

DETERMINAN DAN PERAN KUALITAS *CORPORATE GOVERNANCE* DALAM HUBUNGAN ANTARA STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN 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 determinant and role of the quality of corporate governance on relationship ownership structure, firm characteristic to performance. This research used companies listed on Indonesia Stock Exchange and included Indonesian Most Trusted Companies in 2008-2013 as the samples. The sampling procedure used purposive sampling. The method analysis used multiple regressions. The result showed that the institutional ownership positive affects on the quality of corporate governance and performance, but the managerial ownership negative effect on the quality of corporate governance. This finding suggested that institutional ownership has a greater incentive to monitor management and corporate policies rather than managerial ownership. The variable liquidity, leverage and profitability did not affect the quality of corporate governance. The variable investment opportunities was negative effect on the quality of corporate governance. The variable liquidity, profitability and the size of the company has positive effect on performance and the variable solvency has negative effect on performance. The industrial type variable has negative affect on performance. The variable quality of the corporate has a positive effect on performance, but after tested as a variable moderating all the independent variables have no significant effect to the performance. This finding suggested that the quality of corporate governance was not serve as a moderating variable.

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

1. PENDAHULUAN

Corporate governance merupakan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola bisnis dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan shareholders value (Lastanti, 2005). Laporan Bank Dunia yang diterbitkan bulan Agustus 2004, menyebutkan bahwa praktik corporate governance masih lemah bila dikaitkan dengan prinsip-prinsip corporate governance yang disusun oleh *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD). Durnev dan Kim (2003) memberikan bukti bahwa dari 27 negara-negara Asia, Indonesia memiliki system hukum yang berkaitan dengan proteksi investor masuk kategori rendah.

Penerapan prinsip-prinsip corporate governance yang didukung dengan regulasi yang baik, diharapkan akan mencegah berbagai bentuk ketidakjujuran dalam

penyajian laporan keuangan. Tetapi adanya perbedaan kepentingan antara dewan komisaris dan direksi sebagai agen dalam perusahaan dengan kepentingan pemegang saham dapat menyebabkan terjadinya praktek kecurangan tersebut. Semakin kompleks aktivitas perusahaan maka akan meningkatkan kebutuhan praktek tata kelola usaha yang baik untuk memastikan bahwa manajemen berjalan dengan baik. Dengan memberikan prioritas terhadap perbaikan penerapan Corporate Governance, perusahaan-perusahaan dapat mengarah kepada peningkatan kinerja. Perusahaan yang dikelola dengan baik akan menumbuhkan keyakinan pelanggan dan memperoleh kepercayaan dari pasar. Jika *corporate governance* merupakan faktor yang signifikan pada kondisi krisis, maka *corporate governance* tidak hanya mampu menjelaskan perbedaan kinerja antar negara selama periode krisis, akan tetapi juga

perbedaan kinerja antar perusahaan dalam suatu negara tertentu. Penelitian tentang variasi penerapan *corporate governance* di tingkat perusahaan masih sangat sedikit dilakukan.

Corporate Governance telah menjadi sebuah isu yang menarik untuk dilakukan penelitian. 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), Triyono dan Achyani (2015).

Namun demikian, masalah penelitian *corporate governance* hasilnya masih belum konsisten. Oleh karena itu penelitian ini berusaha meneliti model keterkaitan antara struktur kepemilikan, karakteristik perusahaan, kualitas *corporate governance*, dan dampaknya pada kinerja perusahaan. 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). Tujuan dari penelitian ini adalah menganalisis factor-faktor penentu dan peran kualitas *corporate governance* terhadap hubungan struktur kepemilikan dan karakteristik perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Disamping itu juga akan menganalisis perbedaan kualitas good corporate governance antara industri keuangan dan non keuangan.

2. KAJIAN PUSTAKA

Corporate Governance

Salah satu isu penting mengenai *corporate governance* adalah mengenai masalah keagenan yang terkait dengan peningkatan kinerja perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan untuk mengatasi masalah ketidakselarasan kepentingan salah satunya melalui pengelolaan perusahaan yang baik. Hasan dan Butt (2009) menjelaskan *corporate governance* sebagai filosofi dan mekanisme yang memerlukan proses dan struktur untuk memfasilitasi penciptaan nilai pemegang saham melalui pengelolaan aktivitas perusahaan sedemikian rupa yang menjamin perlindungan kepentingan individu dan kolektif dari semua pemangku kepentingan.

Terminologi *corporate governance* muncul sebagai alat, mekanisme dan struktur

yang dipakai untuk mengecek perilaku managerial yang *self-serving*/menguntungkan diri sendiri membatasi perilaku *opportunistic* manager, memperbaiki kualitas informasi perusahaan 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.

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).

Ada beberapa peraturan terkait dengan penerapan *Good Corporate Governance* baik yang dikeluarkan Bank Indonesia (BI), Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), maupun Keputusan Menteri BUMN. Peraturan Bank Indonesia Nomor 8/14/PBI/2006 tentang Perubahan atas Peraturan Bank Indonesia Nomor 8/4/PBI/2006 tentang Pelaksanaan *Good Corporate Governance* bagi Bank Umum serta Surat Edaran Nomor 9/12/DPNP tanggal 30 Mei 2007 tentang Pelaksanaan *Good Corporate Governance* bagi Bank Umum. Bank berkewajiban untuk melaksanakan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* dalam setiap aktivitas usahanya pada seluruh tingkatan atau jenjang organisasi. Badan Pengawasan Pasar Modal (Bapepam) dan Bursa Efek Jakarta (BEJ) juga sudah mensyaratkan keberadaan komisaris independent dan komite audit bagi semua perusahaan publik. Ditambah lagi,

Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Nomor 117/2002 sudah mensyaratkan hal yang sama untuk BUMN. Rujukan-rujukan tentang praktik-praktik terbaik sudah tersedia luas. Misalnya, rujukan melalui *Indonesian Society of Independent Commissioners* (ISICOM) untuk praktik terbaik fungsi dan peran komisaris independent.

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebelumnya sudah mengeluarkan Peraturan OJK terkait pelaksanaan GCG yaitu, yaitu Tata Kelola Perusahaan Terbuka yang terdiri dari lima aspek, yaitu : (1). hubungan perusahaan terbuka dengan pemegang saham dalam menjamin hak-hak pemegang saham; (2) fungsi dan peran dewan komisaris; (3) fungsi dan peran direksi; (4) partisipasi pemangku kepentingan; dan (5) keterbukaan informasi. OECD bekerjasama OJK meluncurkan *The New G20/OECD Principles Of Corporate Governance* sebagai bentuk partisipasi OJK mendukung penerapan prinsip GCG G20/OECD yang baru di luncurkan September 2015 lalu di pertemuan G20 di Ankara, Turki. Perubahan prinsip-prinsip GCG G20/OECD dibagi menjadi 6 bab yang penambahannya dimasukkan ke dalam tiap-tiap bab tersebut, yaitu : (1) dasar kerangka tata kelola yang efektif; (2). hak dan perlakuan yang adil untuk pemegang saham dan fungsi kunci kepemilikan; (3). Investor institusi, pasar modal dan perantara lainnya; (4). peran pemangku kepentingan dalam tata kelola; (5). transparansi dan keterbukaan informasi; (6). tanggung jawab direksi dan dewan komisaris.

Hubungan Struktur Kepemilikan pada Kualitas Good Corporate Governance dan 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.

Ketika system hukum atau proteksi terhadap investor lemah, maka konsentrasi kepemilikan menjadi alat yang penting dalam mengatasi masalah-masalah keagenan. 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-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. Zhuang (1999) lebih jauh berpendapat bahwa 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, yaitu : *The Efficient Monitoring Hypothesis, The Strategic Alignment and The Conflict of Interest Hypothesis. 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. Sejalan dengan hipotesis kedua, maka hipotesis ini memprediksikan hubungan yang negatif antara kepemilikan saham institusional dengan nilai perusahaan. 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 perusahaan Tobin Q. 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).

Jensen, et al (1992) menjelaskan kepemilikan manajerial akan membantu menyamakan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, namun memiliki hak suara

yang kecil terhadap perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif dalam peningkatan kepemilikan manajerial antara pemegang saham dan manajer, dimana kepemilikan manajerial yang lebih tinggi seharusnya mengurangi biaya keagenan dan meningkatkan kinerja perusahaan. Bathala et al (1994) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial akan bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Kepemilikan saham manajerial akan mendorong manajer untuk berhati-hati dalam mengambil keputusan karena mereka menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Listyani, 2003).

Hubungan Karakteristik Perusahaan dan Kualitas Good 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. Pertama, karena tujuan utama dari good corporate governance adalah untuk mengurangi biaya keagenan dengan meningkatkan kepercayaan investor bahwa mereka akan mendapatkan hasil yang tepat atas investasi mereka. Kedua, perusahaan yang memiliki asset tidak berjud lebih besar memiliki lebih banyak insentif untuk adopsi praktik tata kelola perusahaan yang lebih baik, karena mereka harus memberikan sinyal investor bahwa mereka tidak berniat untuk menggunakan sumber daya mereka dengan tidak benar. Ukuran perusahaan adalah penentu potensial ketiga terhadap kualitas good corporate governance. Menurut Klapper dan Love (2004), ukuran perusahaan mempengaruhi kualitas tata kelola perusahaan adalah masih ambigu. Di satu sisi, perusahaan besar bisa menghadapi biaya agensi yang lebih besar yang

menyebabkan mereka untuk secara sukarela mengadopsi praktik tata kelola perusahaan yang baik dalam rangka untuk mengurangi masalah biaya agensi . Di sisi lain, perusahaan-perusahaan kecil membutuhkan pendanaan eksternal yang lebih. Hal ini bisa mengakibatkan mereka untuk mengadopsi praktek-praktek tata kelola perusahaan yang lebih baik juga. Oleh karena itu , keduanya akan memiliki insentif yang berbeda untuk secara sukarela mencapai standar tata kelola perusahaan yang lebih baik .

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 (diukur sebagai aset) dan risiko perusahaan (diukur sebagai standar deviasi return saham) 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. 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.

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) menguji 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). Hasil penelitian menunjukkan bahwa leverage dan pertumbuhan mempunyai hubungan dengan

Tobin's Q.

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. Kualitas *corporate governance* yang merupakan variabel dependen diukur 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. Hasil pengujian 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 control 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).

Keputusan penggunaan hutang bila dikaitkan dengan keputusan operasional yang konservatif akan menyebabkan penurunan pembayaran deviden, karena beban biaya perusahaan yang meningkat. 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 negative 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.

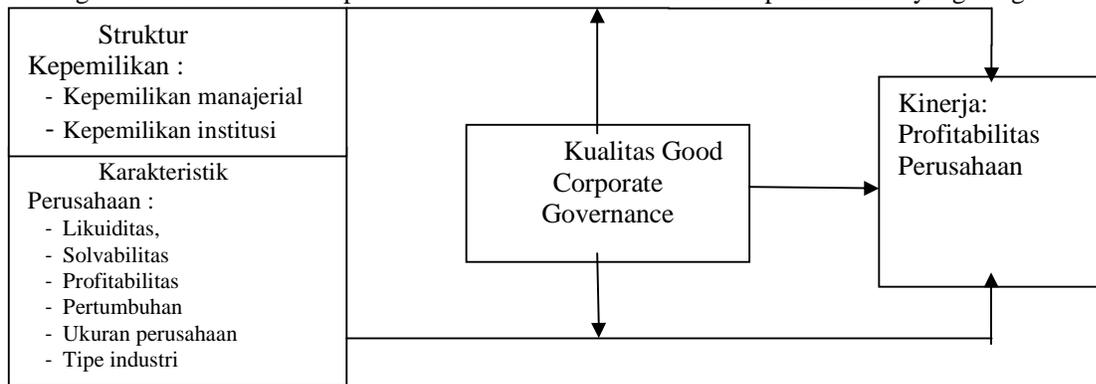
Peran Corporate Governance terhadap Hubungan Struktur Kepemilikan, Karakteristik Perusahaan pada Kinerja

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. 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.

. 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. Triyono dan Achyani (2015) melakukan penelitian berkaitan dengan peran kualitas corporate governance terhadap hubungan antara struktur kepemilikan dan

berbasis akuntansi, yaitu return on asset. Variabel kualitas corporate governance dalam penelitian ini adalah kualitas corporate governance diprosksikan oleh skor CGPI (Corporate Governance Perception Index) yang dikembangkan oleh IICG. Skala skor CGPI yang digunakan adalah 0-100. Variabel struktur kepemilikan dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi. Kepemilikan manajerial diukur dengan proporsi saham yang beredar yang dimiliki oleh manajer atau dewan komisaris. Kepemilikan institusi diukur dengan proporsi saham yang beredar yang dimiliki oleh institusi. Variabel karakteristik perusahaan yang digunakan



karakteristik perusahaan terhadap kinerja. Hasil penelitian menemukan bahwa variabel kualitas corporate governance bukan merupakan variabel mediasi. Berdasar hasil tersebut penelitian ini menganalisis peran kualitas corporate governance sebagai moderasi hubungan struktur kepemilikan, karakteristik fundamental dengan kinerja dengan menggunakan data yang sama yang dipakai Triyono dan Achyani (2015)

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. Berdasarkan kriteria pengambilan sampel yang ditetapkan pada bab sebelumnya, maka diperoleh 100 perusahaan yang terpilih menjadi sampel.

Variabel kinerja dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan didasarkan pada ukuran

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.

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 ada dua model. Model pertama (model 1) untuk menguji faktor penentu kualitas corporate governance. Model kedua (model 2.1 dan 2.2) untuk menganalisis pengaruh variabel struktur kepemilikan dan kareakteristik perusahaan terhadap kinerja dan peran kualitas corporate governance sebagai

variabel moderasi. Model moderasi dengan menggunakan uji selisih mutlak. Model ini dipilih untuk mengurangi masalah asumsi regresi khususnya masalah multikolonieritas.

$$\text{Model 1 : IGCG}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{IO}_{it} + \beta_2 \text{MO}_{it} + \beta_3 \text{CA}_{it} + \beta_4 \text{DEBT}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it-1} + \beta_6 \text{GSALE}_{it} + \beta_7 \text{SIZE}_{it} + \beta_8 \text{IND}_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model 2.1 : Perf}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{IO}_{it} + \beta_2 \text{MO}_{it} + \beta_3 \text{CA}_{it} + \beta_4 \text{DEBT}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it-1} + \beta_6 \text{GSALE}_{it} + \beta_7 \text{SIZE}_{it} + \beta_8 \text{IND}_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model 2.2 : Perf}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ZIO}_{it} + \beta_2 \text{ZMO}_{it} + \beta_3 \text{ZCA}_{it} + \beta_4 \text{ZDEBT}_{it} + \beta_5 \text{ZROA}_{it-1} + \beta_6 \text{ZGSALE}_{it} + \beta_7 \text{ZIZE}_{it} + \beta_8 \text{ZIND}_{it} + \beta_9 \text{ZIGCG}_{it} + \beta_{10} \text{ABS_ZIO}_{it} + \beta_{11} \text{ABS_ZMO}_{it} + \beta_{12} \text{ABS_ZCA}_{it} + \beta_{13} \text{ABS_ZDEBT}_{it} + \beta_{14} \text{ABS_ZROA}_{it-1} + \beta_{15} \text{ABS_ZGSALE}_{it} + \beta_{16} \text{ABS_ZSIZE}_{it} + \beta_{17} \text{ABS_ZIND}_{it} + \mu_{it}$$

dimana :

ROA_{it} = kinerja dengan ukuran berbasis akuntansi, yaitu return on asset 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 $\text{SALE}_{it} - \text{SALE}_{it-1}$ 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.

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

ZMO_{it} = standardized proporsi kepemilikan

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

ZGSALE_{it} = standardized perubahan $\text{SALE}_{it} - \text{SALE}_{it-1}$ dibagi SALE_{it-1} untuk perusahaan i pada waktu t.

ZSIZE_{it} = standardized log natural total asset untuk perusahaan i pada waktu t.

ZDEBT_{it} = standardized rasio hutang untuk perusahaan i pada waktu t.

ZROA_{it-1} = standardized return on asset ratio untuk perusahaan i pada waktu t-1.

ZIND_{it} = standardized dummy variable, industri keuangan dan perbankan diberi nilai 1 dan lainnya nilai 0 untuk perusahaan i pada waktu t.

ZIGCG_{it} = standardized indeks good corporate governance untuk perusahaan i pada waktu t

ABS_ZIO_{it} = absolute standardized proporsi kepemilikan institusi untuk perusahaan i pada waktu t.

ABS_ZMO_{it} = absolute standardized proporsi kepemilikan manajerial untuk perusahaan i pada waktu t.

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

ABS_ZGSALE_{it} = absolute standardized perubahan $\text{SALE}_{it} - \text{SALE}_{it-1}$ dibagi SALE_{it-1} untuk perusahaan i pada waktu t.

ABS_ZSIZE_{it} = absolute standardized log natural total asset untuk perusahaan i pada waktu t.

ABS_ZDEBT_{it} = absolute standardized rasio hutang untuk perusahaan i pada waktu t.

ABS_ZROA_{it-1} = absolute standardized return on asset ratio untuk perusahaan i pada waktu t-1.

ABS_ZIND_{it} = absolute standardized 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 yang meliputi, uji normalitas dengan uji K-S, uji autokorelasi dengan uji durbin Watson, uji

multikolinieritas dengan uji tolerance value dan variance inflation (VIF), dan uji heteroskedastisitas dengan uji Glejser (Ghozali, 2005). Semua model tidak ada masalah untuk asumsi regresi. 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.

3. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik

Berdasarkan hasil analisis deskriptif yang telah dilakukan, maka secara deskriptif data penelitian dapat diuraikan sebagai berikut (tabel 4.1). 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 64,6456% 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 kinerja, yaitu ROA sebesar 0,0677 dengan standar deviasi 0,1271. 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.

Tabel 4.1. Statistik Diskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CGPI	100	57.73	91.91	79.1824	7.5327
IO	100	5.26	96.92	64.6455	19.2369
MO	100	.00	1.89	.0456	.22087
CA	100	.0816	10.6423	1.7763	1.6457
DEBT	100	.1815	.9586	.6285	.2433
ROA	100	-.6673	.4035	.0677	.1271
ROA1	100	-.0676	.8416	.1156	.1643
GSALE	100	-.2644	1.176	.1972	.2355
SIZE	100	11.9540	20.416	17.0780	1.6960
IND	100	.00	1.00	.2300	.4230

Rata-rata likuiditas (CA) perusahaan sebesar 1,776 dengan penyebaran yang diantara 0,0816 sampai 10,6423, yang berarti rata-rata likuiditas yang menjadi sampel termasuk kategori baik walaupun sebaran cukup tinggi. 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 (SIZE) relatif 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. **Hasil Analisis Penentu Kualitas Corporate Governance**

Hasil analisis berdasar model 1 disajikan pada tabel 4.2 berikut ini. Hasil uji F model 1 sebesar 7,137 dengan sig F test sangat signifikan (0.00). Hal ini berarti variabel model 1 dengan menggunakan variabel kepemilikan institusi

(IO), kepemilikan manajerial (MO), likuiditas (CA), profitabilitas (ROA), leverage (DEBT), pertumbuhan perusahaan (GSALE), ukuran perusahaan (SIZE), dan tipe industri (IND) secara statistik adalah fit untuk menjelaskan variasi kualitas corporate governance (CGPI). Hasil ini didukung dengan nilai Adjusted R² walaupun rendah, yaitu sebesar 0,332. Artinya variasi perubahan CGPI mampu dijelaskan oleh kedelapan variabel independen sebesar 33,2 % dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Hal ini menunjukkan bahwa secara statistik model 1 adalah robust untuk analisis.

Variabel kepemilikan institusi (IO) berpengaruh positif terhadap kualitas corporate governance. Hasil riset konsisten dengan Shleifer dan Vishny (1997) bahwa investor institusional 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*.

Fidyati (2004) menjelaskan bahwa investor institusional selalu 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. Variabel kepemilikan manajerial (MO) berpengaruh negative terhadap kualitas corporate governance pada signifikansi 10%. Temuan ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial belum mampu berperan dalam monitoring implementasi tata kelola perusahaan yang baik. Hal ini juga terbukti bahwa secara rata rata kepemilikan manajerial masih sangat rendah yaitu sebesar 0,0456%.

Variabel likuiditas (CA), leverage (DEBT) dan profitabilitas (ROA-1) memiliki nilai signifikansi di atas 5%, berarti ketiga variabel tidak berpengaruh terhadap kualitas corporate governance Tabel 4.2. Hasil Regresi Penentu Kualitas GCG

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t-hit	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	47.181	10.379		4.546	.000
IO	.113	.037	.290	3.087	.003
MO	-5.238	2.896	-.154	-1.809	.074
CA	.367	.441	.080	.832	.408
DEBT	-2.992	3.599	-.097	-.831	.408
ROA-1	-1.830	3.957	-.040	-.462	.645
GSALE	-6.408	2.747	-.200	-2.333	.022
SIZE	1.571	.529	.354	2.969	.004
IND	3.352	2.383	.188	1.407	.163
Adjusted R Square			.332		
F-test			7.137	Sig. F	.000

Variabel kesempatan investasi atau pertumbuhan (GSALE) berpengaruh negative signifikan terhadap kualitas corporate governance. Hal ini berarti semakin tinggi kesempatan investasi kualitas corporate governance semakin menurun. Temuan ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengalami pertumbuhan, manajemen kurang focus terhadap implementasi corporate governance. Pada kondisi ini manajemen

memiliki insentive untuk melakukan diskresi. Taman (2011) menjelaskan bahwa manajemen kemungkinan akan melakukan diskresi ketika perusahaan mengalami pertumbuhan, sehingga akan mengabaikan implementasi corporate governance. Hasil riset ini tidak konsisten dengan Durnev dan Kim (2005) bahwa peluang investasi, kebutuhan dana eksternal, dan penjualan berhubungan positif terhadap kualitas tata kelola perusahaan. Anand et al . (

2006) secara empiris juga memberikan bukti bahwa peluang investasi mendorong perusahaan untuk mengadopsi pedoman tata kelola perusahaan.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap kualitas corporate governance. Durnev dan Kim (2005) menjelaskan bahwa perusahaan besar cenderung menarik perhatian dan sorotan dari publik, sehingga akan mendorong perusahaan tersebut untuk menerapkan struktur *corporate governance* yang lebih baik. Darmawati (2006) juga menjelaskan bahwa perusahaan berukuran besar lebih memungkinkan memiliki masalah keagenan yang lebih banyak pula, sehingga membutuhkan mekanisme *governance* yang lebih ketat.

Variabel tipe industri (IND) tidak berpengaruh terhadap kualitas corporate governance. Implikasi dari temuan ini adalah tidak ada perbedaan dalam implementasi GCG antara perusahaan sektor keuangan dan non keuangan. Hasil analisis juga menunjukkan bahwa kualitas corporate governance tipe industri keuangan lebih baik dibanding non keuangan. Hasil ini mendukung penelitian Darmawati (2006). Berdasar hasil analisis juga dapat diketahui bahwa variabel yang dominan berpengaruh positif terhadap kualitas GCG adalah variabel ukuran perusahaan (SIZE).

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

Hasil analisis berdasar model 2 disajikan pada tabel 4.3 berikut ini. Hasil uji F model 2.1 sebesar 8,516 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 0,460. Artinya variasi perubahan ROA mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 46 % 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 2.2 yang secara statistik juga fit dan robust.

Hasil uji-t model model 2.1 dan 2.2 seperti terlihat pada tabel 4.3 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 fidusiar. 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 4.3. Hasil Regresi Peran Kualitas Corporeate Governance

Variabel	Model 2.1				Model 2.2			
	Unstan- dardized	Standardized	t-hitung	Sig.	Unstan- dardized	Standardized	t-hitung	Sig.
Constant	-.536		-2.932	.004	.146		5.192	.000
IO (ZIO)	.002	.290	3.117	.002	.041	.325	3.440	.001
MO (ZMO)	.017	.029	.361	.719	.004	.032	.128	.898
CA (ZCA)	.014	.175	1.917	.058	.039	.303	1.918	.059
DEBT (ZDEBT)	-.185	-.354	-3.217	.002	-.048	-.381	-	.001
							3.341	
ROA1(ZROA1)	.159	.205	2.522	.013	.038	.299	1.761	.082
GSALE (ZGSALE)	.064	.118	1.417	.160	.016	.130	1.232	.221
SIZE (ZSIZE)	.012	.162	1.374	.173	.029	.232	1.721	.089
IND (ZIND)	-.065	-.215	-1.687	.095	-.016	-.126	-.796	.429
CGPI (ZCGPI)	.004	.261	2.639	.010	.027	.215	1.945	.055
ABS_ZIO					-.003	-.017	-.184	.855
ABS_ZMO					-.002	-.016	-.055	.956
ABS_ZCA					-.031	-.211	-	.258
							1.138	
ABS_ZDEBT					-.006	-.035	-.325	.746
ABS_ROA1					-.018	-.133	-.615	.540
ABS_ZGSALE					-.004	-.034	-.279	.781
ABS_ZSIZE					.004	.019	.162	.872
ABS_IND					-.015	-.075	-.720	.473
Adjusted R square		.460			Adjusted square	R	.540	
F-test		8.516	Sig. : .000		F-test		5.669	Sig. : .000

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 berpengaruh negatif terhadap kinerja pada tingkat alpha 10%. Hal ini berarti ada perbedaan kinerja antara tipe industri keuangan non keuangan. Temuan ini menunjukkan bahwa tipe industri yang regulated memiliki kinerja yang lebih kecil dibanding tipe industri non keuangan. Pada model 2.2 variabel tipe industri tidak berpengaruh signifikan pada kinerja tetapi arahnya konsisten negatif.

Variabel kualitas corporate governance (CGPI) pada model 2.1 dan 2.2 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). Temuan ini menunjukkan bahwa variabel kualitas corporate governance bersifat memberikan tambahan informasi terhadap hubungan antara struktur kepemilikan, karakteristik perusahaan dengan kinerja. Temuan ini mengindikasikan bahwa variabel

kualitas corporate governance (CGPI) merupakan variabel independen.

Hasil analisis model 2.2 yang memposisikan variabel kualitas corporate governance sebagai variabel moderating menunjukkan bahwa semua variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja. Hasil ini konsisten dari analisis perbandingan kedua model (tabel 4.4) yang menunjukkan bahwa model 2.1 lebih baik dari model 2.2 tidak ada perbedaan yang signifikan dalam memprediksi kinerja. Hal ini terbukti dari hasil perbandingan mean absolute percentage error kedua model tidak signifikan. Temuan ini juga menunjukkan bahwa variabel kualitas corporate governance bersifat bukan merupakan variabel moderating terhadap hubungan antara struktur kepemilikan, karakteristik perusahaan dengan kinerja.

Berdasar hasil analisis diatas juga dapat diketahui variabel yang dominan mempengaruhi secara positif terhadap kinerja pada kedua model adalah variabel kepemilikan institusional (IO). Hal ini dapat dilihat dari koefisien standardized regresi memiliki koefisien yang palaing 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 (DEBT). Temuan ini menunjukkan bahwa manfaat hutang lebih kecil dari biayanya.

Tabel 4.4 Hasil Pengujian Perbandingan Model Kinerja

Perbandingan Model	Rata-rata	t-hitung	df	Sig.(2-tailed)
Pair 1 Mape2.2 – Mape 2.1	-.0022	-.709	99	.480

4. KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Struktur kepemilikan yang diproksi dengan kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap kualitas corporate governance, tetapi kepemilikan manajerial berpengaruh negative terhadap kualitas corporate governance. Temuan ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki insentif yang lebih besar untuk memantau manajemen dan kebijakan perusahaan dibanding kepemilikan manajerial.

Variabel likuiditas, leverage dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kualitas corporate governance. Variabel kesempatan investasi atau pertumbuhan berpengaruh negative terhadap kualitas corporate governance. Temuan ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengalami pertumbuhan, manajemen kurang focus terhadap implementasi corporate governance dan manajemen memiliki insentive untuk melakukan diskresi

Kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, tetapi variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja. 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. Variabel tipe industri berpengaruh negatif terhadap kinerja. Temuan ini berarti ada perbedaan kinerja 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. Variabel kualitas corporate berpengaruh positif terhadap

kinerja, tetapi setelah diuji sebagai variabel moderasi semua variabel independen tidak signifikan bila dikaitkan dengan kinerja. Temuan ini menunjukkan bahwa kualitas *corporate governance* berfungsi bukan sebagai variabel moderasi.

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 perusahaan untuk perusahaan-perusahaan dengan skor GCG tinggi, sedang dan rendah. Disamping itu juga perlu mempertimbangkan penggunaan variabel kinerja dengan berbagai tipe kinerja, yaitu, kinerja financial dan kinerja pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Adjoud.F., Zeghal, D., and Andaleeb. (2007). The Effect of Board's Quality on Performance: Study of Canadian Firms. *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 yang 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).
- Bathala, C.T., Moon, K.P., and Rao. R.P. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23, 38-50
- 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), 455-475.
- Brawn, L.D. and Caylor, M.L. (2006). Corporate Governance and Firm Valuation. *Jurnal 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, 356-362.
- Darmawati (2005). Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 8, No. 6, Hal. 65-81
- Denis, D. K., and McConnell, J. J., (2002). *International Corporate Governance: A survey*. [Online] Available: [mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2002_Conference/ Denis Mc Connell.pdf](http://mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2002_Conference/Denis_Mc_Connell.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), 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
- Jensen, M. C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305- 360.

- Jensen, G.R.; Solberg, D.P. and Zorn, T.S. (1992) Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2): 247-263.
- Humera, Khatab., 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.
- 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.
- Listyani, T. T. (2003). Kepemilikan Manajerial dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional. *Jurnal Politeknik Negeri Semarang*, 3.
- 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
- 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, 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. *JAAI*. 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.
- Triyono dan Fatchan Achyani (2015). Peran kualitas Corporate Governance terhadap Model Hubungan Struktur Kepemilikan Karakteristik Perusahaan dengan Kinerja Perusahaan, The 2nd University Research Colloquium, 29 Agustus, Universitas Muhammadiyah Semarang.
- 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%20Governance/Vol1/chapter2.pdf).