

**PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP KINERJA
PERUSAHAAN: PENDEKATAN DENGAN METODE STRUCTURAL EQUATION
MODEL PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI**

Oleh :

**VERNI ASARIWANGI, SE, Ak, M.S.Ak
YUDIANA, SE, MM**

ABSTRACT

The objective of this study is to examine the influence of corporate governance index (board of director, board of commissioners, committee audit and information content) to firm performance of 73 Indonesian listed companies in 2009. MTobin's Q as firm performance measure, with the control variables are size, debt and industry. This study by simultaneous equation approach using structural equation modeling. This research based on Zuraidah's & Norman's (2005) suggestion there is probability relationship between firm performance and corporate governance is simultaneously. The results obtained in all econometric approach show a positive and significant influence of firm performance related to corporate governance. The results of this study are consistent with studies by Black (2001), Black et al. (2006), Durnev and Kim (2005), Bai et al. (2003), Beiner et al. (2004) and Brown and Caylor (2004), which also used corporate governance index and found a significant positive relation between firm value and corporate governance. The result show a negative and not significant about the relationships of corporate governance to firm performance. Moreover, results by simultaneous equation approach indicate a relation of reverse causality between corporate governance index and firm performance.

Key words : corporate governance index and firm performance

I. PENDAHULUAN

1. Latar Belakang

Mekanisme *corporate governance*, telah banyak diuji oleh (Barnhart & Rosenstein, 1998; Core, Holthausen & Larcker, 1999; Joh, 2003; Judge, Naoumova & Koutzevol, 2003; Singh & Davidson, 2003). Karena pentingnya mekanisme *corporate governance*, banyak penelitian yang meneliti hubungan *corporate governance* dengan kinerja dan *return* saham. Mengingat keuntungan yang akan didapat oleh *shareholder* dan makin baiknya *performance* perusahaan itu sendiri, maka penerapan *good corporate governance* harus dilakukan. *Corporate governance reporting* menyediakan informasi yang berisi tentang manajemen perusahaan, pengawasan, transparan, dan akuntabilitas untuk pengguna laporan. Kebutuhan akan informasi ini yang membedakan perusahaan dengan praktek *good* atau *bad performance* dengan demikian perusahaan dapat menekan *agency problem*. Hal ini dikarenakan *agency problem* yang rendah dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Kinerja perusahaan sangat penting jika dikaitkan dengan penelitian *disclosure* dan *corporate governance*. Beberapa penelitian yang menghubungkan kinerja perusahaan dengan disclosure misalnya Miller (2002); Lang & Lundholm (1993). Gonedes, Dopuch, and Penman (1976) meneliti mengenai aturan pengungkapan dan sejauh mana aturan pengungkapan konsisten dengan alokasi sumber daya secara optimal. Penelitian ini ingin mengembangkan kerangka *corporate governance disclosure*. Penelitian ini ingin mengembangkan kerangka *corporate governance disclosure*. Bapepam telah mengeluarkan peraturan mengenai corporate governance disclosure yang bersifat mandatory pada tahun 2006 yang harus ditaati oleh perusahaan pada tahun 2007. Meskipun banyak penelitian yang melihat hubungan *corporate governance disclosure* dengan factor-faktor lain misalnya *earnings management* (Chtoutou et al 2001; Kasznik 1999, Klein A 2002; Siregar, dan Siddharta Utama (2006), kinerja perusahaan (Darmawati dkk 2005), aktivitas luar negeri dan *proprietary costs* (Depoers,2004), namun belum banyak riset *corporate governance* yang menghubungkan pengaruh *CEO tenure* (lamanya menjadi CEO) atas *corporate governance disclosure*

Menurut Tjager et al. (2003), *agency problem* yang muncul sebagai akibat adanya hubungan antara agent dengan principal terjadi ketika timbul konflik antara harapan tujuan pemilik / pemegang saham dan para direksi (*top management*), para pemilik mengalami kesulitan untuk memverifikasi apa yang sesungguhnya dikerjakan manajemen dan juga ketika pemilik dan direksi mempunyai sikap yang berbeda terhadap resiko. Tjager et al (2003) juga menyatakan bahwa sentralisasi isu corporate governance juga dilatarbelakangi beberapa permasalahan diantaranya adanya tuntutan akan transparansi dan independensi . Tuntutan akan transparansi dan independensi ini terlihat dari adanya tuntutan agar perusahaan memiliki lebih banyak komisaris independen yang mengawasi tindakan-tindakan para eksekutif. Tuntutan akan transparansi dan independensi ini terlihat dari adanya tuntutan agar perusahaan memiliki lebih banyak komisaris independen yang mengawasi tindakan-tindakan para eksekutif.

Dechow et al (1996) dan Beasley (1996) menemukan hubungan yang signifikan antara peran dewan komisaris dengan pelaporan keuangan. Mereka menemukan bahwa ukuran dan independensi dewan komisaris mempengaruhi kemampuan mereka dalam memonitor proses pelaporan keuangan. Dalam hubungannya dengan kinerja, laporan keuangan sering dijadikan dasar untuk penilaian kinerja perusahaan.

Corporate governance dan tanggung jawab *corporate disclosure* menarik perhatian publik, seperti perusahaan yang terkena skandal seperti Enron, World.Com dan Primalat. Bagian dari *corporate governance*, memiliki hubungan erat dengan *issue* keuangan dan ekonomi (Labelle, 2002). Hal penting dan dampak dari *corporate governance*, seluruh negara-negara di dunia bereaksi secara proaktif dalam pembentukan aturan yang berhubungan dengan *corporate governance*. Di Kanada, pemerintah focus pada peraturan mengenai *corporate disclosure* dengan melihat pada *corporate governance*.

Konsep *good corporate governance* mulai menjadi perhatian dalam banyak penelitian empiris sejak terjadinya krisis ekonomi yang melanda negara-negara di Asia. Beberapa pihak menyalahkan lemahnya *corporate governance* sebagai salah satu penyebab

timbulnya krisis tersebut (Wolfensohn, 1999 dalam Gibson, 1999, Damiri 2004; Tjager et al.2003).

Karena pentingnya mekanisme *corporate governance*, banyak penelitian yang meneliti hubungan *corporate governance* dengan kinerja dan return saham. Mengingat keuntungan yang akan didapat oleh *shareholder* dan makin baiknya *performance* perusahaan itu sendiri, maka penerapan *good corporate governance* harus dilakukan. Lastanti (2004), menyatakan bahwa terdapat hubungan struktur *corporate governance* dengan kinerja perusahaan dan reaksi pasar, Pendapat ini didukung juga oleh Mayangsari (2003), Majidah (2004) dan Suranta (2004). Namun belum banyak penelitian yang melihat informasi *corporate governance* yang harus diungkapkan kepada *stakeholders*. *Corporate governance reporting/ disclosure* memberikan informasi seperti manajemen, controlling, transparansi dan akuntabilitas kepada pemakai laporan keuangan di pasar modal. Informasi ini diperlukan agar pemakai dapat membedakan mana perusahaan yang praktek governancenya baik atau buruk, yang akhirnya akan berinvestasi pada perusahaan yang agency problemnya kecil. Hal ini dapat dipahami karena perusahaan yang agency problemnya kecil akan berakibat pada kinerja perusahaan yang lebih tinggi.

Kinerja perusahaan sangat penting jika dikaitkan dengan penelitian *disclosure* dan *corporate governance*. Beberapa penelitian yang menghubungkan kinerja perusahaan dengan disclosure misalnya Miller (2002); Lang & Lundholm (1993). Gonedes, Dopuch, and Penman (1976) meneliti mengenai aturan pengungkapan dan sejauh mana aturan pengungkapan konsisten dengan alokasi sumber daya secara optimal. Penelitian ini ingin mengembangkan kerangka *corporate governance disclosure*. Penelitian ini ingin mengembangkan kerangka *corporate governance disclosure*. Bapepam telah mengeluarkan peraturan mengenai corporate governance disclosure yang bersifat mandatory pada tahun 2006 yang harus ditaati oleh perusahaan pada tahun 2007. Meskipun banyak penelitian yang melihat hubungan *corporate governance disclosure* dengan factor-faktor lain misalnya *earnings management* (Chtoutou et al 2001; Kasznik 1999, Klein A 2002; Siregar, dan Siddharta Utama (2006),

2. Perumusan Masalah

Corporate governanace merupakan salah satu elemen kunci dalam meningkatkan efisiensi ekonomis, yang meliputi serangkaian hubungan antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, para pemegang saham dan *stakeholders* lainnya. *Corporate governance* juga memberikan suatu struktur yang memfasilitasi penentuan sasaran-sasaran dari suatu perusahaan, dan sebagai sarana untuk menentukan teknik monitoring kinerja perusahaan.

Untuk membuktikan pendapat tersebut di atas, apakah terbukti apabila diuji dengan menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia maka timbul pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah *corporate governance* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan ?
2. Apakah kinerja perusahaan berpengaruh terhadap *corporate governance* ?
3. Apakah ada hubungan secara simultan antara *corporate governance* dengan kinerja perusahaan ?

II. TINJAUAN PUSTAKA

1. Landasan Teori

Corporate *governance* dapat dipahami dengan perspektif *agency theory*. Hubungan *keagenan* adalah sebuah kontrak antara *principal* dan *agent* (dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976), dan Fama dan Jensen (1983). Teori keagenan berusaha untuk menjawab masalah keagenan yang terjadi antara pihak-pihak yang saling bekerja sama untuk mencapai tujuan dengan pembagian kerja yang berbeda. Teori keagenan membahas tentang adanya hubungan keagenan, dimana pihak tertentu (*principal*) mendelegasikan kepada pihak lain (*agent*), yang melakukan pekerjaan. Konflik kepentingan dapat terjadi antara *principal* dengan *agent* sehingga memicu biaya keagenan.

2. Teori Keagenan

Teori keagenan adalah teori dasar dari corporate governance. Masalah keagenan timbul karena pemisahan antara kepemilikan dan pengawasan (Jensen&Meckling, 1976). Teori keagenan juga dikarenakan adanya konflik kepentingan antara shareholder dan manajemen. Shleifer & Vishny (1997) menyatakan pengambilalihan pemegang saham oleh manajer termasuk di dalamnya masalah gedung, insider trading, pemidahan uang dari perusahaan dan lain-lain.

Teori keagenan dan literature yang berkaitan dengan corporate governance dapat digunakan oleh investor guna melindungi investasinya dari kepentingan manajer perusahaan. Kepentingan manajer tersebut tidak selalu sejalan bahkan sering kali bertentangan dengan kepentingan pemegang saham, sehingga menimbulkan konflik kepentingan di antara kedua pihak. Manajer dapat melakukan berbagai tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri namun di sisi lain merugikan pemilik perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak antara manajer (*agent*) dengan pemilik (*principal*) perusahaan. Satu atau lebih *principal* memberi wewenang dan otoritas kepada *agent* untuk melakukan kepentingan *principals*. Manajer sebagai pihak yang diberi wewenang atas kegiatan perusahaan dan berkewajiban menyediakan laporan keuangan akan cenderung untuk melaporkan sesuatu yang memaksimalkan utilitasnya dan hal ini memacu terjadinya konflik keagenan.

3. Teori Signal

Teori sinyal menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajer untuk mengurangi asimetri informasi. Manajer memberikan informasi melalui laporan keuangan bahwa mereka menerapkan kebijakan akuntansi konservatisme yang menghasilkan laba yang lebih berkualitas karena prinsip ini mencegah perusahaan melakukan tindakan membesar-besarkan laba dan membantu pengguna laporan keuangan dengan menyajikan laba dan aktiva yang tidak *overstate*. Dalam praktiknya, manajemen menerapkan kebijakan akuntansi konservatif dengan menghitung depresiasi yang tinggi yang akan menghasilkan laba rendah yang relatif permanen yang berarti

tidak mempunyai efek sementara pada penurunan laba yang akan berbalik pada masa yang akan datang.

Watts (2003a) menyatakan bahwa *understatement* aktiva bersih yang sistematis atau relatif permanen merupakan *hallmark* konservatisme akuntansi, sehingga dapat dikatakan bahwa konservatisme akuntansi menghasilkan laba yang lebih berkualitas karena prinsip ini mencegah perusahaan melakukan tindakan membesar-besarkan laba dan membantu pengguna laporan keuangan dengan menyajikan laba dan aktiva yang tidak *overstate*.

Teori Sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi adalah karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar (investor, kreditor). Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar, salah satunya berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang (Wolk et al., 2000).

Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain.

4. Corporate Governance

Corporate governance merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bias berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer tidak akan menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol manajer (Schleifer & Vishny; 1997), dikutip dari paper Ujjiyantho & Pramuka, 2007.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer (*agent*) dengan investor (*principal*). Konflik kepentingan antara pemilik dan agen terjadi karena kemungkinan agen tidak selalu berbuat sesuai dengan kepentingan *principal*, sehingga memicu biaya keagenan (*agency cost*).

Menurut Lodh (2001) *Corporate governance* merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan. *Good Corporate governance* secara definitif merupakan sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah (*value added*) untuk semua *stakeholders*. Ada dua hal yang ditetapkan dalam konsep ini, pertama, pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar

(akurat) dan tepat pada waktunya, dan kedua, kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan secara akurat, tepat waktu, dan transparan terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan *stakeholders*.

5. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan merefleksikan kinerja fundamental suatu perusahaan. Dalam rangka membentuk suatu keadaan agar evaluasi kinerja perusahaan dapat dilakukan maka sangatlah penting untuk mendefinisikan tujuan akhir suatu perseroan, yaitu kinerja perusahaan jangka panjang (Monks dan Minow, 2001).

Kinerja keuangan diukur dengan data fundamental perusahaan, yaitu data yang berasal dari laporan keuangan. Kinerja perusahaan dalam penelitian ini akan diukur menggunakan *Tobin Q*. Proksi ini diambil berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Klapper dan Love (2002) yang mengaitkan antara CG dengan kinerja perusahaan, untuk menilai kinerja perusahaan mereka menggunakan ROA, ROE, marjinal kotor dan *Tobin Q*. Dari hasil penelitian Klapper & Love (2002) ditemukan bahwa *Tobin Q* memiliki nilai yang lebih baik daripada variabel kinerja lainnya.

6. Penelitian Terdahulu

a. *Corporate Governance* dan Kinerja Perusahaan

Silveira dan Barros (2006) meneliti pengaruh kualitas CG terhadap nilai pasar atas 154 perusahaan di Brazil yang terdaftar di bursa efek pada tahun 2002. Mereka membuat suatu *governance index* sebagai ukuran atas kualitas CG. Sedangkan ukuran untuk *market value* perusahaan adalah dengan menggunakan dua variabel yaitu Tobin's Q dan PBV. Temuan yang diperoleh menunjukkan adanya pengaruh kualitas CG yang positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan

Black, Jang, and Kim (2005) menggunakan pendekatan *Ordinary Least Square* (OLS) dan *instrumental variable* untuk membuktikan bahwa *CG index* secara keseluruhan merupakan hal penting dan menjadi salah satu faktor penyebab yang dapat menjelaskan nilai pasar bagi perusahaan-perusahaan independen di Korea.

Johnson dkk.(2000) memberikan bukti bahwa rendahnya kualitas corporate governance dalam suatu negara berdampak negatif pada pasar saham dan nilai tukar mata uang negara bersangkutan pada masa krisis di Asia. Dengan ukuran variabel *Corporate Governance* yang digunakan seperti La Porta dkk (1998) yang terdiri dari *judicial efficiency, corruption, rule of law, enforceable minority shareholder rights, antidirector rights, creditor rights* dan *accounting standards*, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel-variabel *corporate governance* lebih bisa menjelaskan variasi perubahan nilai tukar mata uang dan kinerja pasar modal, dibanding dengan variabel-variabel makro.

Klapper dan Love (2002) menemukan adanya hubungan positif antara *corporate governance* dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan return on assets (ROA) dan Tobin's Q. Penemuan penting lainnya adalah bahwa penerapan corporate governance di tingkat perusahaan lebih memiliki arti dalam negara berkembang

dibandingkan dalam negara maju. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang menerapkan *corporate governance* yang baik akan memperoleh manfaat yang lebih besar di negara-negara yang lingkungan hukumnya buruk.

b. Kinerja perusahaan dengan Corporate Governance

Indeks CG adalah indeks yang mengukur tingkat penerapan CG di sebuah perusahaan. Komponen penyusun indeks mencoba menangkap informasi tentang perlindungan hak pemegang saham, perlakuan adil kepada semua pemegang saham, peran *stakeholders* secara umum, pengungkapan dan transparansi informasi, serta tanggung jawab dewan, khususnya dewan komisaris (termasuk di dalamnya struktur dan ukuran dewan). Dengan mengakomodasi berbagai aspek CG, skor indeks yang dihasilkan diharapkan dapat mencerminkan tingkat penerapan CG di perusahaan secara komprehensif. Semakin tinggi indeks CG menunjukkan semakin tingginya tingkat penerapan CG di perusahaan terkait.

Penerapan CG yang efektif diharapkan dapat mewujudkan sistem tata kelola perusahaan yang diarahkan untuk mencapai tujuan bersama secara optimal dan menghindari konflik kepentingan antar berbagai pihak yang terkait dengan perusahaan. Hal ini tentunya akan menekan biaya keagenan serta biaya kontrak (biaya negosiasi, pengawasan, dan pelanggaran kontrak). Pengelolaan perusahaan secara profesional dalam kerangka CG juga diharapkan akan meningkatkan kinerja keuangan dan operasional perusahaan. Oleh sebab itu penerapan CG yang efektif diharapkan dapat berbuah peningkatan nilai perusahaan. Jika indeks CG dapat mencerminkan penerapan CG yang efektif tersebut, maka kenaikan indeks CG diharapkan akan berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

Secara umum dapat disimpulkan bahwa baik untuk sampel di Eropa, Amerika, dan Asia, terdapat bukti yang cukup konsisten tentang hubungan positif antara indeks CG dan nilai perusahaan (walaupun terdapat juga studi yang tidak menemukan hubungan signifikan antara indeks CG dan nilai perusahaan). Untuk kasus Indonesia, belum banyak studi yang mengkaji signifikansi hubungan indeks CG dan nilai perusahaan, kecuali Arsjah (2005) yang memberikan bukti pertama pengaruh positif indeks CG terhadap kinerja perusahaan berbasis akuntansi di Indonesia.

Pengaruh kinerja perusahaan terhadap disclosure adalah isu dasar dalam literatur voluntary disclosure (Miller, 2002). Lang & Lundholm (1993) menemukan bahwa secara keseluruhan perusahaan akan mendisclose lebih banyak dalam tahun dimana *annual earnings* sangat tinggi. Namun masih terdapat bukti yang kontradiksi mengenai hubungan antara kinerja dengan disclosure, misalnya Raffournier (1995) menemukan bahwa profitability tidak signifikan mempengaruhi voluntary disclosure. Gonedes, Dopuch, and Penman (1976) meneliti mengenai aturan pengungkapan dan sejauh mana aturan pengungkapan konsisten dengan alokasi sumber daya secara optimal.

III. METODOLOGI PENELITIAN

1. Pengembangan Hipotesis

a. Kinerja Perusahaan dan *Corporate Governance*

Pengaruh kinerja perusahaan terhadap disclosure adalah isu dasar dalam literatur voluntary disclosure (Miller, 2002). Lang & Lundholm (1993) menemukan bahwa *annual earnings* sangat tinggi ketika perusahaan akan mengungkapkan lebih banyak dalam tahun tersebut. Namun masih terdapat bukti yang kontradiksi mengenai hubungan antara kinerja dengan disclosure, misalnya Raffournier (1995) menemukan bahwa profitability tidak signifikan mempengaruhi voluntary disclosure. Gonedes, Dopuch, and Penman (1976) meneliti mengenai aturan pengungkapan dan sejauh mana aturan pengungkapan konsisten dengan alokasi sumber daya secara optimal.

Johnson, et al. (2000) yang dikutip dalam Darmawati, dkk (2005) memberikan bukti bahwa rendahnya kualitas corporate governance dalam suatu negara berdampak negatif pada pasar saham dan nilai tukar mata uang negara yang bersangkutan pada masa krisis di Asia. Sebuah survey yang dilakukan oleh McKinsey & Co menunjukkan bahwa corporate governance menjadi perhatian utama para investor menyamai kinerja financial dan potensi pertumbuhan, khususnya bagi pasar-pasar yang sedang berkembang. Investor cenderung menghindari perusahaan yang buruk dalam penerapan corporate governance (Tjager, dkk :2003). Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis penelitian ini adalah :

H₁ : *Corporate Governance* memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan.

a. *Corporate Governance* dan Kinerja Perusahaan

Adanya sistem *corporate governance* di perusahaan secara umum diprediksi akan meningkatkan nilai dan kinerja perusahaan, hal ini karena diduga dengan semakin tingginya persentase dewan komisaris independen, semakin banyaknya komite audit, semakin tingginya kepemilikan institusional dan semakin tingginya kualitas audit akan meningkatkan kinerja perusahaan dari sudut pandang akuntansi dan pasar (berhubungan positif).

Semakin tinggi independensi perwakilan *outside director* atau komisaris independen maka semakin tinggi independensi dan efektif corporate board sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh Barnhart dan Rosentein (1998) dan Lastanti (2005). Demikian halnya dengan hubungan komisaris independen, diduga memiliki hubungan searah yaitu dengan semakin tingginya persentase komisaris independen dalam dewan komisaris akan semakin tinggi independensi dan efektif *corporate board* sehingga juga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Sehingga dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₂ : Kinerja perusahaan memiliki hubungan positif dengan *corporate governance*.

2. Metode Penelitian

a. Obyek Penelitian / Unit Analisa

Obyek penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2009, sedangkan perusahaan yang diambil sebagai sampel adalah semua perusahaan yang memiliki *CG reporting*. Hal ini dikarenakan penelitian ini menguji pengaruh simultan antara *corporate governance* yang diukur dengan indeks perusahaan sample dengan kinerja perusahaan yang diilihat dari *modification Tobin Q*. Perusahaan sample dibagi ke dalam dua industri. Sesuai, hal ini untuk melihat efek industri terhadap pemberian sumbangan oleh perusahaan sample. Selain itu, data keuangan yang diperoleh sebanyak 73 perusahaan, sampel yang diperlukan adalah sebanyak 45 perusahaan. Artinya jumlah sampel telah sesuai dan memenuhi syarat analisis dengan menggunakan metode Maximum Likelihood pada SEM (*Structural Equation Model*), yaitu sampel minimal sebanyak lima kali variable bebas yang akan dianalisa (Hair, Anderson et al, 1995). Adapun nama-nama perusahaan dapat dilihat pada lampiran 1.

Pemilihan Sampel Penelitian

• Perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2009	339 perusahaan
• Perusahaan Jasa Keuangan	(135 perusahaan)
• Perusahaan yang tidak memiliki CGR	(<u>129 perusahaan</u>)
	75 perusahaan
• <i>Outlier</i>	(<u>2 perusahaan</u>)
Perusahaan Sampel :	73 perusahaan

b. Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, dimana data diperoleh dari database BEI yang memuat informasi mengenai laporan keuangan perusahaan sampel. Sedangkan data tambahan diperoleh dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) dan OSIRIS.

1) Variabel Operasional

Pada penelitian ini terdapat beberapa variabel diantaranya :

Variabel Endogen

Variabel endogen dalam penelitian ini adalah *corporate governance* dan kinerja perusahaan. Untuk menentukan *Corporate Governance* dengan menggunakan :

a) *Corporate Governance*

Variabel ini mengukur berapa banyak butir laporan tahunan yang diungkap oleh perusahaan. Butir pengungkapan *corporate governance* dalam laporan tahunan yang diukur meliputi yang bersifat sukarela (*voluntary*). Penelitian ini menggunakan Indeks *Corporate governance* (CGIX) yang dikembangkan oleh Yan-Leung Cheung, Ping Jiang, Piman

Limpaphayom, Tong Lu (2008) dengan beberapa modifikasi. CGIX yang dikembangkan dalam penelitian ini mengikuti cara pembentukan indeks oleh Yan-Leung Cheung, Ping Jiang, Piman Limpaphayom, Tong Lu (2008) dengan penyesuaian terhadap keadaan dan peraturan yang berlaku di Indonesia. Indeks dari Yan-Leung Cheung, Ping Jiang, Piman Limpaphayom, Tong Lu (2008) ini dijadikan acuan dalam pengukuran CG karena China sebagai negara tempat penelitian mereka memiliki karakter yang cukup mirip dengan Indonesia yaitu *developed country* dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi pada keluarga.

Variabel endogen kinerja perusahaan ditentukan dengan menggunakan Tobin's Q yang dihitung dengan rasio *market value of assets / replacement cost of assets* sering dipakai sebagai pengukuran nilai perusahaan dalam penelitian mengenai hubungan antara nilai perusahaan dan struktur kepemilikan. Untuk menghitung Tobin's Q diperlukan informasi tentang biaya penggantian (*replacement cost*) aset perusahaan. Namun, oleh karena berbagai keterbatasan data, ketika Tobin's Q dihitung, banyak peneliti menghitungnya dengan rumus yang bervariasi. Morck et al.(1988) dan McConell dan Servaes (1990) menggunakan biaya penggantian sebagai denominator dengan data Amerika Serikat. Meskipun Himmelberg et al (1999),

Holderness et al (1999), serta Demzetz dan Villalonga (2001) menggunakan data AS, mereka memakai nilai buku total aset sebagai denominator. Ketika Tobin's Q dihitung dengan data negara sedang berkembang, nilai buku total aset sering dipakai sebagai pengganti *replacement costs*. Sementara itu, nilai pasar saham + *book value of debt + market value of preferred stock* (Claessens et al, 2002; Black, Jang, dan Kim, 2003) dan nilai pasar saham + nilai buku *total liabilities + market value of preferred stock* (Klapper dan Love, 2004; Durnev dan Kim, 2005) sering dipakai sebagai numerator. Ketika nilai perusahaan dihitung dengan data dari perusahaan terbuka di BEJ, data biaya penggantian aset perusahaan baik untuk saham maupun *total liabilities* tidak dapat diperoleh. Selain itu, nilai pasar *total liabilities* juga tidak dapat diperoleh.

Dalam penelitian ini nilai perusahaan akan diprosikan sama seperti Klapper dan Love (2004) dan Durnev dan Kim (2005), yakni rasio [nilai pasar saham + *total liabilities*] / [nilai buku total aset]. Nilai pasar saham (kapitalisasi pasar) dihitung dengan jumlah saham dikalikan dengan harga saham pada akhir tahun 2006. Namun, dengan menggantikan biaya penggantian dengan nilai buku serta nilai pasar *total liabilities* dengan nilai buku *total liabilities* dapat membawa perbedaan dengan Tobin's Q yang sebenarnya. Maka dalam penelitian ini nilai perusahaan, yakni proksi Tobin's Q, akan dinotasikan dengan MTOBIN.

Selain kedua ukuran nilai perusahaan berbasis pasar tersebut, penelitian ini juga akan mengakomodasi ukuran berbasis akuntansi, yaitu *returns on assets* (ROA). Selain ditujukan untuk menguji sensitivitas model SSR (2006) dengan ukuran kinerja akuntansi, studi Arsjah (2005) yang juga menggunakan data Indonesia menemukan ROA merupakan ukuran kinerja yang signifikan berhubungan dengan praktik CG. Studi lain yang juga menggunakan ROA adalah Berger dkk (1997), Bethel dkk (1998), Bhagat dan Black (2002), Anderson dan Reeb (2003), serta Gillans dkk (2003)-*industry adjusted ROA*.

Variabel Eksogen

Variabel eksogen atau variabel kontrol dari penelitian ini adalah : *size*, industri dan *debt*. Variabel kontrol adalah variabel selain variabel utama yang ikut diperhitungkan dalam suatu model.

- *Size / Ukuran Perusahaan*

Beberapa faktor yang diperkirakan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan selain *Modification Tobin-Q* yaitu sebagai variabel control adalah *size* perusahaan. Menurut Seifert et al(2004) bahwa perusahaan yang besar akan memiliki kinerja yang lebih bagus sehingga akan lebih banyak konsentrasi pada penrapan *corporate governance*. Berbagai penelitian yang menemukan adanya hubungan postive antara ukuran perusahaan dan kinerja perusahaan. Dalam penelitian ini, variabel ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total penjualan.

- *Industri*

Variabel industri digunakan sebagai variabel kontrol yang dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan . Silveira & Baros (2007) mempercayai bahwa kinerja perusahaan itu berbeda-beda sesuai dengan industrinya, karena masing-masing industri memiliki produk ataupun jasa yang berbeda. Untuk melihat perbedaan industri dalam penelitian ini, digunakan dummy variable sehingga sampel perusahaan dikelompokkan menjadi 2 yaitu untuk perusahaan manufaktur diberi kode 0 sedangkan untuk perusahaan non manufaktur diberi kode 1.

- *Debt*

Debt digunakan untuk mengukur seberapa besar kreditur dalam membiayai aset perusahaan. Tingkat hutang yang tinggi menyediakan alat yang lebih fleksibel untuk pengelolaan laba melalui keleluasaan untuk mengakui kewajiban jangka pendek (Gu, Lee dan Rosett, 2004). Peluang yang demikian membuat keraguan pada para pelaku pasar tentang kinerja manajemen, sehingga tingginya tingkat hutang menimbulkan apresiasi negatif dari pelaku pasar.

c. Model Penelitian

Berdasarkan hipotesa penelitian pada bab sebelumnya, penelitian ini menggunakan model Black, Jang dan Kim (2003) yang mengajukan model dengan pendekatan *ordinary least square* (OLS) baik untuk univariat maupun untuk multivariat. Berikut model yang disarankan oleh Black et al (2003) :

$Tobin's-Q = f(CGI, \ln(\text{years listed}), \text{other exogenous variables})$

$CGI = f(Tobin's Q, \text{Asset size dummy}, \text{other exogenous variables})$

Berdasarkan model tersebut maka peneliti menggunakan variabel model penelitian sebagai berikut :

$$CGI = \alpha_0 + \beta_1 MTobin + \beta_2 Industri + \beta_3 size + \beta_4 debt + \varepsilon_i \dots \dots (3.1)$$

$$MTOB = \alpha_0 + \beta_1 CGI + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3.2)$$

Keterangan :

CG = *Corporate Governance Index*

MTOBIN = *Modification Tobin Q*

Size = *Ukuran Perusahaan*

Debt = *Debt to equity ratio*

Industri = *jenis industri*

FP = *Financial Performance*

CGI = *Corporate Governance Index*

α_0 = *Konstanta*

$\beta_1 - \beta_5$ = *Koefisien Regresi*

ε = *error*

d. Metode Analisa Data

Analisa statistik yang dilakukan antara lain menganalisa data, menguji model simultan dan menguji hipotesis. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan alat uji statistik SEM (*Structural Equation Model*). Dari segi metodologi SEM memainkan beberapa peranan penting diantaranya, sebagai sistem persamaan simultan, analisa kausal linier, analisa lintasan (*path analysis*), *analysis of covariance structure* dan model persamaan struktural. (Wijantho, 2008).

Ada beberapa hal yang membedakan SEM dengan regresi biasa maupun teknik multivariat yang laian, karena SEM membutuhkan lebih dari sekedar perangkat statistik yang didasarkan atas regresi biasa dan analisis varian. Regresi biasa, umumnya menspesifikasikan hubungan kausal antara variabel-variabel teramati, sedangkan pada model variabel laten SEM, hubungan kausal terjadi di antara variabel-variabel tidak teramati (*unobserved variables*) atau variabel laten (Wijantho, 2008).

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Statistik Deskriptif Sampel

Berdasarkan tabel 4.1 rata-rata MTOB (*Modification Tobin-Q*) proxi dari kinerja perusahaan dari sampel perusahaan sebanyak 73 perusahaan adalah 157,07602 dengan standar deviasi sebesar 1330,8514477. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian secara rata-rata memiliki kinerja perusahaan yang positif. Variabel CGI proxi dari GCG (*Good Corporate Governance*) merupakan variabel laten yang diukur dengan variabel BOD (*Board of Director*), BOC (*Board of Commisionaire*), CA (*Comite Audit*) dan IC (*Information Content*) pada perusahaan sampel memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0030825 dengan standar deviasi sebesar 0,97851935. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang termasuk memiliki CGI yang positif.

Tabel 4.1
Deskriptif Statistik

	Mean	Std. Deviation	N
CGI	.0030825	.97851935	73
MTOB	157.0760	1330.851448	73
DEBT	1.5454932	1.68444921	73
SIZE	27.17808	2.59455876	73
INDUSTRI	2.0136986	2.06487255	73

Variabel ini dikontrol oleh beberapa variabel seperti : *size* dengan rata-rata sebesar 27.17808 dan standar deviasi 2.59455876, *debt* dengan rata-rata sebesar 1,5454932 dan standar deviasi 1.68444921 dan industri dengan rata-rata sebesar 2.0136986 dan standar deviasi sebesar 2.06487255. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian secara rata-rata memiliki kinerja perusahaan yang positif.

2. Hasil Pengujian Data

Penelitian ini mencakup dua model yaitu model 1 yang menguji hubungan antara GCG dengan kinerja perusahaan dan model 2 yang menguji antara kinerja perusahaan dengan GCG. Selanjutnya akan dibahas mengenai pengujian keseluruhan model dengan menggunakan SEM (*Structural Equation Model*). Pada penelitian ini data diolah dengan dua kali pengolahan, uji pertama dilakukan guna menguji apakah variabel BOD (*Board of Director*), BOC (*Board of Commisionaire*), CA (*Comite Audit*) dan IC (*Information Content*) dapat mewakili CGI (*Corporate Governance Index*) dan uji kedua digunakan untuk menguji model persamaan penelitian secara simultan.

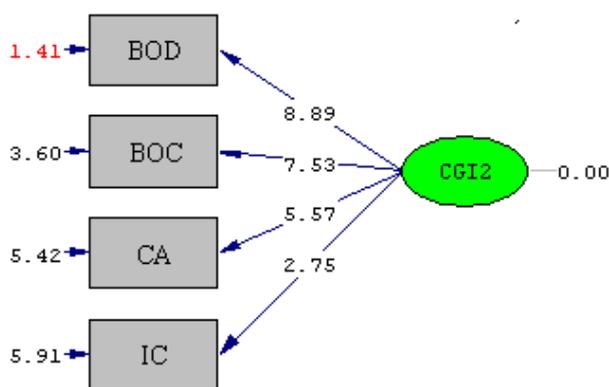
3. Hasil Pengujian CGI

Pada penelitian ini CGI adalah variabel laten yang diukur menggunakan variabel BOD, BOC dan CA, dapat dilihat pada lampiran bahwa ketiga variabel tersebut dapat

menggambarkan dengan baik variable CGI dilihat dari nilai GFI yang menunjukkan *perfect fit*.

Ukuran *goodness of fit index* (GFI) menunjukkan bahwa secara keseluruhan model yang dihasilkan adalah baik (*Saturated*). Ini dikarenakan variabel-variabel yang digunakan merupakan variable terukur dan bukan variabel laten sehingga kecocokan model dan variable yang teramati sangat baik. Hal ini terbukti *dengan* index good of fit yang baik yaitu angka *degree of freedom* = 2, *chi-square*= 11.19, *p-value* = 0,00372 dan RMSEA= 0,253. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kecocokan model dan data adalah *good fit*

Gambar 4.1
Uji CGI sebagai LVS



Chi-Square=11.19, df=2, P-value=0.00372, RMSEA=0.253

Berdasarkan gambar diatas maka dapat disimpulkan bahwa index BOD signifikan pada $t\text{-value} = 8.89 \geq 1.96$ yang artinya index BOD dapat menjelaskan dengan baik variabel laten CGI, selanjutnya variable index BOC signifikan pada $t\text{-value} = 7.53 \geq 1.96$ yang berarti index BOC juga dapat menjelaskan variabel CGI dengan baik dan variabel index CA signifikan pada $t\text{-value} = 5.57 \geq 1.96$ yang juga bisa menjelaskan dengan baik variabel CGI dan yang terakhir adalah variabel indeks IC signifikan pada $t\text{-value} = 2.75 \geq 1.96$ yang juga bisa menjelaskan dengan baik variabel CGI. Keempat index tersebut dapat menggambarkan dengan sangat baik sehingga variabel CGI sebagai laten variabel skor dapat menggambarkan keempat indeks BOD, BOC, CA dan IC.

Pada penelitian Cheung et al (2008) indeks CG diklasifikasikan ke dalam 5 variabel pengukuran yaitu : BOD, BOC, CA, IC dan PM (persepi manajemen) akan tetapi peneliti kesulitan dalam mendapatkan data tentang PM sehingga variabel tersebut didrop dari penelitian ini. Sejalan dengan penelitian Cheung et al (2008) keempat variabel pengukuran diatas signifikan berpengaruh terhadap indeks CG di Indonesia.

4. Hasil Pengujian Keseluruhan Model

Tahap selanjutnya adalah menguji keseluruhan model dimana pada bab 3 telah dijelaskan bahwa dalam penelitian ini terdapat dua model penelitian mengenai hubungan

simultan antara variabel GCG (*Good Corporate Governance*) yang diproksikan dengan CGI (*Corporate Governance Index*) merupakan laten variabel skor dari BOD, BOC, CA dan IC dengan kinerja perusahaan yang diproksikan dengan MTOB, diikuti dengan beberapa variabel control yaitu *size*, *debt* dan industri.

Hasil Analisa Output

Ukuran GOF	Target Tingkat Kecocokan	Hasil Estimasi	Tingkat Kecocokan
Chi-Square P	Nilai yang kecil $p > 0.05$	X^2 4,68 ($p = 0.09647$)	Good Fit. Nilai chi-square cukup besar, dan $p > 0.05$
ECVI (perbandingan model)	Nilai yang kecil dan dekat dengan ECVI saturated	$M^* = 0.44$ $S^* = 0.43$ $I^* = 0.61$	Good Fit Dengan asumsi jarak antara Sat. ECVI ke Ind.ECVI adalah 100, jarak model ECVI – Sat.ECVI = 0.60, (jaraknya dekat), maka keseluruhan model baik.
AIC (perbandingan model)	Nilai yang kecil dan dekat dengan AIC saturated	$I^* = 42.13$ $M^* = 30.68$ $S^* = 30.00$	Good Fit. Dengan asumsi jarak antara Sat. AIC ke Ind.AIC adalah 100, jarak model AIC – Sat.AIC = 30.00, (jaraknya dekat), maka keseluruhan model baik.
CFI (keseluruhan model)	$CFI \geq 0.90$	Comparative Fit Index (CFI) = 0.97	Good Fit.
IFI	$IFI \geq 0.90$	Incremental Fit Index (IFI) = 0.91	Good Fit.
RMR	Standardized RMR < 0.05	Standardized RMR = 0.09	Marginal Fit.
GFI	$GFI \geq 0.90$	Goodness of Fit Index (GFI) = 0.97	Good Fit.
AGFI	$AGFI \geq 0.90$	Adjusted Goodness of Fit Index (AGFI) = 0.81	Marginal Fit.

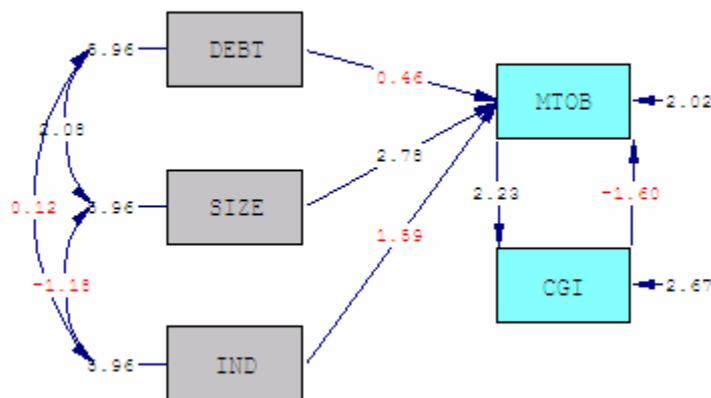
5. Pengujian Hipotesa

Pengujian dalam penelitian ini mencakup dua model yang menguji secara simultan variabel *corporate governance index* dan kinerja perusahaan. Model pertama menguji pengaruh *corporate governance* yang diproksikan dengan indeks dari komponen *board of directors*, *borad of commissioners*, dan *committee audit* terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan *modification Tobin-Q*, model ini dikontrol oleh beberapa variabel seperti *size*, *debt* dan industri. Model kedua menguji tentang pengaruh dari kinerja perusahaan terhadap *corporate governance index*.

a. Uji Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Kinerja Perusahaan

Model pertama yaitu melihat pengaruh *Corporate Governance* yang diproksikan dengan dengan indeks dari komponen *board of directors*, *borad of commissioners*, dan *committee audit* (hipotesa 1) dengan *size*, *debt* dan industri sebagai variable kontrol. Berdasarkan gambar 4.2 output path diagram dengan software LISREL 8.8 student version, output yang dihasilkan dari model ini adalah *corporate governance index* tidak terbukti secara signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Gambar 4.2
Path Diagram Model 1 & 2



Hal ini terlihat dari perolehan t-value dalam output path diagram adalah sebesar -1.40 yaitu lebih kecil dari 1.96 apabila $\alpha = 5\%$ atau 1.68 apabila $\alpha = 10\%$. Hal ini dimungkinkan karena sample data tidak dapat membuktikan secara signifikan t-value = 1.40 < 1.68 pada $\alpha 10\%$ ataupun 1.96 pada $\alpha 5\%$). Dengan demikian, data sample tidak dapat mendukung hipotesa pertama yang menyatakan bahwa *corporate governance* berpengaruh secara positif pada kinerja perusahaan. Halini mendukung penelitian Nam (2004) dalam paper Arsajah (2005) yang berpendapat bahwa secara teoritis ada sejumlah cara yang bisa membuat CG

mempengaruhi kinerja perusahaan. Salah satu cara yang paling jelas adalah melalui perusahaan nilai oleh pihak dalam perseroan. Misalnya, dewan komisaris yang memiliki kemampuan untuk memonitor kinerja direksi dengan lebih baik, akan lebih efektif untuk menghalangi terjadinya transaksi yang dapat memberikan manfaat pribadi kepada pihak dalam perseroan dengan sekaligus merugikan pemegang saham luar.

Penelitian sebelumnya yang menguji pengaruh *corporate governance* yang diproksikan dengan indeks dan kinerja perusahaan dilakukan oleh Silveira & Baros (2006) yang secara empiris menemukan bukti yang signifikan adanya pengaruh positif antara *corporate governance* dengan kinerja perusahaan. Sedangkan penelitian lainnya mengukur *corporate governance* antara lain dengan melihat mekanisme *corporate governance* maupun struktur kepemilikan juga menemukan bukti empiris adanya hubungan positif yang signifikan. Menurut kami, data sample penelitian tidak dapat mendukung hipotesa.

Variable kontrol untuk *corporate governance* yang diproksikan dengan *size*, industri dan *debt*. Dari ketiga variable kontrol tersebut, variable *size* yang diproksikan dengan logaritma natural dari total penjualan menunjukkan t-value =2.78 lebih besar dari 1.96 pada alpha =5% dan tanda koefisien variable tersebut adalah positif. Hal ini menunjukkan bahwa secara empiris terbukti adanya hubungan yang positif signifikan antara *size* dengan kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa apabila ukuran perusahaan semakin naik maka kinerja perusahaan akan meningkat ataupun sebaliknya.

Variabel kontrol lainnya yang terbukti tidak signifikan berpengaruh terhadap *corporate governance* adalah industri dan *debt*, dengan t-value masing-masing sebesar 1.59 dan 0.46 lebih kecil dari 1.96. Koefisien yang menunjukkan adanya pengaruh positif. Koefisien merupakan cerminan sensitifitas atas pengaruh variable bebas dengan variable terikat. Apabila koefisien menunjukkan tanda minus, maka sensitivitas hubungan keduanya menunjukkan arah yang terbalik. Industri merupakan variable dummy yang dikelompokkan sesuai dengan pengelompokkan yang dilakukan oleh ICMD.

b. Uji Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Corporate Governance Index

Model kedua yaitu melihat pengaruh kinerja perusahaan terhadap *corporate governance index* (hipotesa 2 yang diproksikan dengan *Modification Tobin-Q* dengan *Size*, Industri dan *Debt* sebagai variable kontrol. Berdasarkan output path diagram pada gambar 4.2 dengan software LISREL 8.8 student version, output yang dihasilkan untuk menguji hipotesa 2 adalah t-value = 2.78 lebih besar dari 1.96 pada alpha 5 % yang berarti data sampel penelitian mendukung hipotesa kedua yaitu bahwa kinerja perusahaan memiliki pengaruh terhadap positif terhadap *corporate governance index* pada tingkat alpha=5%. Dengan melihat besarnya koefisien B1 pada model persamaan kedua yang menunjukkan nilai positif, maka dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan memiliki pengaruh terhadap positif terhadap *corporate governance index* yang signifikan pada alpha=10% terhadap kinerja perusahaan.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data sample penelitian mendukung hipotesa 2 penelitian.

Hasil temuan ini sesuai dengan berbagai penelitian sebelumnya yang menemukan bukti adanya hubungan positif signifikan antara kinerja perusahaan terhadap *corporate governance index* (Miller (2002); Lang & Lundholm (1993). Gonedes, Dopuch, and Penman (1976)),

Dapat disimpulkan bahwa, hipotesis 1 tidak sesuai dengan hasil penelitian terdahulu, dimana *corporate governance* memiliki hubungan negative tapi tidak signifikan hal ini mungkin di sebabkan oleh perusakan nilai seperti yang telah diungkapkan Nam (2004) dalam Arsjah (2005). Sedangkan untuk hipotesa kedua sesuai dengan beberapa peneliti Miller (2002); Lang & Lundholm (1993). Gonedes, Dopuch, and Penman (1976)), bahwa kinerja perusahaan memiliki hubungan positif signifikan dengan *corporate governance*.

IV. KESIMPULAN DAN SARAN

Studi ini menguji hubungan simultan antara *corporate governance index* dan kinerja perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *Corporate governance index* dipresentasikan oleh *board of directors*, *board of commisioners* dan *comittee audit*, sedangkan kinerja perusahaan diproxikan dengan *modification Tobin-Q* dengan beberapa variabel kontrol seperti *size* (ukuran perusahaan), *debt* dan industri. Praktek *corporate governance* diukur dengan Indeks Corporate Governance (CGI) yang dikembangkan oleh Arsjah (2005) melalui suatu *survey* terhadap perusahaan di BEJ, sedangkan nilai perusahaan diukur oleh proksi Tobin's Q.

Pengujian CFA atas instrumen pengukuran masing-masing komponen indeks CG menghasilkan beberapa informasi. Instrumen pengukuran komponen *board of directors*, *board of commisioners*, dan *committee audit*, dinyatakan valid oleh pengujian CFA. Sementara instrumen pengukuran komponen sehingga dapat dikatakan variable tersebut dapat menggambarkan *index* CG dengan baik. Bukti empiris maih menunjukkan hasil yang berbeda-beda antara masing-masing penelitian. Hasil pengujian ini juga merupakan kontribusi pada pengembangan ilmu akuntansi khususnya mengenai *corporate governance* yang menggunakan pengukuran berdasarkan indeks.

Variable *corporate governance* yang dikaitkan dengan nilai perusahaan terbukti tidak signifikan, hal ini berarti apabila *corporate governance* suatu perusahaan baik maka belum tentu kinerja perusahaan perusahaan tersebut juga baik, kemungkinan dikarenakan penerapan *corporate governanace* perusahaan adalah *mandatory*. Sedangkan variable kinerja perusahaan yang dikaitkan dengan *corporate governance* signifikan berpengaruh positif dengan *t-value* = 2.24, hal ini berarti bahwa apabila perusahaan dengan kinerja yang baik maka akan mendorong perusahaan untuk memperbaiki praktek *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang mungkin mempengaruhi hasil penelitian, baik terkait dengan sampel, model, maupun *operasionalisasi* variabel-variabel

penelitiannya. Penelitian ini hanya menggunakan sampel penelitian untuk tahun 2006, sehingga hasil penelitian ini belum mengakomodasi kemungkinan hubungan antar variabel penelitian dalam jangka panjang. Penelitian ini juga belum mengakomodasi perusahaan pada kelompok industri jasa keuangan dan investasi, karena kelompok industri ini *highly regulated*, sehingga dikhawatirkan memiliki karakteristik yang khusus dan berbeda dengan perusahaan pada industri lainnya. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah:

1. Jumlah sampel perusahaan kurang proporsional terhadap populasi, walaupun telah memenuhi kriteria uji statistik. Sehingga model yang akurat dari hasil penelitian belum dapat digeneralisir.
2. Penelitian ini tidak dilengkapi data primer yang berkaitan dengan kualitas struktur *corporate governance* misalnya kualitas dewan komisaris, frekuensi rapat dewan komisaris dan dewan direksi dan sebagainya yang dipandang sangat bermanfaat bagi kontribusi teori. Adapun penelitian lebih menekankan pada segi kuantitas dan pengembangan penelitian empiris terdahulu.