

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM DAN STRUKTUR DEWAN KOMISARIS TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Cyrellius Martono
Siprianus Salvatore Sina
Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
cyrell_martono@yahoo.com

Abstract

Shareholding structure and the structure of the board of commissioners that are the focus in this study were (1) the internal ownership structure (insider ownership), which share ownership by managers and commissioners, (2) stock ownership by blockholders, ie individuals and or institutions that own shares company by 5% or more, (3) the proportion of independent commissioners (outside board), and (4) the size of the board of commissioners (board size). In determining the structure of share ownership and the board structure as the application of corporate governance mechanisms, firms are always faced with the question of costs (cost) and benefits (benefits). As a result, the company could substitute the level of use of the mechanism of the shareholding structure and board structure of the board of commissioners such a way to balance the marginal cost and marginal benefit. Hence the hypothesis proposed in this research are: (1) the company doing the substitution between ownership structure and the structure of the board, (2) ownership structure and the board structure significantly influence the performance of the company. Companies that were sampled in this research is a registered company in Indonesia Stock Exchange in 2008. Based on purposive sampling acquired 100 companies are used as a sample. Testing the first hypothesis is done by using two stages least squared while the second hypothesis testing is done using ordinary least squared. The results of testing the first hypothesis suggests that companies in Indonesia has yet to substitute between ownership structure and the structure of the board of commissioners. Except found that internal ownership but also turns positive effect on the proportion of independent commissioners. The second hypothesis was not entirely proven. However, it was found that the presence of blockholders apparently significant effect on company performance. Researchers then expected to find a proxy or a variable and more precise control for the study still found a model that does not fit.

Keywords: board size, blockholders, insider ownership, outside shareholders.

Pendahuluan

Pada tahun 1992 untuk pertama kalinya diperkenalkan istilah *corporate governance* dalam sebuah laporan yang disebut *Cadbury Report* (Tjager dkk., 2003). Laporan ini merupakan titik awal yang menandai praktek *corporate governance* di berbagai negara. Sejak saat itu konsep tata kelola korporasi yang baik terus dikembangkan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan (*firm's*

value) melalui penerapan prinsip keadilan, keterbukaan, akuntabilitas dan tanggung jawab.

Herwidiyanto (2000) menemukan banyak perusahaan di Indonesia yang menerapkan praktek-praktek bisnis yang ternyata bertentangan dengan prinsip-prinsip tata kelola korporasi yang baik. Praktek-praktek bisnis yang tidak sehat ini antara lain ditunjukkan melalui konsentrasi kepemilikan oleh pihak tertentu yang memungkinkan hubungan afiliasi antar pemilik, pengawas, dan direktur perusahaan; tidak efektifnya peranan dari dewan komisaris; dan lemahnya penegakan hukum. Praktek-praktek bisnis yang tidak sehat seperti inilah yang selanjutnya mendorong pemerintah selaku pemegang otoritas pembuat regulasi untuk menerbitkan berbagai peraturan yang pada intinya berupaya mendorong penerapan mekanisme tata kelola korporasi yang baik.

Salah satu isu utama dalam penerapan tata kelola korporasi yang baik adalah pemisahan yang tegas antara kepemilikan dan pengawasan. Pemisahan ini sering menimbulkan konflik antara pemegang saham (pemilik perusahaan) dan manajer yang biasa disebut sebagai *agency problem*. Konflik di antara kedua pihak ini seringkali muncul akibat orientasi kepentingan yang berbeda. Pemegang saham senantiasa berkepentingan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, tetapi para manajer seringkali mempunyai tujuan yang berbeda seperti peningkatan fasilitas atau keamanan kerja bagi mereka. Sejumlah mekanisme tata kelola korporasi dapat membantu mengatasi konflik seperti ini, seperti adanya kepemilikan saham oleh manajer (Jensen dan Meckling, 1976); adanya kepemilikan saham institusional atau *blockholders* (Kaplan dan Minton, 1994); dan melalui sistem kompensasi bagi para eksekutif perusahaan (Mehran, 1995). Di samping itu dewan komisaris dapat memainkan peran penting dalam mengawasi para manajer (Fama, 1980). Bahkan ukuran dewan komisaris, komposisi komisaris, dan struktur kepemimpinan dewan komisaris mempunyai kontribusi yang signifikan dalam menentukan efektivitas fungsi pengawasan yang dilakukan dewan komisaris terhadap para manajer (Jensen, 1993).

Struktur kepemilikan saham juga dapat menentukan penerapan tata kelola korporasi yang baik. Peran struktur kepemilikan saham (Morck dkk.1988) dan struktur komisaris (Yermack, 1996; Bhagat dan Black, 2002) dalam memonitor manajemen agar dapat meningkatkan kinerja perusahaan dalam konteks tata kelola korporasi telah banyak diteliti. Penelitian-penelitian mengenai dampak struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris terhadap kinerja perusahaan didasarkan pada asumsi bahwa terdapat struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris yang optimal yang berlaku bagi semua perusahaan dan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdivergensi dari level yang optimal akan mempunyai kinerja yang buruk (Belkhir, 2006).

Pandangan alternatif yang juga berkembang adalah bahwa sejumlah mekanisme tata kelola, termasuk struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris, telah tersedia pada saat yang bersamaan dan bahwa mekanisme tata kelola korporasi ditentukan secara *endogenous* berdasarkan prinsip biaya dan manfaat (*cost and benefit*). Para peneliti yang mengadopsi gagasan ini antara lain adalah Demsetz dan Lehn (1985) yang meneliti determinan dari konsentrasi kepemilikan; Himmelberg dkk. (1999) yang meneliti determinan dari kepemilikan

manajerial; Hermalin dan Weisbach (1991) yang meneliti interaksi antara komposisi dewan direktur dan kepemilikan internal (*insider ownership*) serta dampaknya terhadap kinerja perusahaan; dan Cho (1998) yang meneliti interaksi antara kepemilikan manajerial, investasi, dan nilai korporasi. Agrawal dan Knoeber (1996) dan Mak dan Li (2001) juga melakukan penelitian dengan pendekatan yang sama tetapi dengan melibatkan variabel-variabel tata kelola korporasi yang lebih lengkap.

Pendekatan ini juga telah diadopsi oleh sejumlah peneliti di bidang perbankan, seperti Schranz (1993), Booth dkk (2002), dan Belkhir (2006) yang meneliti dampak dari adanya regulasi pada industri perbankan terhadap mekanisme tata kelola korporasi yang dirancang guna memberikan insentif bagi para manajer untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Schranz (1993) meneliti tentang dampak pembatasan (*restrictions*) aktivitas *takeover* terhadap mekanisme tata kelola korporasi, seperti konsentrasi kepemilikan saham dan kepemilikan saham oleh manajer serta dampaknya terhadap nilai perusahaan. Booth dkk. (2002) meneliti pengaruh regulasi perbankan terhadap peran mekanisme pengawasan internal, seperti adanya anggota dewan komisaris independen (*outside board*), kepemilikan saham oleh manajer, serta pemisahan CEO dan ketua dewan komisaris. Penelitian mereka menemukan bahwa dalam industri yang terregulasi seperti perbankan interrelasi antara mekanisme tata kelola korporasi tidak sekuat seperti pada industri manufaktur. Belkhir (2006) melakukan penelitian tentang dampak dari mekanisme tata kelola korporasi seperti kepemilikan internal (*insider ownership*), kepemilikan institusional (*blockholder ownership*), proporsi komisaris independen (*outside board*), struktur kepemimpinan dewan komisaris, dan ukuran dewan komisaris terhadap nilai perusahaan pada industri perbankan.

Rerangka Teori dan Hipotesis

Corporate Governance

Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI, 2000) menyatakan bahwa *corporate governance* (tata kelola korporasi) adalah seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, kreditor, pemerintah, karyawan serta pemangku kepentingan internal dan eksternal lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka. Sedangkan Indaryanto (2004) mendefinisikan *corporate governance* sebagai suatu mekanisme atau aturan yang mengarahkan atau mengontrol tindakan manajemen sehingga dapat memaksimalkan profitabilitas dan nilai perusahaan melalui *monitoring* kinerja manajemen dan akuntabilitas manajemen terhadap *shareholders*.

Sementara itu *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) telah mengembangkan seperangkat prinsip *good corporate governance* yang dapat diterapkan sesuai dengan kondisi masing-masing negara. Prinsip-prinsip tersebut adalah *fairness*, *transparency*, *accountability* dan *responsibility* (Krismantoro dkk., 2004). Prinsip-prinsip tersebut dimaksudkan untuk membantu pemerintah dalam mengevaluasi dan memperbaiki kerangka regulasi, institusi, dan hukum bagi penerapan tata kelola korporasi di negaranya; dan memberikan

pedoman dan saran bagi pasar modal, investor, perusahaan, dan pihak lain yang mempunyai peran dalam proses pengembangan *good corporate governance*.

Struktur Kepemilikan dan Struktur Dewan Komisaris

Penelitian ini lebih difokuskan pada mekanisme tata kelola korporasi secara internal, yaitu struktur kepemilikan (*ownership structure*) dan struktur dewan komisaris (*board structure*). Karena itu kepemilikan saham blok (*blockholder ownership*) dimasukkan sebagai suatu mekanisme tata kelola korporasi sebab kepemilikan saham blok sangat bervariasi di antara perusahaan yang satu dengan perusahaan yang lain. Selain itu mekanisme tata kelola korporasi internal mencakup kepemilikan saham oleh manajer dan komisaris (*insider ownership*), proporsi anggota dewan komisaris independen (*outside director*), dan jumlah anggota atau ukuran dewan komisaris (*board size*).

Kepemilikan Saham Internal

Kepemilikan saham internal (*insider ownership*) adalah kepemilikan saham oleh manajer dan komisaris. Manajer dan komisaris merupakan pihak yang kesejahterannya bergantung secara signifikan terhadap nilai perusahaan dan karena itu mereka mempunyai insentif untuk bertindak demi kepentingan pemegang saham eksternal (*outside shareholders*). Menurut Jensen dan Meckling (1976), jika pemegang saham eksternal dapat menilai sejauh mana para manajer-pemilik (*owner-manager*) membebankan biaya keagenan kepada pemegang saham eksternal, nilai pasar saham perusahaan akan turun sehingga dapat menurunkan kesejahteraan pemilik perusahaan. Literatur tata kelola korporasi pada umumnya berargumen bahwa penurunan kepemilikan saham oleh manajer dan komisaris dapat menjadi mekanisme kontrol yang efektif untuk mengurangi perilaku *moral hazard* dari para manajer perusahaan. Dengan demikian model kepemilikan saham internal (*insider ownership*, selanjutnya disingkat INSOWN) dalam kaitannya dengan tata kelola korporasi dapat dirumuskan seperti pada persamaan (1) berikut ini:

$$\text{INSOWN} = \alpha_0 + \alpha_1\text{BLOCK} + \alpha_2\text{OUTDIR} + \alpha_3\text{BSIZE} + \alpha_4\text{LNCSIZE} + \alpha_5\text{RISK} \quad (1)$$

Variabel kepemilikan saham oleh manajer dan komisaris (INSOWN) tidak hanya tergantung pada variabel mekanisme tata kelola korporasi yang lain yaitu kepemilikan saham oleh *blockholders* (selanjutnya disingkat BLOCK), proporsi komisaris independen (selanjutnya disingkat OUTDIR), dan ukuran dewan komisaris (selanjutnya disingkat BSIZE), tetapi juga tergantung pada variabel-variabel lain seperti variabel risiko (selanjutnya disebut RISK) dan ukuran perusahaan (*company size* yang diukur dari logaritma natural nilai aset perusahaan, selanjutnya disebut LNCSIZE). Penambahan dua variabel kontrol ini dimodifikasi dari Belkhir (2006). Risiko perusahaan dapat mempengaruhi struktur kepemilikan internal dengan dua cara. Di satu sisi, semakin tinggi level kepemilikan internal, *ceteris paribus*, semakin rendah level diversifikasi kepemilikan internal. Akibatnya, semakin tinggi risiko imbal hasil (*return*) saham perusahaan, semakin rendah level optimal dari kepemilikan internal. Di sisi lain, Demsetz dan Lehn (1985) memberikan penjelasan lain mengenai hubungan antara

risiko dan kepemilikan internal. Mereka berpendapat bahwa makin tingginya volatilitas imbal hasil saham merupakan signal makin tingginya "noisiness" bagi aktivitas dan lingkungan perusahaan.

Seperti halnya risiko, ukuran perusahaan (LNCSIZE) mempunyai pengaruh yang ambigu terhadap perilaku *moral hazard* para manajer dan karena itu juga terhadap kepemilikan internal. Di satu sisi, ukuran perusahaan diharapkan mempunyai korelasi positif dengan kepemilikan internal. Sebab semakin besar perusahaan, yang diukur dari nilai aset, semakin besar pula peluang bagi manajer untuk terlibat dalam aktivitas yang dapat mengurangi nilai perusahaan. Dengan kata lain, semakin besar perusahaan, semakin besar biaya pengawasan sehingga mendorong penggunaan mekanisme kepemilikan internal pada level yang optimal. Di sisi lain, perusahaan yang semakin besar akan mendapatkan monitoring dan kontrol dari regulator (pemerintah) yang lebih ketat, dan karena itu semakin mengurangi peluang bagi para manajer untuk melakukan tindakan yang bersifat *moral hazard*.

Kepemilikan Saham *Blockholder*

Seorang pemegang saham yang proporsi sahamnya kecil pada umumnya kurang atau tidak mempunyai insentif untuk memonitor manajer karena ia harus mengganggu biaya pengawasan sedangkan manfaat yang diperolehnya tidak sebanding (*small fraction*). Sebaliknya, pada perusahaan dengan struktur kepemilikan di mana satu atau beberapa pemegang saham memiliki blok saham yang besar, *blockholders* mempunyai *power* untuk mencegah manajer melakukan hal-hal yang bertentangan dengan kepentingan mereka. Sebagai misal, keberadaan *blockholders* dapat menjadi ancaman bagi manajer karena mereka memiliki kemampuan untuk melakukan *proxy fight* atau bahkan melakukan penawaran *takeover*. Karena itu model untuk menguji efek tata kelola korporasi terhadap kepemilikan saham *blockholder* dirumuskan pada persamaan (2) berikut ini:

$$\text{BLOCK} = \beta_0 + \beta_1\text{INSOWN} + \beta_2\text{OUTDIR} + \beta_3\text{BSIZE} + \beta_4\text{LNCSIZE} + \beta_5\text{RISK} \quad (2)$$

Kepemilikan saham *blockholder* (BLOCK) selain dipengaruhi tiga mekanisme tata kelola korporasi yang lain (kepemilikan internal atau INSOWN, komisaris independen atau OUTDIR, dan proporsi komisaris independen atau BSIZE), juga dipengaruhi oleh ukuran perusahaan (LNCSIZE) dan risiko imbal hasil saham (RISK). Kepemilikan *blockholder* adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh individu atau institusi sebesar 5% atau lebih. Argumentasi penambahan dua variabel kontrol (LNCSIZE dan RISK) sama seperti halnya kepemilikan internal yang telah dibahas sebelumnya.

Proporsi Komisaris Independen

Mekanisme lain yang dirancang untuk melakukan mitigasi terhadap perilaku *moral hazard* para manajer adalah pengawasan yang dilakukan oleh dewan komisaris. Anggaran dasar (*charters*) perusahaan biasanya mensyaratkan pemegang saham untuk memilih dewan komisaris. Argumentasinya adalah bahwa komisaris independen lebih mungkin membela kepentingan pemegang saham eksternal (*outside shareholders*). Fama dan Jensen (1983) berpendapat bahwa

komisaris independen mempunyai insentif untuk bertindak sebagai pengawas para manajer karena mereka ingin mempertahankan reputasi mereka sebagai pembuat keputusan yang efektif dan independen. Penelitian Weisbach (1988) menemukan bahwa dewan komisaris yang didominasi oleh komisaris independen lebih mungkin memberhentikan manajer yang kinerjanya buruk. Tetapi di sektor perbankan, hasil penelitian empiris masih ambigu. Brewer III dkk. (2000) menemukan bahwa bank-bank yang dijadikan sasaran *takeover* meningkat seiring dengan meningkatnya proporsi komisaris independen. Sedangkan Pi dan Timme (1993) serta Adam dan Mehran (2002) menemukan bahwa proposi komisaris independen tidak terkait dengan kinerja perusahaan. Karena keberadaan komisaris independen akan menimbulkan biaya, seperti gaji, biaya perjalanan, saham maupun opsi saham, maka bank hanya akan menggunakan lebih banyak komisaris independen jika mekanisme kontrol perusahaan lainnya lemah.

Model untuk menguji efek tata kelola korporasi terhadap proporsi komisaris independen (OUTDIR) dirumuskan pada persamaan (3):

$$\text{OUTDIR} = \delta_0 + \delta_1\text{INSOWN} + \delta_2\text{BLOCK} + \delta_3\text{BSIZE} + \delta_4\text{LNCSIZE} + \delta_5\text{RETURN} \quad (3)$$

Selain dipengaruhi oleh tiga variabel tata kelola korporasi (INSOWN, BLOCK dan BSIZE), proporsi komisaris independen (OUTDIR) juga dipengaruhi oleh ukuran perusahaan (LNCSIZE) dan imbal hasil saham (RETURN) sebagai variabel kontrol. Proporsi komisaris independen diharapkan mempunyai korelasi positif dengan ukuran perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, dibutuhkan pengawasan yang lebih ketat terhadap manajer. Salah satu cara untuk meningkatkan mutu pengawasan terhadap manajer adalah melalui keberadaan komisaris independen yang lebih banyak. Agrawal dan Knoeber (1996) berpendapat bahwa semakin besar perusahaan semakin dibutuhkan lebih banyak komisaris independen yang dapat mewakili *public*, misalnya demi kepentingan konsumen atau lingkungan. Selanjutnya, berdasarkan temuan Bhagat dan Black (2002) bahwa setelah mengalami kinerja yang buruk perusahaan cenderung menambah jumlah komisaris independen maka diharapkan imbal hasil saham, sebagai salah satu ukuran kinerja, mempunyai korelasi positif dengan proporsi komisaris independen.

Ukuran Dewan Komisaris

Shared wisdom tentang ukuran dewan komisaris yang optimal adalah semakin besar jumlah anggota dewan komisaris maka kinerja mereka makin buruk. Sebab komunikasi, koordinasi, dan efektivitas pengambilan keputusan oleh kelompok yang terdiri dari banyak orang lebih sulit dan lebih mahal dibandingkan dengan kelompok kecil. Jensen (1993:865) mengatakan "*keeping board small can help improve their performance. When boards get beyond seven or eight people they are less likely to function effectively*". Lipton dan Lorsch (1992) juga mengingatkan pentingnya jumlah anggota dewan komisaris yang tidak banyak dan mereka merekomendasikan bahwa jumlah anggota dewan komisaris harus dibatasi tujuh atau delapan orang saja. Studi empiris yang dilakukan Yermack (1996) dan Eisenberg dkk. (1998) menunjukkan dampak negatif dari ukuran dewan komisaris terhadap kinerja perusahaan. Karena itu mekanisme tata kelola korporasi seperti

kepemilikan saham oleh manajer dan *blockholder*, dan proporsi dewan komisaris independen menjadi lebih penting untuk perusahaan yang anggota dewan komisarisnya besar.

Selain dipengaruhi oleh INSOWN, OUTDIR dan BLOCK, ukuran dewan komisaris (BSIZE) juga dipengaruhi oleh ukuran perusahaan (LNCSIZE) dan usia perusahaan (AGE) sebagai variabel kontrol sehingga model untuk ukuran dewan komisaris dirumuskan seperti pada persamaan (4) berikut ini.

$$BSIZE = \lambda_0 + \lambda_1 INSOWN + \lambda_2 BLOCK + \lambda_3 OUTDIR + \lambda_4 LNCSIZE + \lambda_4 AGE \quad (4)$$

Yermack (1996) dan Eisenberg dkk. (1998) menemukan adanya korelasi positif antara total aset perusahaan dengan ukuran dewan komisaris: Semakin besar perusahaan semakin besar pula ukuran dewan komisaris. Semakin besar perusahaan akan semakin besar pula kompleksitas persoalan operasional maupun pengawasan sehingga dibutuhkan lebih banyak dewan komisaris untuk membantu menyusun perencanaan strategis maupun melakukan pengawasan. Di samping itu, ukuran dewan komisaris perusahaan juga diharapkan mempunyai korelasi positif dengan usia perusahaan (AGE), yaitu usia perusahaan sejak *go public*. Argumentasinya adalah semakin lama usia perusahaan, semakin banyak manajer yang dipromosikan menjadi komisaris sehingga dewan komisaris pun bertambah besar (Mark dan Li, 2001). Selain itu, jika posisi perusahaan semakin berkembang setelah *go public* maka jumlah cabang juga semakin bertambah sehingga dibutuhkan pengawasan yang lebih seksama lagi dan karena itu dibutuhkan lebih banyak komisaris.

Dampak Struktur Kepemilikan dan Struktur Dewan Komisaris terhadap Kinerja Perusahaan

Argumentasi klasik tentang hubungan antara variabel-variabel tata kelola korporasi dan kinerja perusahaan adalah bahwa beberapa variabel mempunyai korelasi positif, sedangkan beberapa variabel lainnya mempunyai korelasi negatif. Sebagai misal variabel kepemilikan saham internal dan *blockholders*. Kedua variabel ini mempunyai korelasi atau pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Artinya, semakin tinggi level kepemilikan saham internal (*insider ownership*) dan kepemilikan saham *blockholder*, semakin baik pula kinerja perusahaan. Argumentasi yang sama berlaku juga untuk komisaris independen: semakin tinggi proporsi komisaris independen, semakin baik pula kinerja perusahaan. Sedangkan variabel ukuran dewan komisaris mempunyai pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan: makin besar ukuran dewan komisaris, semakin buruk kinerja perusahaan. Argumentasinya adalah semakin besar ukuran dewan komisaris maka efektivitas fungsionalnya semakin rendah sehingga berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan.

Dalam penelitian ini ukuran kinerja perusahaan diukur dengan Tobin's Q. Dengan demikian pengujian pengaruh masing-masing variabel struktur kepemilikan saham dan struktur dewan komisaris secara individual terhadap kinerja perusahaan dapat dirumuskan dalam persamaan berikut.

$$TOBIN'S Q = a_0 + a_1 INSOWN + a_2 LEVER + a_3 STDEV + a_4 LNCSIZE \quad (5)$$

$$TOBIN'S Q = b_0 + b_1 BLOCK + b_2 LEVER + b_3 STDEV + b_4 LNCSIZE \quad (6)$$

$$\text{TOBIN'S Q} = c_0 + c_1\text{OUTDIR} + c_2\text{LEVER} + c_3\text{STDEV} + c_4\text{LNCSIZE} \quad (7)$$

$$\text{TOBIN'S Q} = d_0 + d_1\text{BSIZE} + d_2\text{LEVER} + d_3\text{STDEV} + d_4\text{LNCSIZE} \quad (8)$$

Penggunaan tiga variabel kontrol dalam penelitian ini diadopsi dari Belkhir (2006), yaitu (1) struktur modal yang diukur dengan *leverage ratio* (selanjutnya disebut LEVER), (2) ketidakpastian arus kas (*uncertainty of cash flows*) yang diukur dengan deviasi standar imbal hasil saham bulanan (selanjutnya disebut STDEV), dan (3) ukuran perusahaan yang diukur dengan LNCSIZE seperti yang dijelaskan sebelumnya.

Karena empat variabel mekanisme tata kelola korporasi yang dijelaskan di atas, yaitu struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris, merupakan mekanisme atau cara alternatif untuk memberikan insentif bagi manajer, masing-masing mekanisme mungkin digunakan dengan level yang berbeda. Karena itu hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1: Perusahaan melakukan substitusi di antara struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris.

H2: Struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

Metode Penelitian

Definisi dan Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini digunakan empat variabel mekanisme tata kelola korporasi dan satu variabel kinerja perusahaan (TOBIN'S Q) sebagai variabel endogen dalam sistem persamaan simultan, sedangkan variabel eksogen atau variabel kontrol sebanyak enam variabel. Ada pun definisi operasional dari masing-masing variabel disajikan secara ringkas pada Tabel 1.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel Endogen	Definisi Operasional
INSOWN	Kepemilikan saham internal (<i>insider ownership</i>), yaitu kepemilikan saham oleh komisaris dan manajer
BLOCK	Kepemilikan saham blok (<i>blockholder ownership</i>) yaitu kepemilikan saham oleh individu atau institusi sebesar 5% atau lebih
OUTDIR	Proporsi anggota dewan komisaris independen (<i>outside director</i>), yaitu jumlah komisaris independen dibagi jumlah anggota dewan komisaris seluruhnya
BSIZE	Ukuran dewan komisaris (<i>director size</i>) yaitu banyaknya anggota dewan komisaris
TOBIN'S Q	Ukuran kinerja perbankan yang dihitung dengan formula: Tobin's Q = $(\text{total assets book value} - \text{book value of common equity} + \text{market value of common equity}) / \text{total assets book value}$
Variabel Eksogen	Definisi Operasional

RISK	Risiko imbal hasil saham yang diukur dengan deviasi standar imbal hasil saham selama 24 bulan
CSIZE	Ukuran perusahaan yang diukur dengan <i>book value of total assets</i>
LNCSIZE	Logaritma natural dari CSIZE
RETURN	Rata-rata imbal hasil saham selama 24 bulan
AGE	Usia perusahaan sejak <i>go public</i> .
LEVER	Struktur modal perusahaan yang diukur dengan <i>leverage ratio</i> , yaitu <i>totaldebt</i> dibagi <i>book value of total asset</i> .
STDEV	Ketidak pastian aliran kas yang diukur dengan deviasi standar imbal hasil saham bulanan pada tahun penelitian (2008)

Sumber: Diolah dari kajian teori dan penelitian Belkhir (2006)

Sampel dan Data

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang beroperasi di Indonesia dengan sampel perusahaan-perusahaan bank yang telah *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Metode penarikan sampel adalah *purposive sampling* dengan kriteria:

- 1) Minimal telah *go public* selama tiga tahun
- 2) Memiliki data keuangan yang lengkap dan telah diaudit
- 3) Memiliki informasi struktur kepemilikan saham dan komisaris yang lengkap

Teknik Analisis

Pengujian hipotesis pertama dilakukan melalui analisis regresi 2SLS (*two stages least square*) pada persamaan (1) hingga (4). Sedangkan pengujian hipotesis kedua dilakukan melalui analisis regresi OLS (*ordinary least square*) pada persamaan (5) hingga (8).

Hasil Penelitian

Perusahaan Sampel

Metode penarikan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan maka berikut disajikan proses penarikan sampel.

Tabel 2. Pemilihan Perusahaan Sampel

Tahap	Kriteria	Jumlah
1	Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008	210
2	Minimal telah <i>go public</i> selama 3 tahun	134
3	Menyajikan data penelitian secara lengkap	100
Perusahaan yang dijadikan sampel		100

Sumber: <http://www.idx.co.id/>

Deskripsi Data

Secara ringkas statistik deskriptif dari variabel-variabel dalam penelitian ini disajikan pada tabel di bawah ini.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INSOWN	100	,00	,53	,0146	,07282
BLOCK	100	,12	,98	,6658	,19120
OUTDIR	100	,00	1,00	,4085	,17547
BSIZE	100	2,00	12,00	4,3400	1,98082
TOBINSQ	100	-1,51	3,46	1,0968	,65104
RISK	100	,00	6,81	,2750	,69343
CSIZE	100	9114,00	4E+008	2E+007	52367998,89
RETURN	100	-,08	1,43	,0336	,15117
AGE	100	3,00	26,00	11,6400	5,64706
LEVER	100	,00	1,96	,6268	,31217
STDEV	100	,00	,66	,1545	,09975
Valid N (listwise)	100				

Sumber: Hasil pengolahan data.

Dari sampel yang diteliti, kepemilikan saham internal (INSOWN) rata-rata 1,46% dengan kepemilikan saham internal maksimal sebesar 53% yaitu Bank Eksekutif Internasional. Namun ada 78 perusahaan (78%) yang jajaran direksi maupun komisarisnya tidak memiliki saham perusahaan yang mereka kelola.

Saham perusahaan yang dimiliki oleh *blockholders* (BLOCK) rata-rata 66,58%. Kepemilikan saham blok yang tertinggi adalah PT XL Axiata (98%) dan terendah adalah PT. Kawasan Industri JABABEKA (12%). Hal ini mengindikasikan bahwa sebagian besar investor saham di Indonesia adalah *blockholders*, baik individu maupun institusi.

Proporsi komisaris independen (OUTDIR) rata-rata 40,8%, dengan proporsi tertinggi adalah 100% (PT. Astra Graphia, PT. Centul City, dan PT. Lippo Karawaci). Namun demikian ada 6 perusahaan (6%) yang tidak memiliki komisaris independen.

Ukuran dewan komisaris (BSIZE) rata-rata 4,34 orang, dengan jumlah maksimal 12 orang dan jumlah minimal 2 orang. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris perusahaan-perusahaan Indonesia masih jauh dari jumlah ideal 7 hingga 8 orang.

Kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q terendah -1,51 dan tertinggi 3,46 dengan rata-rata 1,096. Hal ini mengindikasikan kinerja perusahaan-perusahaan yang *go public* di Indonesia tidak begitu baik di mata para investor. Meskipun demikian patut dicatat bahwa tahun 2008 terjadi krisis finansial di negara-negara maju yang juga berimbas pada perusahaan-perusahaan Indonesia.

Imbal hasil saham (RETURN) mencapai 3,36% dengan imbal hasil saham tertinggi 143% dan terendah -8%. Rendahnya imbal hasil saham perusahaan-perusahaan yang *go public* pada tahun 2008 ini merupakan imbas dari krisis finansial negara-negara maju yang menyebabkan kinerja bursa saham mereka mengalami penurunan yang drastis.

Risiko imbal hasil saham (RISK) rata-rata 27,5%, dengan risiko maksimal 681%. Hal ini mencerminkan bahwa fluktuasi harga saham memang cukup tinggi pada tahun 2008, antara lain sebagai imbas dari krisis finansial negara-negara maju. Risiko imbal hasil terendah memang 0%, tetapi hal ini lebih disebabkan adanya saham-saham *tidur*, yaitu saham yang tidak aktif diperdagangkan.

Ukuran perusahaan (CSIZE) yang diukur dengan total aset rata-rata Rp18,77 triliun dengan aset terbesar dimiliki oleh PT. Bank Mandiri yaitu Rp358,43 triliun dan aset terkecil mencapai Rp9,1 miliar (PT.Indoexchange).

Rata-rata usia perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mencapai 11,64 tahun dengan usia paling tua adalah 26 tahun (Bank Panin). Relatif mudanya usia perusahaan yang *go public* ini mudah dipahami karena bursa efek baru berkembang di akhir 1980-an seiring dengan deregulasi sektor keuangan yang dilakukan pemerintah.

Rasio hutang terhadap aset (LEVER) rata-rata 62,68% dengan rasio hutang tertinggi sebesar 196% (PT. Inter Delta). Ada 4 perusahaan yang rasio hutangnya melebihi 100%, dan hal ini disebabkan karena ekuitas yang negatif. Perusahaan yang rasio hutangnya terkecil adalah PT. Global Land Development yaitu 0,1%.

Risiko ketidakpastian aliran kas (STDEV) rata-rata 0,1545 dengan risiko terbesar 0,66. Hal ini mengindikasikan bahwa secara umum risiko ketidakpastian aliran kas perusahaan yang *go public* pada tahun 2008 relatif kecil.

Analisis Data

Analisis data guna menguji hipotesis penelitian dilakukan dengan menggunakan bantuan *software* Eviews.

a. Uji Ketepatan Model

Pengujian hipotesis pertama dilakukan melalui persamaan (1) hingga (4) dengan menggunakan regresi simultan dengan metode 2SLS terkecil (*two stages least square*) dan Newey-West untuk mengoreksi masalah heteroskedastisitas. Hasil uji ketepatan model (*goodnes of fit test*) untuk keempat model/persamaan tersebut dapat diringkas sebagai berikut.

Tabel 4. Hasil Uji Ketepatan Model/Persamaan (1) – (4)

Persamaan	R ²	Nilai F	Nilai-p	Simpulan*
(1)	0,074	1,496	0,198	Tidak fit
(2)	0,073	1,461	0,209	Tidak fit
(3)	0,145	3,153	0,011	Fit
(4)	0,367	10,811	0,000	Fit

*pada $\alpha = 0,05$

Sumber: Hasil pengolahan data

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel di atas maka dapat disimpulkan bahwa persamaan (1) dan (2) tidak fit, sedangkan persamaan (3) dan (4) fit. Model persamaan (1) dan (2) yang tidak fit ini dapat diakibatkan oleh *proxy* yang kurang tepat dan atau pemasukan variabel kontrol yang kurang tepat.

Pengujian hipotesis kedua dilakukan dengan menggunakan regresi kuadrat terkecil (*ordinary least square*) dengan koreksi heteroskedastisitas melalui metode Newey-West berdasarkan persamaan (5) – (8).

Tabel 5. Hasil Uji Ketepatan Model/Persamaan (5) – (8)

Persamaan	R ²	Nilai F	Nilai-p	Simpulan
(5)	0,83	115,03	0,000	Fit
(6)	0,834	118,374	0,000	Fit
(7)	0,832	116,141	0,000	Fit
(8)	0,831	115,366	0,000	Fit

Sumber: Hasil pengolahan data

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel di atas nampak bahwa semua persamaan fit. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q memang dapat dijelaskan oleh variabel mekanisme tata kelola korporasi berikut variabel kontrolnya.

b. Pengujian Asumsi

Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan menggunakan metode 2SLS terkecil (*two stages least square*). Sedangkan koreksi terhadap masalah heteroskedastisitas dilakukan dengan metode *Newey-West*.

Pengujian hipotesis kedua dilakukan dengan menggunakan metode kuadrat terkecil. Pengujian dengan metode ini mensyaratkan terpenuhinya asumsi otokorelasi, homoskedastisitas, dan multikolinearitas. Dalam penelitian ini pengujian asumsi otokorelasi tidak relevan dilakukan karena dalam penelitian ini digunakan data *cross-section*. Selanjutnya koreksi terhadap masalah heteroskedastisitas dilakukan dengan metode *Newey-West*. Asumsi multikolinearitas dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan metode *variance inflationary factor* (VIF). Hasil pengujian dengan bantuan SPSS. Berdasarkan hasil pengujian maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi pelanggaran asumsi multikolinearitas.

c. Pengujian Hipotesis

1. Pengujian Hipotesis Pertama

Hipotesis pertama menyatakan bahwa "*perusahaan melakukan substitusi di antara struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris*". Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan menggunakan persamaan (1) hingga (4). Hasil pengujian secara ringkas disajikan pada tabel berikut.

Tabel 6. Pengujian Hipotesis Pertama

Persamaan (1): Variabel Dependen = INSOWN				
Variabel Independen	Koefisien	Nilai t	Nilai-p	Simpulan*
BLOCK	-0,004	-0,210	0,834	Tidak signifikan
OUTDIR	0,104	1,434	0,155	Tidak signifikan
BSize	-0,003	-1,042	0,3	Tidak signifikan
Persamaan (2): Variabel Dependen = BLOCK				

INSOWN	-0,027	-0,218	0,828	Tidak signifikan
OUTDIR	0,044	0,404	0,687	Tidak signifikan
BSIZE	0,011	0,827	0,411	Tidak signifikan
Persamaan (3): Variabel dependen = OUTDIR				
INSOWN	0,582	6,925	0,000	Signifikan
BLOCK	0,036	0,409	0,684	Tidak signifikan
BSIZE	-0,001	-0,095	0,924	Tidak signifikan
Persamaan (4): Variabel Dependen = BSIZE				
INSOWN	-1,599	-1,433	0,155	Tidak signifikan
BLOCK	0,788	0,874	0,384	Tidak signifikan
OUTDIR	-0,129	-0,133	0,698	Tidak signifikan

*pada $\alpha = 0,05$

Sumber: Hasil pengolahan data

Dari tabel di atas nampak untuk persamaan (1) dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan saham blok (BLOCK), komisaris independen (OUTDIR), dan ukuran dewan komisaris (BSIZE) tidak mempengaruhi kepemilikan saham internal (INSOWN). Untuk persamaan (2) nampak bahwa variabel kepemilikan saham internal (INSOWN), komisaris independen (OUTDIR), dan ukuran dewan komisaris (BSIZE) tidak mempengaruhi kepemilikan saham blok (BLOCK). Pada persamaan (3), variabel kepemilikan saham internal (INSOWN) signifikan mempengaruhi komisaris independen (OUTDIR), tetapi variabel ukuran dewan komisaris (BSIZE) dan kepemilikan saham blok (BLOCK) tidak signifikan mempengaruhi komisaris independen (OUTDIR). Sedangkan pada persamaan (4) nampak bahwa variabel kepemilikan saham internal (INSOWN), komisaris independen (OUTDIR), dan kepemilikan saham blok (BLOCK) tidak signifikan mempengaruhi ukuran dewan komisaris (BSIZE). Karena itu secara umum dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama menyatakan bahwa "*perusahaan melakukan substitusi di antara struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris*" tidak sepenuhnya terdukung.

2. Pengujian Hipotesis Kedua

Hipotesis kedua menyatakan "*struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris berpengaruh terhadap kinerja perusahaan*". Pengujian terhadap hipotesis ini dilakukan dengan menggunakan persamaan (5) – (8). Hasil pengujian secara ringkas disajikan pada Tabel 7.

Dari Tabel 7 nampak bahwa hanya variabel kepemilikan saham blok atau *blockholders* (BLOCK) saja yang signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan, sedangkan variabel tata kelola korporasi lainnya tidak signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Karena itu dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua yang menyatakan "*struktur kepemilikan saham dan struktur dewan komisaris berpengaruh terhadap kinerja perusahaan*" tidak sepenuhnya terdukung.

Tabel 7: Pengujian Hipotesis Kedua

Persamaan (5): Variabel Dependen Tobin's Q				
Variabel Independen	Koefisien	Nilai t	Nilai-p	Simpulan*
INSOWN	-0,231	-0,733	0,465	Tidak signifikan
Persamaan (6): Variabel Dependen Tobin's Q				
BLOCK	0,551	1,939	0,055	Signifikan
Persamaan (7): Variabel Dependen Tobin's Q				
OUTDIR	-0,372	-0,716	0,475	Tidak signifikan
Persamaan (8): Variabel Dependen Tobin's Q				
BSIZE	0,023	0,657	0,513	Tidak signifikan

* pada $\alpha = 0,1$

Sumber: Hasil pengolahan data

Pembahasan

Hasil pengujian model persamaan simultan (1) – (4) memperlihatkan bahwa persamaan (1) dan (2) tidak fit sedangkan persamaan (3) dan (4) fit. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Belkir (2006). Adanya model yang tidak fit ini dapat diakibatkan oleh pemilihan *proxy* yang tidak tepat dan atau variabel kontrol yang tidak tepat.

Hipotesis pertama tidak terdukung oleh data empiris dalam penelitian ini, kecuali bahwa kepemilikan saham internal terbukti berpengaruh signifikan terhadap proporsi komisaris independen. Hal ini mengindikasikan bahwa penerapan tata kelola korporasi di Indonesia belum sepenuhnya memperhatikan interdependensi antara struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris. Selanjutnya, tidak adanya interdependensi antara struktur kepemilikan dan struktur dan komisaris mengindikasikan pula bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia belum sepenuhnya melakukan substitusi mekanisme tata kelola korporasi guna menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham. Temuan ini berbeda dengan hasil penelitian Belkir (2006) yang menemukan adanya interdependensi antara struktur komisaris dan struktur kepemilikan yang mengindikasikan bahwa perusahaan melakukan substitusi mekanisme tata kelola korporasi untuk dapat menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham (*the substitution hypothesis*).

Tidak terbuktinya "hipotesis substitusi" secara keseluruhan ini juga mengindikasikan bahwa penerapan tata kelola korporasi di Indonesia belum sepenuhnya dilakukan berdasarkan prinsip biaya dan manfaat (*cost and benefit*). Biaya dan manfaat masing-masing mekanisme tata kelola korporasi bisa bervariasi antar perusahaan sehingga penggunaan satu mekanisme tata kelola mungkin lebih menarik bagi suatu perusahaan dibanding perusahaan lainnya. Karena itu masing-masing mekanisme akan digunakan oleh setiap perusahaan sampai pada suatu level di mana biaya marjinal sama dengan manfaat marginal. Namun prinsip ini ternyata belum diterapkan sepenuhnya oleh perusahaan-perusahaan Indonesia.

Meskipun demikian hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham internal (INSOWN) berpengaruh positif terhadap proporsi komisaris independen (OUTDIR). Hal ini mengindikasikan bahwa makin tinggi level kepemilikan saham internal, makin tinggi kebutuhan akan komisaris independen. Temuan ini membuktikan bahwa terdapat kesadaran yang tinggi di kalangan perusahaan Indonesia akan pentingnya peran komisaris independen dalam mengawasi para manajer yang juga memiliki saham perusahaan (owners-managers).

Selanjutnya pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris ternyata tidak signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan, kecuali kepemilikan saham blok. Temuan ini juga tidak mendukung temuan Belkir (2006) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa penerapan tata kelola korporasi melalui penetapan struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris belum dilakukan secara optimal sehingga tidak memiliki dampak positif terhadap kinerja perusahaan. Sebagai misal, Jensen (1993) serta Lipton dan Lorsch (1992) merekomendasikan agar jumlah komisaris berkisar antara tujuh hingga delapan orang, sementara dalam penelitian ini ditemukan jumlah komisaris rata-rata sekitar empat orang. Relatif sedikitnya jumlah komisaris ini dapat menyebabkan mereka tidak mampu melakukan perencanaan dan pengawasan secara efektif, sehingga pada gilirannya keberadaan mereka tidak berdampak positif terhadap kinerja perusahaan.

Namun dalam penelitian ini ditemukan bahwa *blockholders* (BLOCK) ternyata berpengaruh positif kinerja perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa para *blockholders* mempunyai *power* untuk "menekan" para manajer selalu meningkatkan kinerja mereka yang selanjutnya akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Di samping itu, dalam rangka menjamin kepentingannya, *blockholders* juga dapat mengajukan nominasi figur yang akan mewakili mereka sebagai anggota dewan komisaris untuk selalu mengawasi perilaku para manajer. Konsekuensinya, perusahaan dengan kepemilikan saham blok yang tinggi diharapkan dapat mengurangi biaya keagenan dan kebutuhan akan mekanisme kontrol alternatif pun berkurang sehingga pada gilirannya dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Dari Tabel 3 nampak rata-rata kepemilikan saham oleh *blockholders* mencapai hampir 67%. Tingginya proporsi kepemilikan saham oleh *blockholders* ini sekaligus juga mencerminkan betapa besarnya *power* yang mereka miliki.

Simpulan, Implikasi, dan Keterbatasan

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan Indonesia belum sepenuhnya menerapkan *the substitution hypothesis*, yaitu melakukan substitusi antara struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris pada level yang optimal. Hanya variabel kepemilikan saham internal saja yang terbukti berpengaruh positif terhadap proporsi komisaris independen. Hal ini mengindikasikan adanya kesadaran akan pentingnya keberadaan komisaris independen dalam mengimbangi kepemilikan saham internal.

Pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris ternyata belum sepenuhnya berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hanya variabel kepemilikan saham oleh *blockholders* saja yang signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa keberadaan *blockholders* menjadi faktor penting dalam mendukung keberhasilan perusahaan.

Kelemahan utama penelitian ini adalah ditemukannya bukti empiris bahwa dua model yang digunakan [persamaan (1) dan (2)] ternyata tidak fit. Hal ini mengindikasikan bahwa model yang digunakan tidak sepenuhnya dapat mencerminkan data empiris yang ditemukan. Karena itu peneliti selanjutnya diharapkan dapat menemukan *proxy* dan atau variabel kontrol yang lebih tepat sehingga model yang digunakan memang fit dengan data empiris.

Daftar Rujukan

- Adams, R., dan H. Mehran. 2002. Board Structure dan Banking Firm Performance, *Working Paper*. Federal Reserve Bank of New York.
- Agrawal, A. dan C.R. Knoeber. 1996. "Firm Performance and Mechanisme to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 31: pp. 377-390.
- Belkhir, M. 2006. Board Structure, Ownership Structure, and Firm Performance, Evidence from Banking. Laboratoire d'Economie d'Orleans.
- Bhagat, S. dan B. Black. 2002. "The Non-correlation between Board Independence and Long-term Performance". *Journal of Corporation Law*. 27 (2): pp. 231-243.
- Booth, J.R., M. Cornett, dan H. Tehranian. 2002. "Board of Director, Ownership, and Regulation". *Journal of Banking and Finance*. 26: pp. 1973-1996.
- Brewer III, E., W. Jackson III, dan J. Jagtiani. 2000. "Impact of Independent Directors and the Regulatory Environmental on Bank Merger Prices: Evidence from Takeover Activity in 1990s". *Working Paper*. Federal Reserve Bank of Chicago.
- Cho, M.H. 1998. "The Takeover Market, Corporate Board Composition and Ownership Structure". *Journal of Law and Economics*. 30: pp. 161-181.
- Demsetz, H., dan K. Lehn. 1985. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*. 93: pp. 1155-1177.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, dan M.T. Wells. 1998. "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms". *Journal of Financial Economics*. 48: pp. 35-54.
- Fama, E.F. 1980. "Agency Problems and Theory of Firm". *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E.F., dan M.C. Jensen. 1983. "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*. 26: pp. 301-325.
- Hermalin, B. dan M. Weisbach. 1991. The Effects of Board Composition and Direct Incentives in Firm Performance. *Financial Management*. 20: pp. 101-112.

- Herwidiyanto. 2000. "Implementasi Good Corporate Governance untuk Perusahaan Publik Indonesia". *Usahawan*. 10: hal. 25-32.
- Himmelberg, C., R. Hubbard, dan D. Palia. 1999. "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance". *Journal of Financial Economics*. 53: pp. 353-384.
- Jensen, M.C. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control Systems". *Journal of Finance*. 48 (3): pp. 831-880.
- Jensen, M.C. dan W.H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. 3: pp. 305-360.
- Kaplan, S.N., dan B. Minton. 1994. "Appointments of Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers". *Journal of Financial Economics*. 36: pp. 225-257.
- Krismantono, D. 2004. Mendokumentasikan Pencapaian Perbaikan Corporate Governance di Indonesia. *Komitmen Menegakkan Corporate Governance*. Hal. 3-10.
- Mak, Y.T., dan Y. Li. 2001. "Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore". *Journal of Corporate Finance*. 7: pp. 235-256.
- Mehran, H. 1995. "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance". *Journal of Financial Economics*. 38: pp. 163-184.
- Morck, R., A. Shleifer, dan R. Vishny, R. 1988. "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*. 20: pp. 293-315.
- Pi, L., dan S. Timme. 1993. "Corporate Control and Bank Efficiency". *Journal of Banking and Finance*. 17: pp. 515-530.
- Schrank, M.S. 1993. "Takeovers Improve Firm Performance: Evidence from Banking Industry". *Journal of Political Economy*. 101: pp. 299-326.
- Tjager, I.N., F.A. Alijoyo, R.D. Humprey, dan B. Sembodo. 2003. *Corporate Governance: Tantangan dan Kesempatan bagi Komunitas Bisnis di Indonesia*. Jakarta: PT. Prenhallindo.
- Yermack, D. 1996. "Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors". *Journal of Financial Economics*, 40: pp. 185-211.

Halaman ini Sengaja Dikosongkan