kinerja Perusahaan dan Return Saham

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. Laporan pendahuluan dari komite Hampel (1997) Seperti dikutip oleh Short dkk (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.

McKinsey & Co tahun 2002 melakukan survei yang hasilnya menunjukkan bahwa para investor cenderung menghindari perusahaan-perusahaan dengan predikat buruk dalam CG. Perhatian yang diberikan investor terhadap GCG sama besarnya dengan perhatian terhadap kinerja keuangan perusahaan. Para investor yakin bahwa perusahaan yang menerapkan praktek GCG telah berupaya meminimalkan risiko ke-

putusan yang salah tau yang menguntungkan diri sendiri, sehingga meningkatkan kinerja perusahaan yang pada akhirnya memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu tujuan CG bukan hanya diterapkannya praktek-praktek GCG tetapi juga meningkatkan nilai perusahaan. (Tim BPKP, 2003).

Di Amerika selama kurun waktu 10 tahun telah terjadi pergeseran kepemilikan saham dari pemegang saham individual ke pemegang saham institusional. Tahun 1990 pemegang saham individual sebesar 50% lebih yaitu 50,7%. Kemudian berturut-turut berkurang sampai menjadi 38,3% pada tahun 2000 yang berarti pemegang saham institusional mencapai 51,7%. Hasil survei 300 perusahaan di AS yang membandingkan kinerja dengan rating CG yang digunakan oleh Calpers (grade A-F) menemukan 63 perusahaan dengan rating CG tertinggi (grade A) memiliki return lebih tinggi 700 basis poin dibandingkan dengan 44 perusahaan dengan grade C.

Klapper dan Love (2002) menguji hubungan antara *corporate governance* dengan proteksi investor dan kinerja perusahaan di pasar modal sedang berkembang. Mereka menggunakan dua ukuran kinerja yaitu Tobin's-Q sebagai ukuran penilaian pasar terhadap perusahaan dan return on assets (ROA) sebagai ukuran kinerja operasional. 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. Hasil ini konsisten dengan temuan Gompers dkk (2001) yang menemukan bahwa di Amerika Serikat perusahaan dengan *corporate governance* yang lebih lemah secara relatif mempunyai laba yang lebih rendah. Temuan ini konsisten dengan hasil survei McKinsey & Co (2002) yang menunjukkan

bahwa para investor cenderung menghindari perusahaan-perusahaan dengan predikat corporate governance yang buruk. Perhatian yang diberikan investor terhadap GCG sama besarnya dengan perhatian terhadap kinerja keuangan perusahaan. Para investor yakin bahwa perusahaan yang menerapkan praktek GCG telah berupaya meminimalkan risiko keputusan yang salah atau yang menguntungkan diri sendiri, sehingga meningkatkan kinerja perusahaan yang pada akhirnya memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu tujuan *corporate governance* bukan hanya diterapkannya praktek-praktek GCG tetapi juga meningkatkan nilai perusahaan. (Tim BPKP, 2003).

Brown dan Caylor (2004) menghubungkan Gov-Score dengan kinerja operasional, penilaian perusahaan dan pembayaran kepada pemegang saham. Gov-Score adalah ukuran corporate governance yang didasarkan pada 51 faktor yang disediakan oleh Institutional Investor Services (IIS) yang mencakup 8 kategori: audit, dewan direksi, *charter/bylaws*, pendidikan direksi, kompensasi eksekutif dan direksi, kepemilikan, *progressive practices* dan *state of incorporation*. Hasilnya menunjukkan perusahaan dengan *governance* yang lebih baik secara relatif lebih menguntungkan, bernilai dan lebih banyak melakukan pembayaran kas ke pemegang saham. *Good-governance* yang diukur dengan menggunakan kategori kompensasi eksekutif dan direksi mempunyai hubungan yang paling tinggi dengan kinerja yang bagus.

Black dkk. (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. Nilai pasar perusahaan diproksi dengan Tobin's Q. Perusahaan yang mempunyai

direktur outsider 50% mempunyai nilai Tobin's Q yang lebih tinggi. Temuan ini menunjukkan bahwa direktur *outsider* mempunyai nilai di negara yang sedang berkembang, sekalipun syarat direktur outsider tersebut dipaksakan dengan hukum, daripada sebuah pilihan yang sukarela.

Suranta dan Midiastuti (2005) menguji pengaruh dari interaksi mekanisme corporate governance dan earning (sebagai proksi kualitas laporan keuangan) terhadap return saham. Ekspektasi dari penelitian ini adalah bahwa penerapan beberapa mekanisme corporate governance dapat mempengaruhi kualitas laporan keuangan sehingga berdampak pada peningkatan kepercayaan investor yang tercermin dalam harga saham/return saham. Return saham yang digunakan adalah return saham tahunan dari hasil perbandingan antara harga saham tahun sekarang dengan harga saham tahun sebelumnya dibagi dengan harga saham tahun sebelumnya. Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi dari earning dengan beberapa mekanisme corporate governance (komite audit, ukuran dewan direksi dan kepemilikan institusional) dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan. Persentase komisaris independen yang terkecil mempengaruhi kualitas laporan keuangan. Peningkatan kualitas laporan keuangan direspon secara positif oleh investor yang direfleksikan dalam return saham.

Tetapi ketentuan yang mana diantara beberapa ketentuan yang dipunyai perusahaan dan pengamat outside ikuti yang memainkan peran penting dalam hubungan antara *corporate governance* dan nilai pemegang saham? Analisis yang mencoba mengidentifikasi keadaan tersebut seharusnya tidak melihat ketentuan secara terisolasi tanpa mengontrol ketentuan *corporate governance* lain yang mungkin mempengaruhi nilai pemegang saham. Dengan melihat pada keseluruhan ketentuan secara bersama-sama Cohen dan Farrel (2005)

meneliti ketentuan yang mana, diantara seperangkat 24 ketentuan *governance* yang diikuti oleh *Investor Responsibility Research Center* (IRRC) yang berkorelasi dengan nilai perusahaan dan return saham. Berdasarkan analisis ini ditemukan ada 6 ketentuan yang mempunyai peran substansial terhadap korelasi antara provisi/ketentuan IRRC dan nilai pemegang saham. Empat dari ketentuan ini merupakan batasan konstitusional dalam kekuatan pemungutan suara pemegang saham. Keempat ketentuan ini meliputi *staggered boards* (pengaturan dewan direksi secara bergiliran), batasan terhadap amandemen undang-undang oleh pemegang saham, syarat-syarat supermayoritas untuk merger dan syarat-syarat supermayoritas untuk amandemen anggaran dasar (charter). Dua ketentuan yang lain adalah *takeover readiness* yaitu dewan direksi siap untuk *hostile takeover*. Berdasarkan 6 ketentuan tersebut dibuatlah *entrenchment index*. Hasilnya menunjukkan bahwa meningkatnya tingkat indeks secara monotonik berhubungan dengan pengurangan signifikan dalam penilaian perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Perusahaan dengan tingkat indeks yang lebih tinggi berhubungan dengan abnormal return negatif yang besar selama periode 1990-2003. Ketentuan *Entrenchment Index* secara penuh mendorong korelasi, seperti studi sebelumnya yang menemukan bahwa ketentuan IRRC dalam agregat mengurangi nilai perusahaan dan return saham selama periode 1990-an.

Harford (2005) menemukan bahwa perusahaan dengan hak pemegang saham lemah yang lebih lemah mempunyai cadangan kas yang lebih kecil. Hasil ini memberikan dua penjelasan: pertama, ada keseimbangan hasil dari dimana pemegang saham dengan hak yang kuat mengizinkan perusahaannya menahan cadangan kas yang tinggi; kedua, perusahaan dengan hak pemegang saham rendah mengeluarkan kas daripada menahannya.

Perusahaan dengan hak pemegang saham yang kuat percaya lebih banyak pada ekuitas untuk memenuhi kebutuhan pembiayaannya. Perusahaan dengan hak pemegang saham yang lemah percaya lebih banyak pada hutang. Dengan merefleksikan hasil kumulatif atas efek mekanisme *governance* dalam pembiayaan incremental, ditemukan bahwa perusahaan dengan hak pemegang saham yang kuat mempunyai rasio leverage yang lebih rendah. Hasil ini menentang adanya bukti bahwa *governance* yang buruk berhubungan dengan leverage yang lebih kecil (Litov, 2005).

Darnawati dkk. (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. Sampel yang diambil sebanyak 53 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001 dan 2002, yang masuk dalam pemeringkatan penerapan *corporate governance* yang dilakukan oleh IICG. Penelitian ini memberikan bukti tambahan terhadap penelitian Gompers dkk (2003) yang menemukan ada hubungan positif antara indeks *corporate governance* dengan kinerja perusahaan jangka panjang.

Berdasarkan uraian di atas maka, peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:
H_A : ada pengaruh Skor CGPI terhadap kinerja perusahaan

METODE PENELITIAN

Sampel

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non perbankan yang masuk peringkat 10 besar skor CGPI yang diberikan oleh IICG untuk

tahun 2003, 2004 dan 2005. Peringkat 10 besar skor CGPI tahun 2003 terdiri dari 3 perusahaan perbankan dan 7 perusahaan non perbankan. Peringkat 10 besar skor CGPI tahun 2004 terdiri dari 5 perusahaan perbankan dan 5 perusahaan non perbankan. Untuk tahun 2005, peringkat 10 besar skor CGPI sudah diklasifikasikan masing-masing menjadi kelompok perbankan dan non perbankan. Jadi sampel dalam penelitian ini sebanyak 22 perusahaan non perbankan yang terdiri dari 7 perusahaan yang masuk peringkat 10 besar CGPI tahun 2003, 5 perusahaan yang masuk peringkat 10 besar CGPI tahun 2004 dan 10 perusahaan yang masuk peringkat 10 besar CGPI tahun 2005.

Variabel penelitian dan definisi operasional

1. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang digunakan adalah kinerja operasional yang diproksikan oleh Profit Margin (PM), ROA, ROE, ROI.
2. Variable independen dalam penelitian ini adalah kualitas corporate governance. Kualitas corporate governance diproksikan oleh skor CGPI (Corporate Governance Perception Index) yang dikembangkan oleh IICG. Skala skor CGPI yang digunakan adalah 0-100.
3. Variabel kontrol yang digunakan adalah LogBM, LogTA, LogYears seperti dalam penelitian Brown dan Caylor (2004). Penghitungan BM (Book to Market) adalah sebagai berikut:

$$B/M = \text{Book/Market} = \frac{\text{Nilai Buku Ekuitas/Kapitalisasi Pasar}}{\text{Nilai Buku Ekuitas per Lembar Saham/Harga Saham per Lembar}}$$

Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data terdiri dari skor CGPI untuk peringkat 10 besar perusahaan publik kecuali perbankan dan lembaga keuangan untuk tahun 2003, 2004 dan 2005 yang diambil dari majalah Swa sembeda. Harga saham, Neraca dan Laporan Laba Rugi diambil dari Pusat Referensi Pasar Modal Jawa Timur. Pengumpulan data dilakukan dengan teknik dokumentasi.

Teknik Analisis Data

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

$$\text{Kinerja perusahaan} = a + b_1\text{CGPI} + b_2\text{Log BM} + b_3\text{LogTA} + b_4\text{Log Years}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sampel Penelitian.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non perbankan masuk peringkat 10 besar skor CGPI yang diberikan oleh IICG untuk tahun 2003, 2004 dan 2005. Hasilnya diperoleh 22 perusahaan publik yang terdiri dari 7 (tujuh) perusahaan yang masuk 10 besar peringkat GCG tahun 2003, 5 (lima) perusahaan yang masuk 10 besar peringkat GCG tahun 2004, dan 10 (sepuluh) perusahaan yang masuk 10 besar peringkat GCG tahun 2005.

Statistik Deskriptif

Tabel 1 berikut adalah statistik deskriptif dari data yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 1: Statistik Deskriptif Data Penelitian

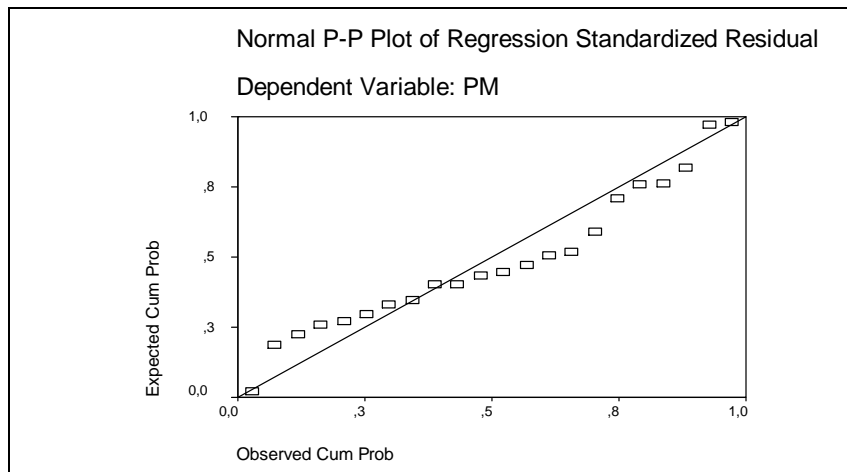
Variabel	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PM	,2941	-,0380	,2561	,123292	,0604767
ROA	,3930	-,0134	,3796	,117502	,0836254
ROE	64,63	-2,75	61,88	24,8614	14,83179
ROI	39,30	-1,34	37,96	11,5559	8,25008
CGPI	19,94	67,46	87,40	77,9936	5,30866
LOGTA	2,0370	5,7566	7,7936	6,764582	,5946988
LOGBM	1,2226	-1,1200	,1027	-,386425	,2902643
LOGYEARS	,8159	1,0414	1,8573	1,511772	,1915426

Hasil Pengujian Asumsi Klasik
Pengujian Normalitas Data

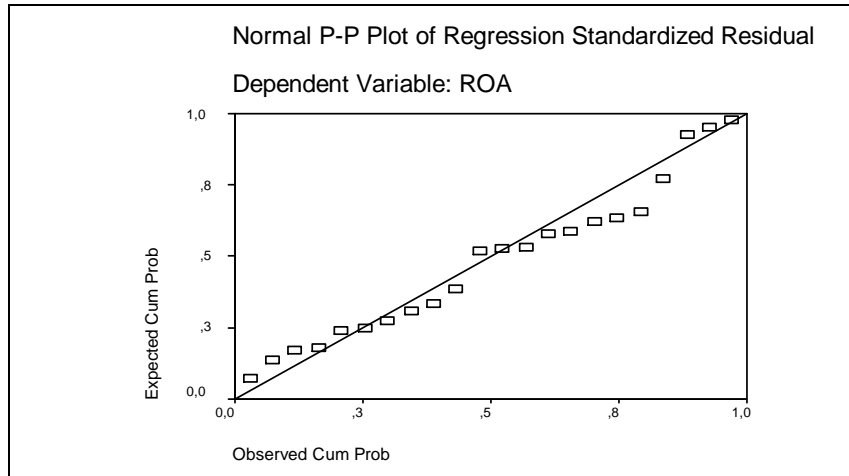
Salah satu cara yang dapat digunakan untuk mengetahui normalitas distribusi data adalah dengan teknik grafik (plot) yaitu melihat nilai residual pada model regresi yang akan diuji. Jika sampel berasal dari sebuah populasi yang normal, titik-titik dalam plot akan jatuh di sekitar garis lurus. Jika sampel berasal dari sebuah populasi

yang tidak normal, plot akan terlihat seperti kurva (Dielman, 1991). Gambar 1a, 1b, 1c dan 1d menunjukkan hasil pengujian normalitas data.

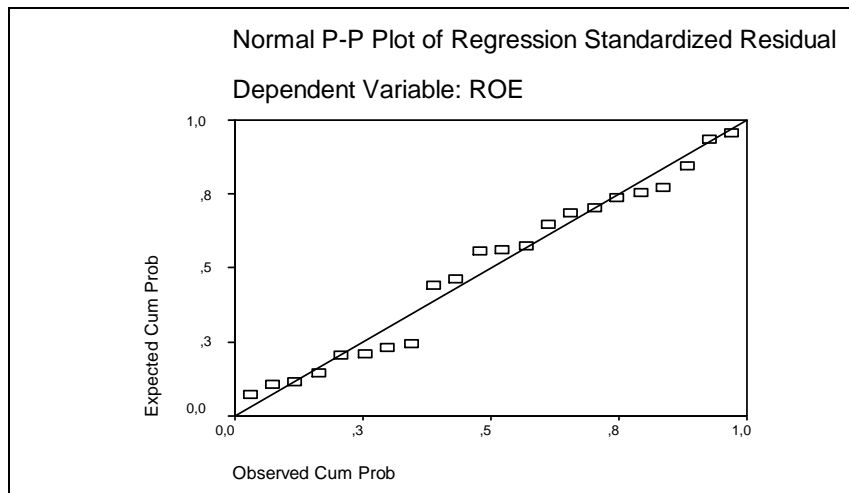
Seluruh gambar tersebut menunjukkan bahwa titik-titik dalam plot jatuh di sekitar garis lurus. Tidak ada data yang menyimpang secara ekstrim. Jadi dapat disimpulkan bahwa semua data dalam penelitian ini adalah berdistribusi normal.



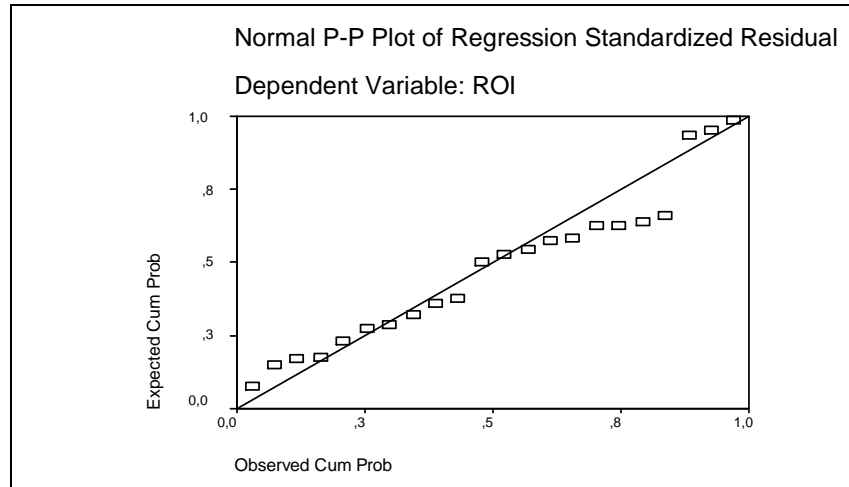
Gambar 1a: Hasil Pengujian Normalitas Data (Variabel dependen PM)



Gambar 1b: Hasil Pengujian Normalitas Data (Variabel dependen ROA)



Gambar 1c: Hasil Pengujian Normalitas Data (Variabel dependen ROE)



Gambar 1d: Hasil Pengujian Normalitas Data (Variabel Dependen ROI)

Pengujian Autokorelasi

Autokorelasi terjadi jika pengganggu, e berkorelasi dari waktu ke waktu. Terjadinya korelasi karena sebuah kejadian dalam satu periode waktu mungkin mempengaruhi satu kejadian di periode waktu berikutnya. Salah satu pengujian autokorelasi yang terkenal dan secara luas digunakan adalah uji Durbin-Watson (d). Hasil pengujian Durbin-Watson dengan tingkat kepercayaan 95% (tingkat signifikansi 5%) disajikan pada Tabel 2.

Pengujian Multikolinieritas

Multikolinieritas terjadi jika variabel eksplanatori/variabel bebas secara kuat berkorelasi satu sama lain. Multikolinieritas dapat diuji dengan menghitung korelasi berpasangan antar variabel bebas. Jika korelasi antar variabel bebas lebih besar dari 0,5 menunjukkan adanya multikolinieritas. Hasil pengujian multikolinieritas dengan menghitung korelasi Pearson berpasangan antar variabel bebas disajikan pada Tabel 3.

Tabel 2: Hasil Pengujian Autokorelasi

Variabel Dependen	d	d_u	Kesimpulan
PM	2,044	1,80	$d > d_u$: tidak terjadi autokorelasi
ROA	2,166	1,80	$d > d_u$: tidak terjadi autokorelasi
ROE	1,819	1,80	$d > d_u$: tidak terjadi autokorelasi
ROI	2,222	1,80	$d > d_u$: tidak terjadi autokorelasi

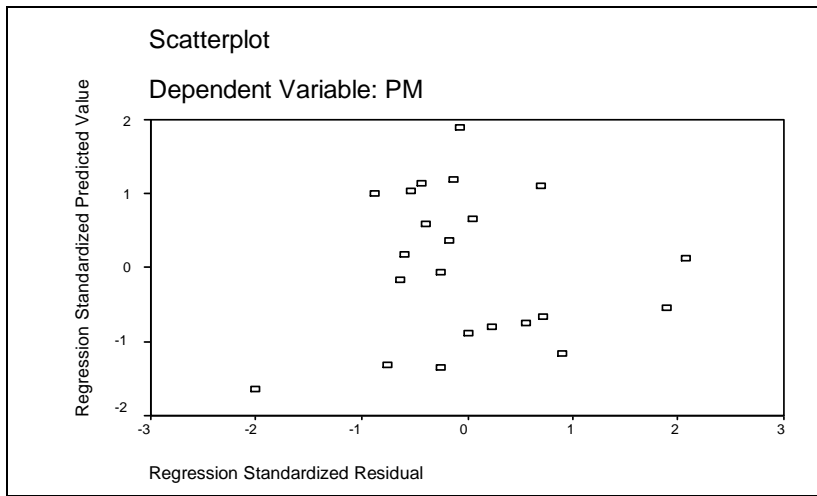
Tabel 3: Hasil Pengujian Multikolinieritas dengan Koefisien Korelasi Pearson

Korelasi Berpasangan	Koefisien Korelasi	Kesimpulan
CGPI - Log TA	0,295	Tidak ada multikolinieritas
CGPI - Log BM	-0,224	Tidak ada multikolinieritas
CGPI - Log Years	-0,048	Tidak ada multikolinieritas
Log TA - Log BM	-0,163	Tidak ada multikolinieritas
Log TA - Log Years	0,079	Tidak ada multikolinieritas
Log BM - Log Years	-0,204	Tidak ada multikolinieritas

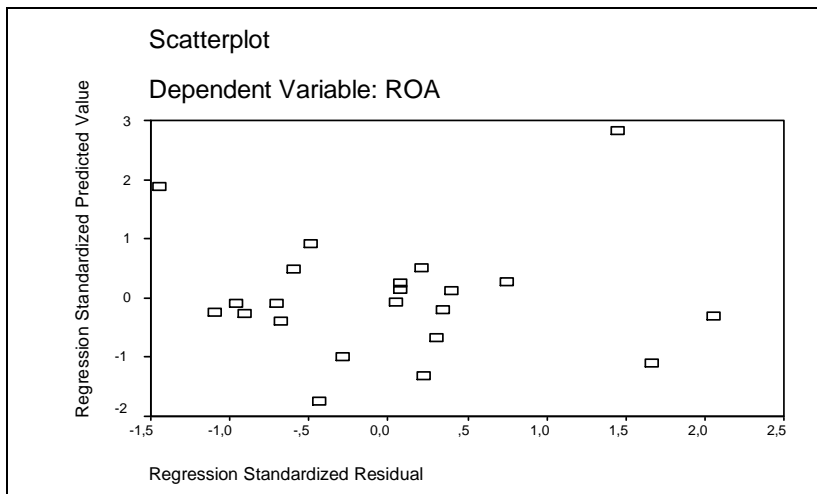
Hasil Pengujian Heterokedastisitas

Asumsi dari regresi linier menyatakan bahwa pengganggu, e_i dalam persamaan regresi populasi mempunyai varians (σ_i^2) yang konstan. Dalam sebuah plot residual, nilai residual seharusnya terlihat tersebar secara random, tanpa adanya pola yang sis-

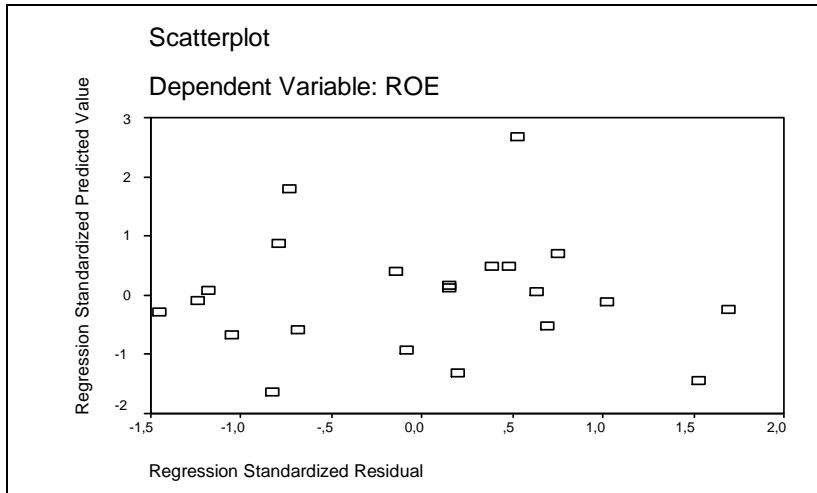
tematik. Jika varians tidak konstan, dalam sebuah plot residual, nilai residual akan terlihat membentuk pola yang sistematis. Kejadian ini menunjukkan adanya heterokedastisitas. Gambar 2a, 2b, 2c dan 2d berikut ini menunjukkan hasil pengujian heterokedastisitas.



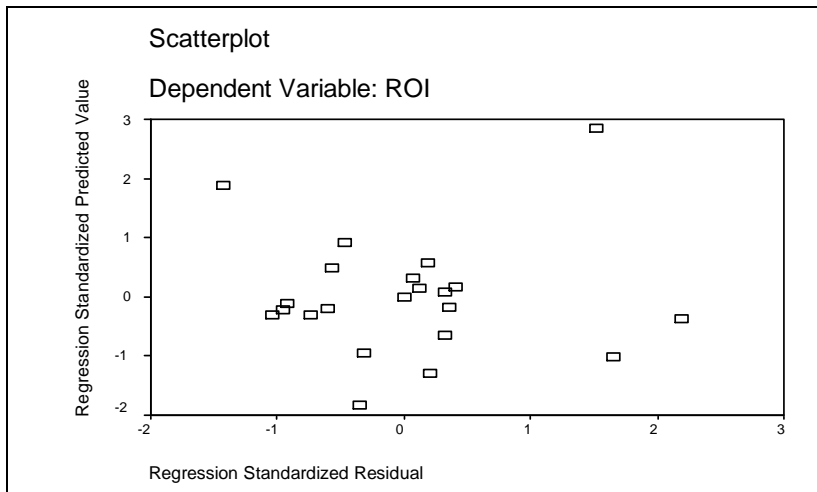
Gambar 2a: Hasil Pengujian Heterokedastisitas (Variabel dependen PM)



Gambar 2b: Hasil Pengujian Heterokedastisitas (Variabel dependen ROA)



Gambar 1c: Hasil Pengujian Heterokedastisitas (Variabel dependen ROE)



Gambar 1d: Hasil Pengujian Heterokedastisitas (Variabel dependen ROI)

Berdasarkan gambar di atas terlihat bahwa plot residual untuk masing-masing persamaan tidak ada yang menunjukkan pola yang sistematis. Semuanya tersebar secara random. Jadi semua persamaan regresi yang dipergunakan dalam penelitian ini, tidak ada yang mengandung heterokedastisitas.

Pengujian Hipotesis

Pengujian Hipotesis untuk Variabel Dependen PM

Uji regresi dengan variabel dependen PM dan variabel independen CGPI, LogYears, LogBM dan LogTA menunjukkan secara statistik tidak signifikan pada tingkat 5%. Model regresi ini mempunyai tingkat signifikansi yang tinggi yaitu 0,662 / 62,6%, jauh di atas 5%. Artinya keempat

variabel independen tersebut secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap profit margin. Hasil ini didukung dengan kecilnya R^2 , yaitu hanya sebesar 0,125. Artinya variasi perubahan profit margin yang mampu dijelaskan oleh keempat variabel independen hanya sebesar 12,5%. Sisanya sebesar 87,5% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Hasil uji-t seperti terlihat pada tabel 4 juga menunjukkan bahwa secara parsial masing-masing variabel independen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap profit margin, karena tingkat signifikannya di atas batas yang dapat diterima, yaitu 5%. Jadi hipotesis 1 yang menyatakan ada pengaruh yang signifikan antara CGPI dengan PM ditolak.

Pengujian Hipotesis untuk Variabel Dependen ROA

Uji regresi menunjukkan bahwa model regresi dengan variabel dependen ROA dan variabel independen CGPI, LogYears, LogBM dan LogTA secara statistik signifikan pada tingkat 0,009/0,9%. Model regresi ini mempunyai tingkat signifikansi yang rendah atau berarti tingkat

kepercayaan yang tinggi yaitu 91,9%. Artinya pada tingkat signifikansi 5% keempat variabel independen tersebut secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap ROA. Hasil ini didukung dengan nilai R^2 , yaitu sebesar 0,532. Artinya variasi perubahan ROA yang mampu dijelaskan oleh keempat variabel independen hanya sebesar 53,2%. Sisanya sebesar 46,8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Kemampuan menjelaskan variabel independen yang dimasukkan dalam model atas perubahan variasi ROA lebih besar dari variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Hasil uji-t seperti terlihat pada Tabel 5 menunjukkan bahwa secara parsial masing-masing variabel independen, kecuali LogBM tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROA, karena tingkat signifikannya di atas batas yang dapat diterima, yaitu 5%. LogBM mempunyai tingkat signifikansi 0,7%. Signifikansinya pengaruh keempat variabel independen tersebut terhadap ROA, karena kontribusi pengaruh variabel LogBM. Jadi Hipotesis 2 yang menyatakan bahwa ada pengaruh yang signifikan antara CGPI dengan ROA ditolak.

Tabel 4: Hasil Uji Parsial Untuk Variabel Dependen PM

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-9,53E-02	,256		-,372	,715
	CGPI	3,643E-04	,003	,032	,133	,896
	LOGTA	1,816E-02	,024	,179	,745	,466
	LOGBM	-4,63E-02	,050	-,222	-,931	,365
	LOGYEARS	3,269E-02	,074	,104	,439	,666

a. Dependent Variable: PM

Tabel 5: Hasil Uji Parsial Untuk Variabel Dependen ROA

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-7,86E-02	,271		-,290	,775
	GCPI	1,950E-03	,003	,124	,674	,509
	LOGTA	-2,96E-02	,026	-,210	-1,145	,268
	LOGYEARS	,120	,079	,274	1,518	,147
	LOGBM	-,163	,053	-,565	-3,093	,007

a. Dependent Variable: ROA

Pengujian Hipotesis untuk Variabel Dependen ROE

Uji regresi menunjukkan bahwa model regresi dengan variabel dependen ROE dan variabel independen GCPI, LogYears, LogBM dan LogTA secara statistik signifikan pada tingkat 0,001/0,1%. Model regresi ini mempunyai tingkat signifikansi yang rendah atau berarti tingkat kepercayaan yang tinggi yaitu 99,9%. Artinya pada tingkat signifikansi 5% keempat variabel independen tersebut secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap ROA. Hasil ini didukung dengan nilai R², yaitu sebesar 0,640. Artinya variasi perubahan ROE yang mampu dijelaskan oleh keempat variabel independen hanya sebesar 64%. Sisanya sebesar 36% dijelaskan oleh varia-

bel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Kemampuan menjelaskan variabel independen yang dimasukkan dalam model atas perubahan variasi ROE lebih besar dari variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Hasil uji-t seperti terlihat pada tabel 6 berikut ini menunjukkan bahwa secara parsial masing-masing variabel independen, kecuali LogBM tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROE, karena tingkat signifikannya di atas batas yang dapat diterima, yaitu 5%. LogBM mempunyai tingkat signifikansi 0%. Signifikansi pengaruh keempat variabel independen tersebut terhadap ROE, karena kontribusi pengaruh variabel LogBM. Hipotesis 3 yang menyatakan bahwa ada pengaruh yang signifikan antara GCPI dengan ROE ditolak.

Tabel 6: Hasil Uji Parsial Untuk Variabel Dependen ROE

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-37,700	40,307		-,935	,363
	GCPI	,397	,430	,142	,924	,368
	LOGTA	-1,210	3,835	-,049	-,315	,756
	LOGYEARS	17,238	11,719	,223	1,471	,160
	LOGBM	-35,428	7,828	-,693	-4,526	,000

a. Dependent Variable: ROE

Pengujian Hipotesis untuk Variabel Dependen ROI

Uji regresi menunjukkan bahwa model regresi dengan variabel dependen ROI dan variabel independen CGPI, LogYears, LogBM dan LogTA secara statistik signifikan pada tingkat 0,016/1,6%. Model regresi ini mempunyai tingkat signifikansi yang rendah atau berarti tingkat kepercayaan yang tinggi yaitu 98,4%. Artinya pada tingkat signifikansi 5% keempat variabel independen tersebut secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap ROI. Hasil ini didukung dengan nilai R², yaitu sebesar 0,494. Artinya variasi perubahan ROE yang mampu dijelaskan oleh keempat variabel independen hanya sebesar 49,4%. Sisanya sebesar 50,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan

dalam model. Kemampuan menjelaskan variabel independen yang dimasukkan dalam model atas perubahan variasi ROI hampir sama dari variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Hasil uji-t seperti terlihat pada Tabel 7 berikut ini menunjukkan bahwa secara parsial masing-masing variabel independen, kecuali LogBM tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROI, karena tingkat signifikannya di atas batas yang dapat diterima, yaitu 5%. LogBM mempunyai tingkat signifikansi 0,06%. Signifikansi pengaruh keempat variabel independen secara bersama-sama tersebut terhadap ROI, karena kontribusi pengaruh variabel LogBM. Hipotesis 4 yang menyatakan bahwa ada pengaruh yang signifikan antara CGPI dengan ROI ditolak.

Tabel 7: Hasil Uji Parsial Untuk Variabel Dependen ROI

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-9,750	26,573		-,367	,718
	GCPI	,159	,284	,102	,561	,582
	LOGTA	-2,419	2,529	-,174	-,957	,352
	LOGYEARS	12,596	7,726	,292	1,630	,121
	LOGBM	-16,084	5,161	-,566	-3,116	,006

a. Dependent Variable: ROI

Pembahasan

Hasil pengujian keempat hipotesis menunjukkan bahwa kualitas corporate governance dan variabel kontrol secara bersama-sama tidak mempengaruhi secara signifikan kinerja perusahaan yang diproksi dengan profit margin. Tetapi ketika kinerja perusahaan diproksi dengan ROA, ROE dan ROI variabel kualitas corporate governance dan variabel kontrol secara bersama-sama mempengaruhi secara signifikan kinerja perusahaan pada tingkat 5%. Uji parsial

menunjukkan bahwa variabel kontrol yang mempengaruhi secara signifikan kinerja perusahaan pada tingkat 5% hanya LogBM ketika kinerja perusahaan diproksi dengan ROA, ROE dan ROI. Kualitas corporate governance tidak mempengaruhi secara signifikan kinerja perusahaan baik yang diproksi dengan profit margin, ROA, ROE maupun ROI.

Hasil penelitian ini konsisten dengan Laporan pendahuluan dari komite Hampel (1997) seperti dikutip oleh Short dkk (1999)

yang 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. 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.

Tetapi hasil ini bertentangan dengan temuan Klapper dan Love (2002) yang menunjukkan hubungan positif yang signifikan antara perilaku *corporate governance* dengan ROA dan temuan Darnawati dkk (2005) yang menunjukkan bahwa *corporate governance* secara statistik signifikan mempengaruhi kinerja operasi perusahaan yang diproksi dengan ROE. Perbedaan temuan penelitian ini dengan temuan Darnawati dkk (2005) mungkin disebabkan karena sampel penelitian yang berbeda. Darnawati menggunakan sampel penelitian semua perusahaan (53 perusahaan) yang masuk dalam pemeringkatan penerapan *corporate governance* tahun 2001 dan 2002, sementara penelitian ini menggunakan sampel perusahaan non perbankan yang masuk dalam peringkat 10 besar skor CGPI tahun 2003, 2004 dan 2005.

SIMPULAN DAN KETERBATASAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kualitas *corporate governance* dengan kinerja perusahaan publik. Kualitas *corporate governance* yang merupakan variabel dependen diproksi dengan skor CGPI (Corporate Governance Perception Index) yang dikeluarkan oleh IICG (Indonesian Institute of Corporate Governance). Kinerja perusahaan yang merupakan variabel dependen diproksi dengan profit margin, ROA, ROE dan ROI. Variabel kontrol yang

digunakan adalah umur perusahaan (LogYears), ukuran perusahaan (LogTA) dan Book to Market (LogBM). Sampel yang digunakan adalah perusahaan non perbankan yang masuk peringkat 10 besar skor CGPI tahun 2003, 2004, 2005. Jumlah sampel sebanyak 22 perusahaan.

Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa tidak ada masalah dalam data penelitian untuk operasionalisasi model regresi. Data terbukti terdistribusi normal, tidak mengandung autokorelasi dan multikolinieritas serta tidak terjadi heteroskedastisitas. Pengujian regresi menunjukkan bahwa kualitas *corporate governance* pada tingkat signifikansi 5% tidak mempengaruhi kinerja perusahaan baik yang diproksi dengan profit margin, ROA, ROE maupun ROI. Hipotesis 1, 2, 3 dan 4 ditolak. Variabel kontrol yang mempengaruhi kinerja perusahaan hanya LogBM. LogBM pada tingkat signifikansi 5% mempengaruhi ROA, ROE dan ROI.

Hasil penelitian ini konsisten dengan laporan pendahuluan dari Komite Hampel (1997) seperti dikutip oleh Short dkk (1999) yang 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. Tetapi hasil ini bertentangan dengan temuan Klapper dan Love (2002) yang menunjukkan hubungan positif yang signifikan antara perilaku *corporate governance* dengan ROA dan temuan Darnawati dkk (2005) yang menunjukkan bahwa *corporate governance* secara statistik signifikan mempengaruhi kinerja operasi perusahaan yang diproksi dengan ROE. Masih kontroversialnya hasil penelitian memerlukan penelitian lebih lanjut yang lebih sempurna.

Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan non perbankan yang masuk peringkat 10 besar skor CGPI yang diumumkan oleh IICG di majalah Swa sembada untuk tahun 2003, 2004, 2005. Peneliti selanjutnya diharapkan dapat mengakses data sampel yang lebih luas. Sampel penelitian dapat mencakup semua perusahaan yang bersedia dinilai praktek GCGnya oleh IICG.
2. Penelitian ini menggunakan sampel penelitian yang kurang representatif karena hanya mencakup perusahaan non perbankan yang skor GCGnya tinggi (kualitas GCGnya bagus). Perusahaan-perusahaan dengan skor GCG yang lebih rendah belum tercakup. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat membedakan pengaruh skor GCG terhadap kinerja perusahaan untuk perusahaan-perusahaan dengan skor GCG tinggi, sedang dan rendah.
3. Penelitian ini belum memasukkan pengaruh jenis industri. Penelitian selanjutnya diharapkan menambah variabel kontrol jenis industri.
4. Proksi kinerja perusahaan dalam penelitian ini hanya menggunakan Profit Margin, ROA, ROE dan ROI. Penelitian selanjutnya diharapkan menambah proksi untuk kinerja perusahaan misalnya return saham.

REFERENSI

- Anderson, Ronald C. dkk. (2000). "Corporate Governance and Firm Diversification". *Financial Management*. Spring, Hal. 5-22.
- Coglianesi, Carry, Thomas J. Healey, Elizabeth K. Keating dan Michael L. Michael. (2004). *The Role of Government in Corporate Govern-*
- ance*.
<http://ssrn.com/abstract=613421>
- Darmawati dkk. (2005). "Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 8, No. 6, Hal. 65-81.
- Forker, John J. (1992). "Corporate Governance and Disclosure Quality", *Accounting and Business Research*. Vol. 22, No. 86, Hal. 111-124.
- Hart, O. (1995). "Corporate Governance: Some Theory and Implication". *Economic Journal*. 105, Hal. 678-689.
- Kim, Woochan, Bernard S. Black dan Hasung Jang. (2005). "Does Corporate Governance Predict Firm's Market Values? Evidence From Korean". *Journal of Law, Economics, and Organization*. Vol. 22, No. 2, Fall 2006
- Klapper, Leora dan Love Inessa. (2002). "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Market". *World Bank Policy Research Working Paper*. April.
- Koh, Phing-Sheng, Stacie K. L., dan Yen, H. Tong. (2006). *Accountability and Value Creation Roles of Corporate Governance*.
<http://ssrn.com/abstract=664184>
- Litov, Lubomir. (2005). "Corporate Governance and Financing Policy: New Evidence". *New York University Working Paper*, Maret.
- Majalah Swa-sembada. (2004). Edisi 04/XX/19 Feb – 3 Maret.
- Majalah Swa-sembada. (2005). Edisi 09/XXI/28 April – 11 Mei.

- Majalah Swa-sembada. (2006). Edisi 26/XXII/11 – 20 Desember
- PriceWaterhouse Coopers. (2000). *Prinsip-prinsip Penerapan Good Corporate Governance di BUMN*. Makalah pelatihan yang disampaikan di PT. Krakatau Steel pada tanggal 7 November.
- Rusdiyanto, J. (2002). “Transformasi Organisasi: Sebuah Pemikiran Untuk “Better Corporate Governance” di Indonesia”. *Konvensi III dan Forum Komunikasi Hasil Penelitian ITS dan Akademi Manajemen Indonesia*, Penerbit Guna Widya, Hal. 106-111.
- Short, Helen dkk. (1999). “Corporate Governance: From Accountability to Enterprise”. *Accounting and Business Research*. Vol. 29, No. 4, Hal. 337-352.
- Siauw Hong. (2005). *Rahasia Sukses Value Creation Adhi Karya*. Jakarta: Ray Indonesia.
- Skaife, Hollis A., Daniel W. Collins dan Ryan Lafond. (2004). *Corporate Governance and Cost of Equity Capital*.
<http://ssrn.com/abstract=639681>
- Sulistyanto, H. Sri dan Linggar Y. Nugraheni. (2002). “Good Corporate Governance: Berhasilkah diterapkan di Indonesia”. *Konvensi III dan Forum Komunikasi Hasil Penelitian ITS dan Akademi Manajemen Indonesia*. Penerbit Guna Widya, Hal. 1-7.
- Suranta, Edy dan P.P. Midiastuti. (2005). “Corporate Governance, Earning dan Return Saham”. *Simposium Riset Ekonomi II*
- Tim Corporate Governance BPKP. (2003). *Modul I GCG: Dasar-Dasar Corporate Governance*. Penerbit BPKP.