

**CORPORATE GOVERNANCE DAN KINERJA:
ANALISIS PENGARUH COMPLIANCE REPORTING DAN STRUKTUR
DEWAN TERHADAP KINERJA**

DWI NOVI KUSUMAWATI
UNIVERSITAS GADJAH MADA

BAMBANG RIYANTO LS.
UNIVERSITAS GADJAH MADA

ABSTRACT

This research aims to test empirically whether investors value GCG transparency disclosed in annual reports, which is reflected in the market value of firms. The transparency items used in this research represent the compliance of management to GCG codes developed by KNKCG (2001). Moreover, the model also investigates whether investors also consider other corporate governance variables, such as board characteristics, as one of the added value in public companies.

GCG transparency level is measured using 161 items recommended by GCG Codes, which are developed by KNKCG (2001). Data are taken from the annual reports 2002 and the 1st and 2nd interim reports 2003 of all of companies listed at JSX. The statistical method being used is multiple regression analysis. The result shows that compliance reporting level is responded by the market. Market also gives premium to board characteristics, one of the other corporate governance variables.

Keywords: *Corporate Governance, Transparency, Compliance Reporting, Board Characteristics, Value of Firms.*

LATAR BELAKANG PENELITIAN

Kajian mengenai *corporate governance* meningkat dengan pesat seiring dengan terbukanya skandal keuangan berskala besar (misalnya skandal Enron, Tyco, Worldcom dan Global Crossing) yang melibatkan akuntan, salah satu elemen penting dari *good corporate governance*. Berbagai tulisan memaparkan konsekuensi negatif dari *weak governance system* dan berusaha mengidentifikasi faktor-faktor penentu yang dapat meningkatkan implementasi *corporate governance*. Iskander dan Chamlou (2000), misalnya, menyampaikan bahwa krisis ekonomi yang terjadi di kawasan Asia Tenggara dan negara lain terjadi bukan hanya akibat faktor ekonomi makro namun juga karena lemahnya *corporate governance* yang ada di negara-negara tersebut, seperti lemahnya hukum, standar akuntansi dan pemeriksaan keuangan (auditing) yang belum mapan, pasar modal yang masih *under-regulated*, lemahnya pengawasan komisaris, dan terabaikannya hak minoritas. Hal ini berarti bahwa *good corporate governance* tidak saja berakibat positif bagi pemegang saham, namun juga bagi masyarakat yang lebih luas yang berupa pertumbuhan ekonomi nasional. Karena itulah berbagai lembaga-lembaga ekonomi dan keuangan dunia seperti *World Bank* dan *International Monetary Fund* sangat berkepentingan terhadap penegakan *corporate governance* di negara-negara penerima dana karena mereka menganggap bahwa *corporate governance* merupakan bagian penting sistem pasar yang efisien.

Upaya pengembangan *good corporate governance* ditujukan untuk mendorong optimalisasi alokasi atau penggunaan sumber daya perusahaan agar pertumbuhan dan kesejahteraan pemilik perusahaan terjaga. *Corporate governance* pada dasarnya menyangkut masalah pengendalian perilaku para eksekutif puncak perusahaan untuk melindungi kepentingan pemilik perusahaan (pemegang saham). Masalah ini muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelola perusahaan. Pemilik sebagai pemasok modal perusahaan mendelegasikan kewenangan atas pengelolaan perusahaan kepada *professional managers*. Akibatnya, kewenangan untuk menggunakan *resources*

perusahaan sepenuhnya ada di tangan para eksekutif. Pemegang saham mengharapkan manajemen bertindak secara profesional dalam mengelola perusahaan. Setiap keputusan yang diambil seharusnya didasarkan pada kepentingan pemegang saham dan *resources* yang ada digunakannya semata-mata untuk kepentingan pertumbuhan (nilai) perusahaan. Meskipun demikian, yang sering terjadi adalah bahwa keputusan yang diambil oleh manajemen tidak semata-mata untuk kepentingan perusahaan tapi juga untuk kepentingan para eksekutif. Bahkan dalam banyak kasus, keputusan dan tindakan yang diambil seringkali hanya menguntungkan eksekutif dan merugikan perusahaan. Dengan kata lain, manajemen mempunyai agenda (kepentingan) yang berbeda dengan kepentingan pemilik. Penggunaan *creative accounting*, *business failures*, *limited roles of auditors*, tidak adanya hubungan yang jelas antara sistem kompensasi dengan kinerja, penekanan pada kinerja (laba akuntansi) jangka pendek yang mengorbankan *long-term economic profits*, dan sebagainya (Keasey and Wright, 1997) merupakan beberapa contoh ‘penyimpangan perilaku’ manager.

Secara umum, *corporate governance* merupakan sarana, mekanisme, dan struktur yang berperan sebagai pengawasan atas *self-serving behavior* manajer (Short et al., 1999). Pengelolaan perusahaan yang terbuka (*transparent*) dan *accountable* bisa mencegah terjadinya *self-serving behavior*. Seperti diungkapkan oleh Keasey and Wright (1997, p. 2) ‘*its [corporate governance’s] key elements concern the enhancement of corporate performance via the supervision, or monitoring, of management performance and ensuring the accountability of management to shareholders and other stakeholders.*’ *Good corporate governance* dengan demikian bisa diartikan sebagai interaksi antara struktur dan mekanisme yang menjamin adanya *control* dan *accountability*, namun tetap mendorong efisiensi dan kinerja perusahaan (Salowe, 2002).

PERTANYAAN PENELITIAN

Penerapan GCG dipercaya dapat meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan. Pernyataan ini dapat ditemukan dalam berbagai *codes of corporate governance* hampir di semua negara. Sebagai contoh, Dey Report (1994) mengemukakan bahwa *corporate governance* yang efektif dalam jangka panjang dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan menguntungkan pemegang saham. Peningkatan kinerja perusahaan tersebut tidak hanya untuk kepentingan pemegang saham namun juga untuk kepentingan publik secara umum.

Hal yang sama juga dikemukakan oleh Pedoman yang disusun oleh KNKCG (2001) di Indonesia. KNKCG mengemukakan bahwa pedoman GCG yang mereka susun antara lain bertujuan untuk “*memaksimalkan nilai perseroan dan nilai perseroan bagi pemegang saham dengan cara meningkatkan prinsip keterbukaan, akuntabilitas,*” (butir 1) serta untuk “*mendorong pengelolaan perseoran secara profesional, transparan, efisien,*” (butir 2).

Di Indonesia, khususnya, dan Asia pada umumnya, arti penting *good corporate governance* dalam mendorong alokasi sumber daya (*resources*) perusahaan yang optimal nampak nyata ketika krisis ekonomi dan perbankan melanda kawasan Asia. Hasil penelitian yang dilakukan Booz-Allen & Hamilton tahun 1998 menunjukkan bahwa indeks *good corporate governance* Indonesia adalah yang paling rendah di negara-negara Asia Timur lainnya. Indeks GCG Indonesia adalah 2,88, Malaysia 7,72, Thailand 4,89, Singapura 8,92, dan Jepang 9,17. Hasil survei McKinsey & Company yang dilakukan di tahun 2001 juga masih menunjukkan bahwa tingkat kualitas *corporate governance* Indonesia paling rendah, yaitu nilainya 1, 1 (dari 1 – 5 skala poin), di bawah Malaysia (1,3-1,7), Thailand (1,5-1,8), Korea (1,8-2,2), Taiwan (2,3-2,6), dan Jepang (2,2-2,8).

Dari hasil survei tersebut, maka akan menarik untuk diteliti apakah di Indonesia, investor benar-benar bersedia membayar premium kepada perusahaan yang telah menerapkan GCG dan mengungkapkannya dalam laporan tahunan, sebagai sumber utama informasi mengenai perseroan. Premium tersebut dapat dilihat dari harga yang bersedia dibayar oleh investor atas ekuitas perusahaan (harga pasar). Jika ternyata investor

bersedia membayar lebih mahal, maka nilai pasar perusahaan yang menerapkan dan memberikan pengungkapan GCG juga akan lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak menerapkan atau mengungkapkan praktek GCG mereka. Nilai pasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah *market-to-book ratio*.

HIPOTESIS

Dalam perspektif *agency theory*, *weak governance* merupakan bagian dari *agency costs* yang terjadi dan mencerminkan adanya *divergence of interest* antara *principal* (pemilik) dan agen (manajemen) (Riyanto, 2005). Agen yang *risk averse* dan cenderung mementingkan dirinya sendiri (*self-serving behavior*) akan mengalokasikan *resources* (berinvestasi) yang tidak meningkatkan nilai perusahaan. Di samping itu, agen juga melakukan *shirking* dengan cara menyalahgunakan (*abuse*) *resources* dalam bentuk *pecuniary* dan *non-pecuniary benefits*. Tindakan yang ‘merugikan’ perusahaan ini bisa terjadi karena adanya *information asymmetry* antara *principal* dan agen menyangkut masalah yang berhubungan dengan organisasi. Akibat adanya *information asymmetry* tersebut, pemilik kesulitan untuk mengetahui (*observe*) apakah agen sudah bertindak sebagaimana mestinya (Eisenhardt, 1985). Adanya *inherent agency problems* dalam pengelolaan organisasi modern ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan naik jika pemilik bisa mengendalikan perilaku manajemen agar tidak menghamburkan *resources* perusahaan, baik dalam bentuk investasi yang tidak layak, ataupun dalam bentuk *shirking*.

Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mengungkap pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Namun, pada umumnya penelitian yang dilakukan hanya menekankan pada salah satu aspek dari *agency costs*, yaitu *monitoring costs*. Menurut Watts dan Zimmerman (1986) *agency costs* terdiri dari dua, yaitu *monitoring costs* dan *bonding costs*. *Corporate governance* dikatakan dapat menurunkan *monitoring costs* akibat adanya peningkatan pengawasan dan transparansi (atau penurunan *information asymmetry*). Banyak penelitian telah menunjukkan bahwa adanya pengaruh komposisi kepemilikan dan komposisi dewan komisaris (*board of directors*) terhadap kinerja.

Penelitian yang dapat menunjukkan adanya manfaat *corporate governance* elemen kedua dari *agency costs*, yaitu *bonding cost*, belum banyak dilakukan. *Bonding costs* merupakan *agency costs* yang ditanggung oleh agen, yang mencerminkan upaya manajemen dalam menunjukkan kepada *principal* bahwa mereka tidak akan menyalahgunakan kewenangan yang diberikan kepadanya (manajer akan berbuat demi kebaikan perusahaan). Agen sadar bahwa *principal* ‘curiga’ kepada mereka, dan oleh karena itu akan cenderung menyalahkan mereka jika ada sesuatu yang salah. Kesadaran akan hal ini memunculkan upaya (*efforts*) dari manajemen agar mereka dipercaya oleh *principal*. Salah satu upaya yang dilakukan adalah dengan menunjukkan itikad baik dan memberikan laporan yang komprehensif kepada *principal*.

Hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Booz-Allen & Hamilton (1998) dan McKinsey & Company (2001) menunjukkan seberapa buruknya penilaian pasar terhadap implementasi *corporate governance* di Indonesia. Hasil penelitian tersebut diharapkan dapat mendorong manajemen untuk meningkatkan kualitas pengelolaan perusahaan dan memperbaiki citra *governance* mereka. Manajemen dapat meningkatkan citra mereka dengan menunjukkan *compliance* atas *good corporate governance codes* sebagaimana disarankan oleh lembaga yang dipercaya, yaitu Komite Nasional Kebijakan atas Corporate Governance (KNKCG) dan mengungkapkan kepatuhan tersebut dalam laporan tahunan. Sejauh mana kepatuhan ini membawa dampak positif bagi perusahaan, masih merupakan pertanyaan empiris yang perlu dijawab.

Penelitian ini melihat pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja dari perspektif *monitoring* dan *bonding costs*. Untuk *monitoring costs*, penelitian akan melihat dari karakteristik dewan komisaris dan dewan direksi. Adapun manfaat *corporate governance* akan dilihat dari premium yang bersedia dibayar oleh investor atas ekuitas

perusahaan (harga pasar). Jika ternyata investor bersedia membayar lebih mahal, maka nilai pasar perusahaan yang menerapkan GCG juga akan lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak menerapkan atau mengungkapkan praktek GCG mereka.

Dari uraian sebelumnya, dapat dikatakan bahwa pengungkapan mengenai praktek-praktek *corporate governance* (sesuai dengan KNKCG) dapat membantu manajer dalam menggambarkan tingkat *compliance* mereka terhadap pelaksanaan *good corporate governance*. Karena pelaporan ini bersifat *voluntary* (tidak merupakan keharusan yang ditentukan oleh otoritas bursa saham), maka pengungkapan ini dapat juga dilihat sebagai suatu sinyal dari manajemen kepada para investor bahwa perusahaan telah dikelola sebagaimana mestinya (sinyal positif). Pengungkapan ini dapat digunakan oleh manajemen untuk memberitahu investor bahwa mereka telah berusaha dengan keras untuk mengurangi perilaku oportunistik mereka. Investor diharapkan akan menerima sinyal ini dan menilai perusahaan dengan lebih tinggi. Dengan demikian, pengungkapan atas penerapan *good corporate governance* berhubungan positif dengan kinerja perusahaan di mata investor (Labelle, 2002). Pernyataan ini juga didukung oleh survei yang dilakukan oleh McKinsey and Company (2001) yang menunjukkan bahwa investor bersedia membayar premium yang lebih tinggi untuk perusahaan yang *well-governed* di Indonesia. Dengan demikian, hipotesis pertama dalam penelitian ini dapat dinyatakan sebagai berikut:

H_1 : *Tingkat compliance reporting berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan.*

Khusus untuk hipotesis mengenai hubungan antara *cross-directorships* dewan dengan nilai perusahaan, dewan di sini didefinisikan sebagai gabungan antara komisaris dan direksi. Hal ini dilakukan karena pada hipotesis-hipotesis yang lain lebih menekankan pada peranan dewan sebagai alat pengawasan direksi dan manajemen. Untuk konteks tersebut, dewan yang dimaksud adalah dewan komisaris. Hipotesis ini tidak menekankan fungsi pengawasan dewan, namun lebih pada fungsi ketergantungan sumber daya (*resource dependence*) yang dimiliki baik oleh dewan komisaris maupun oleh dewan direksi.

Fungsi *resource dependence* dari dewan pertama kali dikemukakan oleh Pfeffer (1972, 1973) dalam Young *et al.* (2001). Perspektif fungsi ini memandang dewan sebagai suatu alat untuk mendapatkan informasi dan sumber daya yang penting (Dalton dan Daily, 1999). Peran ini sangat berguna mengingat sumber daya yang langka justru dapat menciptakan keuntungan yang kompetitif (Canner dan Prahalad, 1996). Hubungan (*connection*) yang bernilai, jarang, dan secara sosial kompleks yang dikembangkan oleh anggota dewan akan sulit untuk ditiru oleh perusahaan lain sehingga dapat menjadi suatu sumber keuntungan kompetitif (Barney, 1991 dalam Young *et al.*, 2001).

Adanya asumsi bahwa *cross-directorships* dewan akan menguntungkan bagi perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan di mata investor. Dengan demikian, hubungan kedua variabel tersebut dapat dinyatakan dalam hipotesis berikut:

H_2 : *Cross-Directorships Dewan berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan.*

Hubungan antara jumlah anggota dewan dengan nilai perusahaan didukung oleh perspektif fungsi *service* dan kontrol yang dapat diberikan oleh dewan. Karena kedua fungsi tersebut lebih cenderung diberikan oleh dewan komisaris untuk kondisi struktur *corporate governance* di Indonesia, maka tidak seperti hipotesis sebelumnya, jumlah anggota dewan dalam hipotesis penelitian ini dibatasi hanya pada anggota dewan komisaris saja.

Fungsi *service* menyatakan bahwa dewan (komisaris) dapat memberikan konsultasi dan nasehat kepada manajemen (dan direksi). Penelitian Lorsch dan MacIver (1989) yang berbasis wawancara menemukan bahwa peranan pemberian saran (*advisory*) mendominasi aktivitas anggota dewan (Young *et al.*, 2001). Dengan menekankan pada fungsi ini, Dalton dan Daily (1999) menyatakan bahwa peranan keahlian atau konseling yang diberikan oleh anggota dewan tersebut merupakan suatu jasa yang berkualitas bagi

manajemen dan perusahaan yang tidak dapat diberikan oleh pasar. Anggota dewan komisaris yang mempunyai keahlian dalam bidang tertentu juga dapat memberikan nasehat yang bernilai dalam penyusunan strategi dan penyelenggaraan perusahaan (Fama dan Jensen, 1983 dalam Young *et al.*, 2001).

Fungsi kontrol yang dilakukan oleh dewan (komisaris) diambil dari teori agensi. Dari perspektif teori agensi, dewan komisaris mewakili mekanisme internal utama untuk mengontrol perilaku oportunistik manajemen sehingga dapat membantu menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer (Jensen, 1993 dalam Young *et al.*, 2001). Dari kedua fungsi dewan tersebut, terlihat bahwa jumlah komisaris berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis ketiga dapat dinyatakan sebagai berikut:

H_3 : Jumlah komisaris berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan.

METODA PENELITIAN

Sampel

Sampel penelitian diambil dari seluruh laporan tahunan perusahaan publik tahun 2002 yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Pemilihan sample dilakukan dengan metoda *purposive sampling*, di mana perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang memberikan pengungkapan mengenai riwayat hidup masing-masing anggota komisaris dan direksi. Pembatasan ini dilakukan karena variabel penelitian yang menyangkut *cross-directorships* anggota dewan yang hanya bisa diketahui dari riwayat hidup yang diberikan dalam laporan tahunan perusahaan yang bersangkutan. Pemilihan tahun didasarkan pada tahun penerbitan laporan tahunan terakhir pada saat penelitian dilakukan. Data penelitian untuk menjawab rumusan masalah yang kedua, selain diambil dari laporan tahunan 2002, juga diambil dari laporan keuangan kuartal I dan II tahun 2004 untuk mendapatkan data mengenai nilai pasar perusahaan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Compliance Reporting didefinisikan sebagai seberapa jauh perusahaan mentaati ketentuan praktek GCG sebagaimana disarankan oleh KNKCG. Variabel ini diukur dari indeks pelaporan GCG dalam laporan tahunan perusahaan. Pengungkapan GCG tersebut dibatasi kembali hanya pada jenis pengungkapan GCG yang bersifat sukarela. Jumlah seluruh nilai yang diberikan pada suatu perusahaan dari seluruh item-item yang direkomendasikan oleh KNKCG inilah yang akan menjadi proksi tingkat transparansi GCG perusahaan. Secara umum, item-item pengungkapan yang digunakan dalam penelitian dapat dilihat pada Tabel 1.

TABEL 1
Garis Besar Item Transparansi GCG

1.	Pemegang Saham <ol style="list-style-type: none"> a. Hak pemegang saham b. Rapat umum pemegang saham c. Perlakuan yang setara terhadap para pemegang saham d. Akuntabilitas pemegang saham e. Pengangkatan dan sistem penggajian dan pemberian tunjangan anggota dewan komisaris serta direksi
2.	Dewan Komisaris <ol style="list-style-type: none"> a. Fungsi dewan komisaris b. Komposisi dewan komisaris c. Kepatuhan terhadap anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan yang berlaku d. Rapat dewan komisaris e. Informasi untuk dewan komisaris

	<ul style="list-style-type: none"> f. Hubungan usaha lain antara anggota dewan komisaris dan/atau direksi dengan perseroan g. Larangan mengambil keuntungan pribadi h. Sistem pengangkatan para eksekutif yang tidak menjabat sebagai anggota direksi, penentuan gaji dan tunjangan para eksekutif tersebut dan penilaian kinerja mereka i. Komite yang dapat dibentuk dewan komisaris
3.	<ul style="list-style-type: none"> Direksi a. Peran direksi b. Komposisi direksi c. Kepatuhan pada anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan yang berlaku d. Larangan mengambil keuntungan pribadi e. Rapat direksi f. Pengawasan internal g. Peran direksi dalam akuntansi h. Penyelenggaraan daftar-daftar oleh direksi
4.	<ul style="list-style-type: none"> Sistem Audit a. <i>External</i> auditor b. Komite audit c. Informasi d. Kerahasiaan e. Peraturan audit
5.	<ul style="list-style-type: none"> Sekretaris Perusahaan a. Fungsi sekretaris perusahaan b. Kualifikasi c. Akuntabilitas d. Peran sekretaris perusahaan dalam pengungkapan hal-hal tertentu
6.	<ul style="list-style-type: none"> Pihak yang berkepentingan a. Hak pihak yang berkepentingan b. Keikutsertaan pihak yang berkepentingan dalam pemantauan atau pemenuhan peraturan perundang-undangan oleh direksi
7.	<ul style="list-style-type: none"> Keterbukaan a. Keterbukaan yang tepat waktu dan akurat b. Hal-hal penting dalam pengambilan keputusan c. Pengungkapan atas kepatuhan terhadap pedoman d. Pengungkapan informasi yang dapat mempengaruhi harga
8.	Kerahasiaan
9.	Informasi Orang Dalam
10.	Etika Berusaha dan Anti Korupsi
11.	Donasi
12.	Kepatuhan terhadap Peraturan Perundang-undangan tentang Proteksi Kesehatan, Keselamatan Kerja, dan Pelestarian Lingkungan
13.	Kesempatan Kerja yang Sama

Cross-directorships dewan adalah proporsi jumlah anggota dewan (komisaris dan direksi) yang menjabat sebagai komisaris atau direksi di perusahaan lain terhadap total jumlah anggota dewan (komisaris dan direksi).

Nilai perusahaan dalam penelitian ini merupakan rata-rata dari nilai perusahaan (*M/B ratio*) pada kuartal I 2003 dengan nilai perusahaan pada kuartal II 2003. Penggunaan dua kuartal ini dilakukan karena tidak diketahuinya tanggal penerbitan laporan tahunan secara pasti. *Market-to-book ratio* dihitung dengan membagi nilai pasar saham perusahaan dengan nilai buku ekuitas.

Metoda Analisis Data

Hipotesis akan diuji dengan analisis regresi dengan model sebagai berikut:

$$NILAI = a + b_1GCG + b_2KOM + b_3CROSS + e$$

- NILAI : nilai pasar perusahaan, diukur dengan rata-rata *market-to-book ratio* pada kuartal I dan II 2003
 GCG : tingkat transparansi GCG di laporan tahunan 2002
 KOM : jumlah anggota komisaris perusahaan
 CROSS : persentase jumlah komisaris dan direksi yang melakukan *cross-directorships*.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dari data penelitian dapat dilihat pada Tabel 2.

TABEL 2
Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Std. Dev	Min.	Max.	Percentiles			Value = 1
					25	50	75	
<i>GCG</i>	13,59	10,59	0	51	6	11	18,25	-
<i>M/B ratio</i>	1,55	2,76	0,09	25,44	0,36	0,86	1,57	-
Jumlah Kom	3,99	1,73	2	10	3	3	5	-
% Kom-Idpt	39%	13%	0%	75%	33%	33%	50%	-
Kom-ut Indpt	-	-	-	-	-	-	-	25
% Cross-kom	47%	35%	0%	100%	14%	50%	71%	-
Kom-ut Cross	-	-	-	-	-	-	-	73
% Cross-board	39%	29%	0%	100%	14%	38%	63%	0

Ket : jumlah sampel keseluruhan adalah 138 data, kecuali untuk *M/B ratio* sebesar 118 sampel

Dari tabel tersebut, tampak bahwa nilai rata-rata *compliance* perusahaan sampel sangat rendah, perusahaan hanya mengikuti 13 - 14 item (*mean* = 13,59), atau hanya sebesar 8,44% dari keseluruhan 161 item yang mungkin diterapkan dan diungkapkan menurut Pedoman GCG 2001 yang disusun oleh KNKCG. Rentang yang ada antara perusahaan yang mempunyai tingkat transparansi GCG terendah dan tertinggi juga cukup besar, dengan nilai terendah sebesar 0 poin (tidak ada indikasi adanya penerapan GCG dan tidak ada pengungkapan sukarela mengenai GCG) dan nilai tertinggi sebesar 51 poin.

Sebagian besar perusahaan tampaknya hanya berupaya mematuhi ketentuan praktik GCG secara minimal, karena 50% dari data ternyata memiliki nilai *compliance* di bawah nilai rata-rata dan hanya 25% dari data yang memiliki nilai GCG di atas 18,25 poin. Rendahnya nilai *compliance* tersebut mungkin disebabkan oleh persepsi manajemen bahwa laporan tahunan bukan merupakan media yang tepat untuk mengungkapkan praktek GCG atau memang menggambarkan kondisi praktek GCG di perusahaan publik

Indonesia. Kemungkinan yang lain adalah karena Pedoman GCG 2001 yang disusun tersebut merupakan gambaran ideal dari praktek GCG secara rinci dan mengingat bahwa pedoman tersebut baru disusun pada tahun 2001, perusahaan membutuhkan waktu untuk menerapkan pedoman tersebut secara keseluruhan.

Data nilai pasar perusahaan, yang diukur dengan menggunakan *market-to-book ratio*, menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan publik di Indonesia telah mendapatkan premium lebih dari investor sebesar 1,5 kali dari nilai buku mereka. Meskipun demikian, rentang antara premium tersebut juga cukup besar mengingat perusahaan yang paling dinilai mahal oleh pasar dihargai sebesar 25,44 kali dari nilai buku dan yang terendah hanya dihargai hampir sebesar nilai bukunya, yaitu 0,09 kali.

Nilai pasar perusahaan juga cenderung sangat bervariasi. Hal ini terlihat dari besarnya deviasi standar *M/B ratio* yang melebihi nilai rata-ratanya, yaitu sebesar 2,76. Sama halnya dengan nilai GCG, sebagian besar perusahaan publik juga mempunyai nilai perusahaan di bawah rata-rata. Bahkan 75% dari perusahaan sampel mempunyai rasio sebesar 1,57 kali nilai buku dengan rata-rata sebesar 1,55.

Perusahaan publik di Indonesia rata-rata mempunyai 3 hingga 4 orang komisaris (*mean* : 3,99) dengan 39% dari komisaris tersebut berasal dari kalangan luar perusahaan (*independen*). Tingkat independensi tersebut telah memenuhi peraturan BEJ yang mengharuskan perusahaan publik untuk memiliki 30% komisaris independen dari seluruh jumlah komisaris perusahaan, meskipun pada akhir tahun 2002 masih banyak perusahaan publik yang belum memenuhinya.

Keberadaan komisaris independen dalam perusahaan cenderung tampak sekedar formalitas untuk memenuhi peraturan yang ada karena 50% sampel mempunyai persentase independensi minimal, yaitu sebesar 33%. Selain itu, komisaris utama yang cenderung dapat mengatur keefektifan seluruh tugas dan fungsi dewan komisaris masih merupakan komisaris yang tidak independen. Jumlah perusahaan yang mempunyai komisaris utama yang independen hanya sebesar 25 perusahaan (18%).

Sebagian besar anggota komisaris ternyata juga menjabat sebagai komisaris dan direksi di perusahaan lain (*cross-directorships*), baik perusahaan yang berkaitan maupun perusahaan lain. Data menunjukkan bahwa rata-rata separuh (47%) dari anggota komisaris melakukan *cross-directorships*. Sebesar 52% (73 perusahaan) dari total sampel mempunyai komisaris utama yang *cross-directorships*.

Cross-directorships yang terjadi untuk anggota direksi tidak setinggi proporsi yang ada untuk anggota komisaris. Hal ini terlihat dari menurunnya rata-rata persentase *cross-directorships* ketika anggota direksi dimasukkan dalam perhitungan *cross-directorships*. Hal ini wajar mengingat dewan direksi merupakan dewan yang bertanggung jawab atas keseluruhan pengelolaan perusahaan. Nilai terendah *cross-directorships* adalah sebesar 0%, yang menunjukkan bahwa semua anggota dewan komisaris dan direksi suatu perusahaan tidak menjabat sebagai direksi atau komisaris di perusahaan lain. Perusahaan dengan kondisi seperti ini biasanya mempunyai peraturan yang tegas, yang juga diungkapkan di laporan tahunan, mengenai persyaratan keanggotaan dewan.

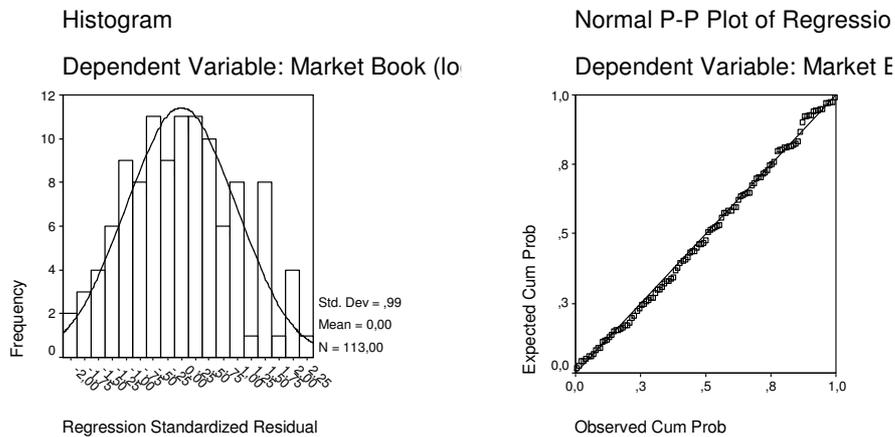
Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian regresi awal menunjukkan adanya pelanggaran terhadap asumsi normalitas pada distribusi residual. Data untuk persamaan regresi ini ditransformasi dengan menggunakan log terhadap variabel dependen untuk mengakomodasi hal ini. Sampel awal penelitian untuk model persamaan regresi ini adalah sebesar 118 sampel. Setelah mengalami transformasi, ada 5 observasi yang dikeluarkan dari sampel karena mempunyai nilai absolut *standardized residual* lebih besar dari 1,96. Dengan demikian, sampel akhir sebesar 113 perusahaan.

Persamaan ini telah memenuhi asumsi linearitas karena *partial regression plot* atas masing-masing variabel independen tidak menunjukkan adanya pola kurva tertentu. Untuk pengujian atas asumsi normalitas residual, hasil menunjukkan bahwa persamaan

ini juga telah lolos uji atas asumsi tersebut. Hal ini terlihat dari *p-value* Kolmogorov-Smirnov sebesar 0,2 yang menunjukkan bahwa residual persamaan regresi telah terdistribusi dengan normal. Histogram dan *P-P plot* atas residual juga menunjukkan pola yang mendekati distribusi normal, yang dapat dilihat pada Gambar 1.

GAMBAR 1
Uji Normalitas Residual



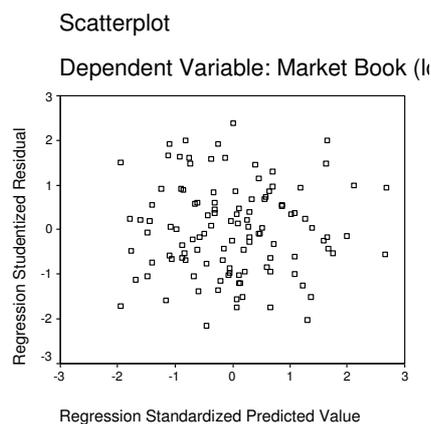
Hasil pengujian atas asumsi multikolinearitas juga menunjukkan bahwa persamaan regresi telah lolos uji dari asumsi tersebut. Hal ini terlihat dari besarnya VIF yang berkisar pada angka 1 dan besarnya *tolerance* yang berkisar pada angka 0,8 – 0,9. Hal ini didukung dengan hasil *collinearity diagnostics* yang dengan nilai tertinggi *condition index* yang masih di bawah 30, yaitu sebesar 6,331. Nilai VIF dan *tolerance* dapat dilihat pada Tabel 3.

TABEL 3
Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF
GCG	0,858	1,166
# Komisaris	0,845	1,183
Cross-Kom&Dir	0,972	1,029

Pengujian K-B menunjukkan bahwa persamaan regresi ini telah lolos uji asumsi homoskedastisitas dengan *p-value* sebesar 0,834. Hal ini didukung dengan tidak adanya pola yang mengindikasikan adanya heteroskedastisitas pada *scatterplot residual* dan *predicted value*. *Scatterplot* tersebut dapat dilihat pada Gambar 2.

GAMBAR 2
Uji Heteroskedastisitas



Hasil analisis regresi atas pengujian hipotesis dapat dilihat pada Tabel 4. Pada tabel tersebut, GCG mewakili tingkat *compliance* (H_1), #Komisaris mewakili variabel jumlah komisaris (H_{12}), dan %Cross-Dewan mewakili proporsi jumlah anggota dewan komisaris dan direksi yang melakukan *cross-directorships* (H_{13}).

TABEL 4
Hasil Analisis Regresi

Variabel Independen	Unstandardized Coefficient	Standardized Coefficient	t	Sig (1-tailed)
Constant	-0,261	-	-2,692	0,004
GCG	0,005	0,135	1,398	0,083
# Komisaris	0,048	0,215	2,222	0,014
% Cross-Dewan	-0,321	-0,242	-2,672	0,005
Uji ANOVA : F = 5,602 (p-value 0,001)				
Adjusted R ² : 0,110				
Variabel : market-to-book ratio (log)				
dependen				

Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa semua variabel *corporate governance* berhubungan dengan besarnya nilai pasar perusahaan. Tingkat *compliance* secara statistik memiliki hubungan yang signifikan sebagian (tingkat signifikansi 10%) dan kedua variabel karakteristik dewan secara statistik berhubungan signifikan (tingkat signifikansi 5%) dengan nilai pasar perusahaan.

Variabel karakteristik dewan yang berupa jumlah komisaris (H_{13}) terbukti berhubungan dengan nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi 5%. Hal ini mendukung hipotesis bahwa fungsi *service* dan kontrol yang dilakukan oleh komisaris dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dari segi perspektif pasar, besarnya dewan komisaris dapat dipandang sebagai sarana untuk memberikan masukan dan mengontrol perilaku oportunistik direksi dan manajemen. Argumen ini didukung dengan arah positif pada koefisien variabel jumlah komisaris.

Hipotesis tentang karakteristik dewan selanjutnya (H_2) menguji hubungan antara proporsi anggota dewan (direksi dan komisaris) yang melakukan *cross-directorships* dengan nilai perusahaan. Pengujian menunjukkan hasil yang secara statistik sangat signifikan (tingkat signifikansi 1%). Bertentangan dengan hipotesis yang dikemukakan, arah koefisien regresi untuk variabel ini adalah negatif. Dengan demikian, semakin banyak anggota komisaris dan direksi yang melakukan *cross-directorships*, maka nilai perusahaan akan semakin kecil di mata investor.

Hubungan positif antara *cross-directorships* dewan dengan nilai perusahaan dalam hipotesis dilandasi dengan fungsi *resource dependence* yang mungkin dilakukan oleh dewan. Dengan adanya fungsi tersebut, saling keterhubungan antar anggota dewan di suatu perusahaan dengan anggota dewan di perusahaan lain diharapkan dapat menjadi sumber daya yang menguntungkan perusahaan. Argumen tersebut telah dibuktikan dalam berbagai penelitian (Young *et al.*, 2001). Hubungan positif dalam hipotesis berharap bahwa investor juga akan memandang hal yang sama terhadap fungsi *resource dependence* tersebut.

Sebaliknya, dalam penelitian ini tampaknya fungsi *resource dependence* tersebut justru dianggap buruk oleh investor. Penjelasan yang dapat diberikan adalah karena fungsi *resource dependence* tersebut mungkin akan menguntungkan perusahaan dari segi kinerja atau profitabilitas perusahaan itu sendiri, namun tidak dari sudut pandang investor. Hal ini wajar mengingat di Indonesia fungsi *resource dependence* lebih dikenal dengan istilah kolusi dan nepotisme, yang cenderung terkesan negatif. Dengan demikian, jika investor mengetahui bahwa anggota direksi dan komisaris suatu perusahaan banyak yang menjabat di perusahaan lain (tingkat *cross-directorships* tinggi), maka investor akan memberikan penilaian yang rendah terhadap perusahaan.

H_1 yang menguji hubungan antara tingkat *compliance* dengan nilai perusahaan menunjukkan hasil yang secara statistik signifikan secara marginal (p-value 0,083).

Koefisien variabel yang berarah positif berarti bahwa investor bersedia memberikan premium lebih terhadap perusahaan yang memberikan transparansi atas GCG di laporan tahunan mereka. Semakin tinggi tingkat transparansi perusahaan, maka semakin tinggi pula nilai perusahaan menurut investor. Hal ini mendukung hasil penelitian Black *et al.* (2003) yang menemukan bahwa investor menilai *earnings* yang sama dengan lebih tinggi untuk perusahaan yang menerapkan GCG dengan lebih baik.

Nilai pasar yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan rata-rata nilai pasar kuartal I dan kuartal II tahun 2004 mengingat tidak dapat dipastikannya tanggal publikasi laporan tahunan oleh perusahaan. Sebagai analisis tambahan, penelitian ini juga melakukan pengujian terhadap nilai pasar untuk kuartal I dan kuartal II secara terpisah. Hasil pengujian secara ringkas dapat dilihat pada Tabel 5.

TABEL 5
Hasil Analisis Regresi per Kuartal

Variabel Independen	Kuartal I		Kuartal II	
	t	Sig (1-tailed)	t	Sig (1-tailed)
Constant	-3,092	0,002	-2,135	0,018
GCG	1,825	0,036	1,049	0,148
# Komisaris	2,217	0,015	2,162	0,033
% Cross-Dewan	-3,193	0,001	-2,526	0,007
Variabel dependen	: <i>market-to-book ratio</i> (log)			

Dari tabel tersebut, terlihat bahwa tingkat *compliance* secara statistik berhubungan signifikan dengan nilai pasar perusahaan kuartal I dengan tingkat signifikansi 1%. Sebaliknya, pada kuartal II, tingkat GCG tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan nilai perusahaan. Kedua variabel *corporate governance* yang lain konsisten dengan hasil uji terhadap rata-rata nilai perusahaan.

Dengan demikian, tampaknya dapat diambil kesimpulan bahwa pasar merespon transparansi atas *corporate governance* yang diberikan di laporan tahunan oleh perusahaan. Respon tersebut tampak jelas pada nilai pasar kuartal I. Hasil pengujian pada kuartal II tidak signifikan, yang mungkin disebabkan karena nilai pasar kuartal II lebih mencerminkan informasi yang terkandung pada laporan keuangan kuartal I, dan bukan laporan tahunan tahun sebelumnya.

Secara keseluruhan, variabel *corporate governance* berhubungan dengan nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi sebesar 5% (*p-value* 0,001). Variabel yang memiliki hubungan yang paling kuat dengan nilai pasar adalah karakteristik dewan (*cross-directorships* dewan dan jumlah komisaris) yang diikuti dengan tingkat transparansi GCG di laporan tahunan. Besarnya kemampuan penjelas yang diberikan ketiga variabel tersebut terhadap nilai pasar perusahaan adalah sebesar 11%.

SIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN

Tujuan penelitian adalah untuk menguji apakah variabel *corporate governance* yang berupa tingkat transparansi GCG dan karakteristik dewan memiliki hubungan dengan nilai pasar perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tingkat *compliance* berhubungan positif dengan nilai pasar perusahaan pada tingkat signifikansi 10%. Analisis lebih lanjut mengungkapkan bahwa respon investor terhadap tingkat *compliance* tersebut tercermin pada nilai pasar akhir kuartal I tahun berikutnya dengan tingkat signifikansi 5%, dan tidak terlihat pada nilai pasar akhir kuartal II.

Pengujian terhadap karakteristik dewan memberikan hasil uji yang secara statistik juga signifikan pada level 5%. Jumlah anggota komisaris terbukti berhubungan positif dengan tingkat GCG, yang konsisten dengan hipotesis fungsi *service* dan kontrol oleh komisaris. Sebaliknya, meskipun signifikan, tingkat *cross-directorships* yang dilakukan oleh anggota direksi dan komisaris menunjukkan arah negatif. Hal ini bertentangan dengan arah dalam hipotesis fungsi *resource dependence* oleh dewan. Penjelasan yang

mungkin diberikan adalah karena adanya perbedaan dampak *cross-directorships* tersebut terhadap kinerja perusahaan dengan terhadap persepsi investor.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, sampel penelitian ini dibatasi hanya pada perusahaan yang memberikan pengungkapan mengenai riwayat hidup masing-masing anggota komisaris dan direksi di laporan tahunan. Hal ini disebabkan karena pada penelitian ini dibutuhkan data mengenai status *cross-directorships* anggota dewan. Ada kemungkinan terdapat pola sistematis atau variabel-variabel lain yang dapat membedakan perusahaan yang memberikan pengungkapan tersebut dengan yang tidak mengungkapkan. Dengan demikian, ada kemungkinan sampel yang diambil tidak benar-benar representatif.

Penelitian ini menggunakan item-item transparansi GCG berdasarkan Pedoman GCG yang disusun oleh KNKCG. Pedoman tersebut relatif rinci dan perusahaan akan sulit untuk dapat mengungkapkan semua item (161 item) dalam laporan tahunan yang diterbitkan setiap tahun mengingat adanya biaya pengungkapan. Meskipun Lang dan Lundholm (1993) menemukan bahwa tingkat pengungkapan umum di laporan tahunan berkorelasi positif dengan pengungkapan di media lain, namun perlu dilakukan pengujian ulang untuk melihat apakah hal tersebut juga berlaku untuk pengungkapan khusus tentang *corporate governance*.

Dari penelusuran atas laporan tahunan perusahaan, diketahui bahwa banyak di antara perusahaan publik yang telah mengembangkan kode *corporate governance* sendiri. Penelitian yang akan datang dapat menggunakan pedoman *corporate governance* masing-masing perusahaan (jika dimungkinkan) untuk melihat tingkat penerapan GCG yang pasti akan lebih rinci dibanding jika menggunakan laporan tahunan yang cenderung berupa ringkasan dari pedoman perusahaan tersebut.

Pedoman GCG yang digunakan disusun sebagai gambaran ideal dari suatu *good corporate governance*. Hal yang sama juga berlaku terhadap pedoman GCG masing-masing perusahaan dan mungkin bahkan laporan tahunan juga sekedar gambaran ideal dari GCG perusahaan. Pedoman ini belum dapat mengukur tingkat penerapan GCG yang sesungguhnya terjadi dalam perusahaan. Sebagai alternatif *checklist* item dari Pedoman GCG tersebut, penelitian yang akan datang dapat menggunakan data primer dari perusahaan yang dapat mencerminkan tingkat penerapan yang sesungguhnya terjadi. Pengukuran GCG dapat menggunakan *self-assessment checklist* yang dikembangkan oleh *Forum for Corporate governance in Indonesia* (FCGI) atau lembaga *corporate governance* lain.

Untuk mengukur nilai pasar perusahaan, penelitian ini menggunakan *market-to-book ratio* yang relatif sederhana. Penelitian yang akan datang dapat mencoba menggunakan perhitungan nilai pasar yang lebih kompleks untuk melihat konsistensi hasil penelitian, seperti misalnya Tobin's Q (*market-to-book ratio* adalah proksi Q yang paling sederhana) atau *excess value*.

DAFTAR REFERENSI

- Abdullah, S. N. Board Composition, CEO Duality and Performance among Malaysian Listed Companies: The Case Prior to the 1997 Asian Financial Crisis.
- Ahmed, K. dan J. K. Courtis. 1999. Association between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis. *British Accounting Review* 31: 35-61.
- Arifin, H. Haron, dan D. N. Ibrahim. Consensus Between Users and Preparers on the Importance of Voluntary Disclosure Items in Annual Reports: An Indonesian Study.
- Ayadi, O. F., U. B. Dufrene, dan C. P. Obi. 1996. Firm Performance Measures: Temporal Roadblocks to Innovation?. *Managerial Finance* 22: 18-32.
- Berghe, L. V., dan Ridder, L. D. 1999. *International Standardization of Good Corporate governance: Best Practices for the Board of Directors*. Boston: Kluwer Academic Publishers.

- Black, B. 2001. Does *Corporate governance* Matter? A Crude Test Using Russian Data. *University of Pennsylvania Law Review* 149: 2131-2150.
- Black, B. S., H. Jang, dan W. Kim. 2003. Does *Corporate governance* Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Working Paper* (April).
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review* (July): 323-349.
- Botosan, C. A., dan M. A. Plumlee. 2002. A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research* (March): 21-40.
- Bujaki, M. dan B. J. McConomy. 2002. *Corporate governance*: Factors Influencing Voluntary Disclosure by Publicly Traded Canadian Firms. *Canadian Accounting Perspectives* 1: 105-139.
- Bursa Efek Jakarta. *Peng-1999/BEJ-PEM/01-2003* tentang Pengumuman Pengangkatan Komisaris Independen dan Pembentukan Komite Audit.
- Chau, G. K., dan S. J. Gray. 2002. Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* 37: 247-265.
- Chow, C. W., dan A. Wong-Boren. 1987. Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations. *The Accounting Review* (July): 533-541.
- Craig, R., dan J. Diga. 1998. Corporate Accounting Disclosure in ASEAN. *Journal of International Financial Management and Accounting* 3: 246-274.
- Dubiel, S. *Corporate Governance*: Terus Melangkah Sambil Mencari Cara Terbaik, dalam *The Essence of Corporate governance*
- Ees, H., T. J. B. M. Postma, dan E. Sterken. 2003. Board Characteristics and Corporate Performance in the Netherlands. *Eastern Economic Journal* 29: 41-58.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, dan M. T. Wells. 1998. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics* 48: 35-54.
- Fitriany. 2001. Signifikansi Perbedaan Tingkat Kelengkapan Pengungkapan Wajib dan Sukarela pada Laporan Keuangan Perusahaan Publik yang Terdaftar di BEJ. *Simposium Nasional Akuntansi IV*.
- Forum for *Corporate governance* in Indonesia (FCGI). 2002. Tata Kelola Perusahaan (*Corporate governance*). *The Essence of Good Corporate governance: Konsep dan Implementasi Perusahaan Publik dan Korporasi Indonesia*. Jakarta: Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia dan Sinergy Communication.
- Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis*. Second Edition. USA: Prentice Hall.
- Frost, C. A., dan W. R. Kinney, Jr. 1996. Disclosure Choices of Foreign Registrants in the United States. *Journal of Accounting Research* 34: 67-84.
- Gompers, P. A., J. L. Ishii, dan A. Metrick. 2001. *Corporate governance* and Equity Prices. *Working Paper* (August).
- Gunawan, Y. 2002. Analisis Pengungkapan Informasi Laporan Tahunan pada Perusahaan yang Terdaftar di BEJ. *Simposium Nasional Akuntansi III*.
- Hadi, N., dan A. Sabeni. 2002. Analisa Faktor-faktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan Perusahaan Go-Public di BEJ. *MAKSI* (Agustus): 90-104.
- Haniffa, R. M., dan T. F. Cooke. 2002. Culture, *Corporate governance* and Disclosure in Malaysian Corporations. *ABACUS* 38: 317-349.
- Healy, P. M., dan K. G. Palepu. 2001. A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting Economics* 31.
- Herwidayatmo. 2003. Implementasi Good *Corporate governance* untuk Perusahaan Publik Indonesia.. *The Essence of Good Corporate governance: Konsep dan Implementasi Perusahaan Publik dan Korporasi Indonesia*. Jakarta: Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia dan Sinergy Communication.
- Khomsiyah. 2003. Hubungan *Corporate governance* dan Pengungkapan Informasi: Pengujian Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi VI*.

- Komite Nasional Kebijakan *Corporate governance* (KNKCG). 2001. *Pedoman Good Corporate governance: Ref. 4. 0.*
- Lang, M., dan R. Lundholm. 1993. Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research* 31: 246-271.
- Marwata. 2001. Hubungan antara Karakteristik Perusahaan dan Kualitas Ungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi IV.*
- McKinsey and Company. 2001. Interpreting the Value of *Corporate governance*. 3rd *Asian Roundtable on Corporate governance.*
- Meek, G. K., C. B. Roberts, dan S. J. Gray. 1995. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K., and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies* 26.
- Miller, G. S. 2002. Earnings Performance and Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting Research* (March): 173-204.
- Ooghe, H., dan T. D. Langhe. 2002. The Anglo-American versus the Continental European *Corporate governance* Model: Empirical Evidence of Board Composition in Belgium. *European Business Review* 14: 437-449.
- Patel, S. A., A. Balic, dan I. Bwakira. 2002. Measuring Transparency and Disclosure at Firm-level in Emerging Markets. *Emerging Markets Reviews* 2: 325-337.
- Rahman, A. A., dan M. D. Hamdan. Voluntary Disclosure Using Graphical Information in Annual Reports of Malaysian Companies.
- Rahman, A. R. 2002. Incomplete Financial Contracting, Disclosure, *Corporate governance* and Firm Value. *Working Paper* (November).
- Riyanto, B. 2005. Corporate Governance: Isu Penelitian Utama. *Kompak* (Forthcoming)
- Sabeni, A. 2002. An Empirical Analysis of the Relation between the BOD Composition and the Level of Voluntary Disclosure. *Simposium Nasional Akuntansi V.*
- Singhvi, S. S., dan H. B. Desai. 1971. An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review* (January): 129-138
- Singleton, W. R., dan S. Globerman. 2002. The Changing Nature of Financial Disclosure in Japan. *The International Journal of Accounting* 37: 95-111.
- Team C Siaga Project. 2002. *Indonesian Financial Disclosure Checklist Based on Indonesian Capital Market Supervisory Agency Rules and Statements of Financial Accounting Standards.*
- Watts, R. L., dan J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. USA: Prentice Hall.
- Young, M. N., D. Ahlstrom, G. D. Bruton, dan E. S. Chan. 2001. The Resource Dependence, Service and Control Functions of Boards of Directors in Hong Kong and Taiwanese Firms. *Asia Pacific Journal of Management* 18: 223-244.