

PENGARUH STRUKTUR CORPORATE GOVERNANCE  
TERHADAP COST OF EQUITY CAPITAL

Oleh

Novia Rahmawati, SE, M.Si

Dosen: STIE-Perbankan Indonesia Padang

*Abstract*

*The purpose of this research is to provide empirical evidence about the impact of Corporate Governance's Structure to the Cost of Equity Capital. Corporate Governance's structures that used in this research consist of independent commissioner, audit committee, boards of directors, managerial and institutional ownership. Research sample are companies that listed in Jakarta Stock Exchange. Cross-sectional is used in this research with the period of observation is 2003. Method that used in testing hypothesis is multiple Regression. Result of the test shows only one of five variables that have been tested, audit committee, have a negative significant impact to the Cost of Equity Capital. Means that Cost of Equity Capital in companies with audit committee, can be lower than companies without audit committee.*

*Key Words: Corporate Governance, Cost of Equity Capital, Multiple Regression*

**PENDAHULUAN**

**Latar Belakang**

Dalam konteks korporasi modern, istilah *governance* telah mulai secara luas dibahas dan digunakan yang menyebabkan semakin populernya istilah *corporate governance*. Meluasnya penggunaan istilah tersebut seiring dengan makin pentingnya *corporate governance* dalam memenuhi kebutuhan perusahaan dalam meng-hadapi lingkungan yang berubah semakin dinamis dan semakin berkembangnya kepentingan investor atas perusahaan, oleh sebab itu penerapan dan pengelolaan *corporate governance* yang baik atau yang lebih dikenal dengan *good corporate governance* merupakan sebuah konsep yang makin disenangi dunia bisnis saat ini. Lebih dari itu, *corporate governance* telah menjadi aspek kritical di dalam menciptakan daya saing perusahaan dan memungkinkan aspek yang lebih baik bagi perusahaan di pasar modal secara global (OECD,1999).

*Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI)* mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat aturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta pemegang saham intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan. *Corporate Governance* ini memuat 4 prinsip dasar yaitu transparansi, akuntabilitas, responsibilitas dan keadilan, yang diperlukan untuk meningkatkan profesionalisme dan kesejahteraan pemegang saham tanpa mengabaikan kepentingan *stakeholders* serta memiliki struktur yang terdiri atas dewan komisaris independen, komite audit, dewan direksi, serta struktur kepemilikan oleh manajerial dan institusional yang akan menjalankan keempat prinsip dasar tersebut.

Penelitian sehubungan dengan *corporate governance* ini penting untuk dilakukan yang bertujuan untuk mengetahui penerapan prinsip-prinsip *corporate governance* mengingat pentingnya peran *corporate governance* dalam struktur pengelolaan bisnis dan ekonomi yang ditopang oleh pasar modal dan uang serta meningkatkan efisiensi sebagai upaya untuk mengurangi biaya transaksi (Klapper dan Love, 2002).

Suksesnya suatu perusahaan dalam menjalankan kegiatan usahanya serta mendapat kepercayaan dari pemegang sahamnya merupakan hal yang penting mengingat pemegang saham merupakan pihak yang akan memberikan modal pada perusahaan. Untuk mewujudkan hal tersebut, struktur *corporate governance* suatu perusahaan sangat berpengaruh. Struktur *corporate governance* dapat didefinisikan sebagai pihak-pihak yang mempunyai kewenangan dalam menentukan arah dan *performance* perusahaan serta mempunyai kewenangan dalam melakukan pengawasan terhadap kegiatan perusahaan, struktur tersebut meliputi keberadaan dewan komisaris independen dalam sebuah perusahaan, komite audit, dewan direksi serta struktur kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusional dan manajerial. Keberadaan struktur ini diharapkan dapat melakukan pengawasan dan pengontrolan terhadap manajemen perusahaan selaku pelaksana kegiatan perusahaan yang akan mengurangi risiko yang dihadapi oleh pemegang saham, mendapatkan kepercayaan dari investor dan pada akhirnya mengurangi *cost of equity capital* perusahaan.

Pentingnya penerapan *Corporate governance* dilatar belakangi dari pengembangan *agency theory* yang mencoba menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang

terlibat dalam perusahaan (manajemen), pemilik dan kreditur akan berperilaku karena mereka pada dasarnya mempunyai kepentingan yang berbeda yang bisa menimbulkan masalah keagenan. Masalah keagenan tersebut terjadi karena adanya asimetri informasi antara pemilik dan manajer yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya (Scott, 1997). Terdapatnya asimetri informasi antara pemegang saham dengan manajer menghadapkan pemegang saham pada risiko keagenan. Keberadaan asimetri informasi juga menciptakan masalah *moral hazard*, yaitu ketika manajemen lebih tertarik untuk mementingkan kesejahteraan mereka daripada kesejahteraan pihak lain. Prilaku manajer yang mementingkan kepentingan mereka sendiri ini bisa dalam bentuk *shirking*, *consumption of perquisites*, *over consumption* dan *empire building* yang semuanya akan meningkatkan risiko keagenan (Ashbaugh, et al. 2004). Asimetri informasi juga menciptakan masalah *adverse selection* yaitu ketika investor tidak bisa melihat nilai perusahaan yang sebenarnya dan tidak bisa membedakan kualitas manajemen. Ketidak-seimbangan informasi atas kualitas manajemen dan nilai ekonomi perusahaan akan menghasilkan semakin besarnya risiko keagenan yang dihadapi oleh pemegang saham. Investor yang rasional akan menuntut premium atas risiko keagenan yang mereka hadapi, hal ini tentunya akan meningkatkan *cost of equity capital*, oleh sebab itu struktur *corporate governance* merupakan suatu mekanisme yang diharapkan dapat mengurangi risiko keagenan dan mengurangi *cost of equity capital* perusahaan dengan meningkatkan pengawasan terhadap perilaku manajemen, membatasi perilaku oportunistik manajemen serta meningkatkan kualitas arus informasi perusahaan.

Penelitian-penelitian sebelumnya sehubungan dengan *corporate governance* telah banyak dilakukan, antara lain menguji *corporate governance* dengan masalah keagenan, seperti misalnya penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menemukan bahwa suatu cara untuk melakukan monitoring terhadap perilaku manipulasi oleh manajer yang berawal dari konflik kepentingan adalah dengan memperbesar kepemilikan saham oleh manajemen yang bertujuan untuk menyelaraskan kepentingan berbagai pihak. Bushee (1998) menemukan bahwa investor institusional merupakan *sophisticated investor* yang tidak dengan mudah dapat dibodohi oleh manajer. Dechow *et al.* (1996) dan Beasley (1996) meneliti peran dewan direksi dalam memonitor proses pelaporan keuangan dan menemukan hubungan yang signifikan antara peran dewan direksi dengan pelaporan keuangan. Ukuran dewan direksi ternyata mempengaruhi kemampuan mereka dalam memonitor proses pelaporan keuangan. Di Indonesia sendiri, penelitian sehubungan *corporate governance* antara lain dilakukan oleh Midiastuty dan Machfoedz (2003) yang meneliti hubungan mekanisme *corporate governance* dengan indikasi manajemen laba dan menemukan hasil bahwa kepemilikan saham oleh manajerial dan institusional berpengaruh negatif terhadap manajemen laba, serta ukuran dewan direksi berpengaruh positif terhadap manajemen laba.

Penelitian-penelitian terdahulu berkaitan dengan *corporate governance* dan *cost of capital* juga telah banyak dilakukan dan lebih fokus kepada transparansi informasi dan *disclosure*, antara lain penelitian yang dilakukan oleh Chen *et al.* (2003) yang menguji tentang *disclosure*, *corporate governance* dan *cost of capital* pada *Emerging*

*market* di Asia, yang menemukan bukti bahwa tingginya pengungkapan dan tingginya skor *corporate governance* menurunkan *cost of equity capital* setelah dikontrol dengan ukuran perusahaan dan beta. Kemudian Botoson dan Plumlee (2002) juga meneliti korelasi *disclosure* dengan *cost of capital* pada perusahaan publik di US dan menemukan bukti bahwa terdapat hubungan negatif antara *disclosure* dengan *cost of equity capital*. Ashbaugh *et al.* (2004) meneliti *corporate governance* dengan *cost of equity capital* dan menemukan bahwa kualitas informasi keuangan, komite audit independen, struktur kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital*. Penelitian lain yang meneliti hubungan *disclosure* dengan *cost of capital* antara lain juga dilakukan oleh Coles *et al.* (1995), Clarkson *et al.* (1996) Handa dan Linn (1993). Di Indonesia sendiri, penelitian yang menguji hubungan *corporate governance* dengan pengungkapan informasi dilakukan oleh Khomsiyah (2003), yang menemukan bukti bahwa *corporate governance* berhubungan positif dengan pengungkapan informasi. Mardiyah (2002) menguji pengaruh asimetri informasi dan *disclosure* terhadap *cost of capital* dan menemukan bukti bahwa semakin tinggi *disclosure* semakin menurunkan asimetri informasi dan menurunkan *cost of capital*. Penelitian lainnya dilakukan oleh Komalasari dan Baridwan (2001) yang menguji asimetri informasi dikaitkan dengan *cost of equity capital* yang menemukan bukti bahwa penurunan asimetri informasi terjadi karena peningkatan *disclosure* yang akan menurunkan *cost of equity capital*.

Berdasarkan pada penelitian-penelitian tersebut di atas, penulis tertarik untuk mengembangkan penelitian yang berkaitan dengan struktur *corporate governance*, masalah keagenan dan *cost of equity capital*,

yaitu dengan menguji lebih lanjut pengaruh struktur *corporate governance* terhadap *cost of equity capital*. Hal ini didasarkan pada pemikiran bahwa struktur *corporate governance* yang meliputi dewan komisaris independen, komite audit, ukuran dewan direksi serta kepemilikan saham oleh manajerial dan institusional akan berpengaruh terhadap *cost of equity capital*. Struktur *corporate governance* tersebut sangat berperan dalam melakukan pengawasan dan kontrol terhadap masalah keagenan dalam hal ini kontrol terhadap tindakan manajemen yang akan mempengaruhi risiko yang dihadapi oleh pemegang saham serta berpengaruh terhadap kepercayaan investor terhadap perusahaan dan pada akhirnya akan mempengaruhi *cost of equity capital* perusahaan. Penulis menduga perusahaan yang mempunyai struktur *corporate governance* yang bagus, akan melakukan pengawasan dan kontrol yang kuat terhadap tindakan manajemen sehingga membatasi manajemen dalam melakukan tindakan oportunistik, pengawasan yang kuat juga menuntut manajemen meningkatkan kualitas laporan keuangan yang akan disampaikan kepada pemegang saham yang merupakan sinyal bagi pemegang saham dalam menghadapi risiko investasi dan akan berpengaruh terhadap kepercayaan investor atas perusahaan, selanjutnya risiko yang dihadapi serta masalah kepercayaan investor akan berpengaruh terhadap *return* yang disyaratkan oleh investor dan pada akhirnya berpengaruh terhadap *cost of equity capital* perusahaan.

Disamping itu, penelitian yang melihat pengaruh struktur *corporate governance* terhadap *cost of equity capital* masih sangat sedikit dilakukan, bahkan di UGM sendiri sejauh yang penulis ketahui belum pernah dilakukan, hal ini pulalah yang memotivasi

penulis untuk meneliti apakah struktur *corporate governance* mempengaruhi *cost of equity capital* perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hal ini berdasarkan apa yang telah diuraikan di atas bahwa struktur *corporate governance* sangat berperan dalam memonitor perilaku manajemen yang akan menghadapi pemegang saham pada risiko keagenan dan akan mempengaruhi *cost of equity capital* perusahaan. Struktur *corporate governance* yang lemah akan membawa pemegang saham pada risiko keagenan yang lebih besar yang pada akhirnya akan meningkatkan *cost of equity capital* perusahaan, begitu pula sebaliknya.

Penelitian ini pada dasarnya mengacu pada beberapa penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya, namun terdapat perbedaan, yaitu penelitian ini fokus untuk menguji pengaruh struktur *corporate governance* terhadap *cost of equity capital*. Penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya pada umumnya menguji *corporate governance* terhadap manajemen laba serta menguji hubungan prinsip *corporate governance* dengan pengungkapan informasi dan melihat pengaruh *disclosure* dan asimetri informasi terhadap *cost of capital*.

#### Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian di atas, maka permasalahan yang dapat dirumuskan dalam penelitian ini adalah "Apakah terdapat pengaruh keberadaan struktur *corporate governance* terhadap *cost of equity capital* perusahaan?"

#### Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh struktur *corporate governance* terhadap *cost of equity capital*.

### Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Memberikan tambahan wacana penelitian empiris di bidang *corporate governance*, serta bisa dijadikan sumber bagi penelitian *corporate governance* di masa yang akan datang
2. Memberikan informasi kepada investor tentang keberadaan struktur *corporate governance* beserta fungsi dan tanggung jawabnya sehingga dapat dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi
3. Sebagai tambahan informasi bagi perusahaan tentang pentingnya penerapan struktur *corporate governance* yang baik dalam rangka mengurangi *cost of equity capital* dengan mengurangi risiko dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan.

### KAJIAN TEORI

#### Teori Keagenan

Teori keagenan menunjukkan hubungan antara pihak yang bekerja sama tapi mempunyai posisi yang berbeda (satu sebagai prinsipal, dan satunya sebagai agen) (*Jensen dan Meckling, 1976*). Manajemen sebagai pihak yang diberi amanah untuk mengelola dana dari pemilik, harus mempertanggung-jawabkan apa yang diamanahkan kepadanya, di lain pihak, prinsipal sebagai pemberi amanah akan memberikan insentif pada manajemen berupa berbagai fasilitas baik finansial maupun nonfinansial.

Permasalahan timbul ketika kedua belah pihak mempunyai persepsi dan sikap yang berbeda dalam hal pemberian informasi yang akan digunakan oleh prinsipal untuk memberikan insentif pada agen. Agen yang punya informasi terhadap operasi dan kinerja perusahaan secara

menyeluruh, tidak akan memberikan seluruh informasi, sementara prinsipal membutuhkan manajemen memberikan informasi selengkapnyanya. Produk dari ketidak harmonisan antara agen dan prinsipal ini adalah timbulnya ketidak-seimbangan informasi. Kondisi semacam ini sangat mungkin menimbulkan konflik antara prinsipal dan agen yang saling mencoba untuk memanfaatkan pihak lain untuk kepentingan sendiri. Oleh sebab itu, diperlukan suatu *corporate governance* yang baik dimana *corporate governance* merupakan suatu cara untuk menjamin bahwa manajemen bertindak terbaik untuk kepentingan *stakeholders*. Pelaksanaan *good corporate governance* menuntut adanya perlindungan yang kuat terhadap hak-hak pemegang saham. Prinsip atau pedoman pelaksanaan *corporate governance* menunjukkan adanya perlindungan tersebut, tidak hanya kepada pemegang saham tetapi meliputi seluruh pihak yang terlibat dalam perusahaan termasuk masyarakat.

#### STRUKTUR CORPORATE GOVERNANCE

Secara eksplisit, definisi tentang struktur *corporate governance* dalam literatur-literatur *corporate governance* tidak ditemukan, namun secara implisit struktur *corporate governance* bisa didefinisikan sebagai pihak-pihak yang mempunyai kewenangan dalam menentukan arah dan kinerja perusahaan serta pihak-pihak yang melakukan pengawasan terhadap perusahaan berdasarkan fungsi dan tanggung jawab masing-masing. Dalam Pedoman *Good Corporate Governance* (2002) disebutkan bahwa struktur *corporate governance* meliputi komisaris independen, komite audit, komite nominasi, komite remunerasi serta komite asuransi yang dibentuk oleh dewan komisaris, dewan direksi, serta pemegang saham manajerial

dan institusional, namun disebabkan keterbatasan data, penelitian ini selanjutnya hanya akan membahas struktur *corporate governance* yang terdiri atas dewan komisaris independen, komite audit, dewan direksi, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, tiga komite lainnya yaitu komite nominasi, remunerasi dan komite asuransi tidak dibahas dalam penelitian ini. Keberadaan struktur *corporate governance* ini diharapkan dapat menjalankan fungsi dan tanggung jawab sesuai dengan pedoman pelaksanaan *corporate governance* yang bertujuan untuk mengurangi konflik keagenan dengan melakukan pengawasan, mengurangi risiko investasi, meningkatkan kepercayaan investor dan pada akhirnya mengurangi *cost of equity capital* perusahaan.

Pedoman *Good Corporate Governance* yang diterbitkan oleh Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (2002) selanjutnya menyebutkan bahwa maksud dari pedoman *corporate governance* antara lain adalah untuk mendorong pengelolaan perusahaan secara profesional, transparan dan efisien serta memberdayakan fungsi dan meningkatkan kemandirian dewan komisaris, direksi dan rapat umum pemegang saham, serta juga dimaksudkan untuk mendorong agar pemegang saham, anggota dewan komisaris dan anggota direksi dalam membuat keputusan dan menjalankan tindakan dilandasi nilai dan moral yang tinggi serta kepatuhan terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku dan kesadaran akan adanya tanggung jawab sosial terhadap pemegang saham dan pihak-pihak berkepentingan lainnya.

Hal ini tidak terlepas dari peran dan fungsi serta tanggung jawab masing-masing struktur *corporate governance* selaku

pihak-pihak yang akan mewujudkan kepercayaan para pemegang saham dan pihak lainnya dengan cara mengurangi risiko yang akan dihadapi oleh pemegang saham, dimana risiko dan kepercayaan dari investor ini pada akhirnya akan mempengaruhi *cost of equity capital* perusahaan.

Penelitian yang menghubungkan struktur *corporate governance* dengan *cost of equity capital* belum banyak dilakukan, dilatarbelakangi oleh berbagai hasil penelitian terdahulu sehubungan dengan *corporate governance* dan masalah meningkatkan kemandirian dewan komisaris, direksi dan rapat umum pemegang saham, serta juga dimaksudkan untuk mendorong agar pemegang saham, anggota dewan komisaris dan anggota direksi dalam membuat keputusan dan menjalankan tindakan dilandasi nilai dan moral yang tinggi serta kepatuhan terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku dan kesadaran akan adanya tanggung jawab sosial terhadap pemegang saham dan pihak-pihak berkepentingan lainnya.

#### Dewan Komisaris

Dewan komisaris dalam menjalankan fungsinya berdasarkan pedoman *corporate governance*, bertanggung jawab dan berwenang mengawasi tindakan direksi dan memberikan nasehat kepada direksi jika dipandang perlu oleh dewan komisaris. Hal ini dipertegas dalam pernyataan *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) yang menyatakan bahwa komisaris harus mengawasi dan memberi nasehat kepada direksi mengenai penyelenggaraan perusahaan. komisaris berdasarkan Undang-Undang Perseroan Terbatas (UUPT) diharuskan dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab untuk melaksanakan tugas tugasnya demi kepentingan perusahaan, berdasarkan hukum komisaris (ataupun

RUPS) diberi wewenang untuk menskor (member-hentikan sementara) anggota direksi. Selanjutnya dipertegas bahwa komisaris bersama-sama dengan direksi harus menandatangani laporan tahunan perusahaan. Dengan demikian, dewan komisaris turut bertanggung jawab secara hukum atas laporan keuangan yang menyesatkan yang karenanya menyebabkan kerugian kepada pihak manapun. Setiap anggota dewan komisaris harus mengungkapkan kepada perusahaan, berdasarkan UUPT, setiap kepentingan kepemilikan saham yang dipegang olehnya atau keluarganya dalam perusahaan tersebut atau perusahaan lainnya (FCGI, 2001).

Komposisi dewan komisaris harus sedemikian rupa sehingga memungkinkan pengambilan keputusan yang efektif, tepat dan cepat serta dapat bertindak secara independen dalam arti tidak mempunyai kepentingan yang dapat mengganggu kemampuannya untuk melaksanakan tugas secara mandiri dan kritis dalam hubungan satu sama lain. Komposisi dewan komisaris seyogyanya paling sedikit 20% harus berasal dari kalangan luar perusahaan (komisaris independen) yang bertujuan untuk meningkatkan efektivitas dan peran pengawasannya serta transparansi dari pertimbangannya serta bebas dari pengaruh berbagai pihak (Pedoman *Corporate Governance*, 2002). Hal ini mengindikasikan semakin besar proporsi dewan komisaris independen dalam sebuah perusahaan akan semakin meningkatkan efektivitas dan peran pengawasan terhadap perusahaan mengingat komisaris independen dalam melakukan peran dan tanggung jawabnya bebas dari pengaruh berbagai pihak, sehingga risiko keagenan dan risiko investasi yang dihadapi oleh investor juga

akan berkurang dengan demikian mengurangi *cost of equity capital* perusahaan.

Berdasarkan pedoman *corporate governance* serta penegasan dari FCGI tersebut di atas, terlihat jelas bahwa keberadaan dewan komisaris terutama proporsi komisaris independen yang merupakan bagian dari struktur *corporate governance* disertai fungsi dan tanggung jawabnya, sangat berperan dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen, dengan demikian akan membatasi manajemen terhadap tindakan oportunistik yang mungkin dilakukan yang dapat merugikan kepentingan pemegang saham. Hal ini akan menghadapkan pemegang saham dengan risiko keagenan yang lebih rendah yang dapat meningkatkan kepercayaan pemegang saham terhadap perusahaan atas investasi yang mereka lakukan, yang pada akhirnya dengan dilandasi rasa percaya tuntutan investor atas *return* yang disyaratkan juga berkurang dan hal ini akan mengurangi *cost of equity capital* perusahaan. Berdasarkan keterangan di atas, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>: Proporsi dewan komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital* perusahaan.**

#### Komite Audit

Struktur *corporate governance* yang juga berperan dalam melakukan pengawasan dan kontrol terhadap proses pelaporan keuangan yang diterbitkan manajemen perusahaan adalah komite audit. Fungsi dari komite audit ini adalah untuk memberikan pandangan mengenai masalah-masalah yang berhubungan dengan kebijakan keuangan, akuntansi dan pengendalian intern. Komite audit ini dibentuk oleh dewan komisaris yang ber-

anggotakan satu atau lebih anggota dewan komisaris (*The Essence of Good Corporate Governance* 2002). FCGI menyebutkan bahwa tugas dan tanggung jawab komite audit antara lain adalah:

1. Mendorong terbentuknya struktur pengawasan internal yang memadai
2. Meningkatkan kualitas keterbukaan dan pelaporan keuangan
3. Mengkaji ruang lingkup dan ketepatan eksternal audit, kewajaran biaya external audit serta kemandirian dan obyektivitas external auditor.

Mayangsari (2003) menguji mekanisme *corporate governance* dengan integritas pelaporan keuangan yang melibatkan komite audit dan menemukan hasil bahwa keberadaan komite audit kurang efektif dalam meningkatkan integritas laporan keuangan. Hasil ini sebenarnya bertentangan dengan intuitif mengingat fungsi, tugas dan tanggung jawab komite audit seharusnya mampu meningkatkan integritas laporan keuangan dan laporan keuangan ini nantinya dapat meningkatkan kepercayaan para pemegang saham dan mengurangi *cost of equity capital* perusahaan.

Ashbaugh *et al.* (2004) menemukan hasil yang bertentangan dengan penelitian Mayangsari (2003). Dia menemukan keberadaan komite audit dalam perusahaan dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan perusahaan yang disampaikan pada pemegang saham, mengurangi risiko keagenan yang dihadapi oleh pemegang saham dan mengurangi *cost of equity capital* perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut di atas, maka penelitian ini menguji keberadaan komite audit sebagai bagian dari struktur *corporate governance* dikaitkan dengan pengaruhnya terhadap *cost of equity capital* perusahaan

## H<sub>2</sub>: Keberadaan Komite Audit berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital* perusahaan

### Dewan Direksi

Bagian dari struktur *corporate governance* yang juga diduga mempengaruhi *cost of equity capital* perusahaan adalah dewan direksi. Seperti yang dinyatakan dalam FCGI (2001), direksi perusahaan bertanggung jawab penuh atas manajemen perusahaan. Setiap anggota direksi bertanggung jawab penuh dan secara pribadi jika ia bersalah atau lalai dalam menjalankan tugas-tugasnya. Direksi diharuskan oleh UUPT untuk menjalankan dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab tugas-tugasnya untuk kepentingan perusahaan dan harus memastikan agar perusahaan melaksanakan tanggung jawab sosialnya serta memperhatikan kepentingan dari berbagai pihak. Direksi wajib mempertanggung-jawabkan pelaksanaan tugasnya kepada pemegang saham melalui RUPS.

Meskipun belum banyak terdapat penelitian yang melihat pengaruh dewan direksi terhadap *cost of equity capital* perusahaan namun secara intuitif hal tersebut bisa diteliti mengingat fungsi dari dewan direksi adalah menjalankan kegiatan perusahaan dan bertanggung jawab atas laporan keuangan yang diterbitkan disertai dengan pengungkapan-pengungkapan atas laporan keuangan. Laporan keuangan yang dihasilkan ini akan merupakan sinyal bagi para pemegang saham untuk mengambil keputusan investasi, jika laporan keuangan keuangan dikeluarkan dengan sejujurnya disertai dengan pengungkapan atas laporan keuangan, para pemegang saham akan terhindar dari masalah *adverse selection*, menambah tingkat kepercayaan para pemegang saham terhadap perusahaan



yang menyebabkan *return* yang disyaratkan juga akan turun dan pada akhirnya akan berdampak pada *cost of equity capital* perusahaan.

Beberapa penelitian empiris terdahulu juga telah membuktikan adanya hubungan antara peran pengawasan oleh direksi dengan kualitas pelaporan keuangan, dan indikasi manajemen laba, namun menghasilkan penemuan yang masih kontradiktif. Penelitian yang dilakukan oleh Beasley (1996), Yermarck (1996) serta Jensen (1993) menemukan bukti bahwa semakin besar ukuran dewan direksi maka semakin besar kemungkinan terjadi kecurangan dalam pelaporan keuangan, hal ini terkait dengan kurang efektifnya ukuran dewan direksi yang besar dalam menjalankan fungsinya karena sulit dikontrol, sulit dalam komunikasi, koordinasi dan pembuatan keputusan. Chtourou *et.al* (2001) justru menemukan hasil berlawanan yaitu semakin besar ukuran dewan direksi akan dapat memonitor proses pelaporan keuangan dengan lebih efektif dibandingkan dengan ukuran dewan direksi yang lebih kecil.

Meskipun hasil penelitian sebelumnya masih berlawanan, namun berdasarkan hasil penelitian tersebut terlihat bahwa dewan direksi juga memainkan peran penting dalam masalah keagenan. Penelitian ini mengembangkan penelitian sebelumnya dan menduga bahwa peran dewan direksi dalam masalah keagenan akan berdampak pada risiko yang dihadapi oleh pemegang saham dan akan berpengaruh terhadap *cost of equity capital* perusahaan, sehingga dengan demikian dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>3</sub>: Ukuran dewan direksi berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital* perusahaan**

#### **Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial perusahaan. kepemilikan manajerial ini diduga akan mempunyai peran penting dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen perusahaan disebabkan karena kepentingan mereka terhadap perusahaan terutama dalam hal kepemilikan saham. Dengan demikian diharapkan dengan adanya kepemilikan oleh manajerial akan dapat menselaraskan tujuan manajemen perusahaan dengan para pemegang saham yang menyebabkan berkurangnya risiko yang dihadapi oleh pemegang saham dan pada akhirnya mengurangi *cost of equity capital*.

Meskipun demikian, penelitian-penelitian terdahulu terkait dengan kepemilikan manajerial ini menghasilkan penemuan yang masih kontradiktif. Warfield *et al.* (1995) dalam Midastry dan Machfoedz (2003) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan manajemen laba dan berhubungan positif dengan kandungan informasi laba. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial dapat melakukan pengawasan terhadap manajemen dengan menurunnya masalah keagenan (manajemen laba), berdampak pada penurunan risiko yang dihadapi pemegang saham dan pada akhirnya akan menurunkan *cost of equity capital* perusahaan.

Namun, Gabrielsen *et al.* (1997) menemukan hasil yang berlawanan ketika mereka meneliti pasar modal Denmark, mereka menemukan hubungan positif

antara kepemilikan manajerial dengan manajemen laba. Jika dikembangkan lebih lanjut, hal ini mengindikasikan kepemilikan manajerial belum mampu melakukan kontrol terhadap manajemen, terbukti dengan semakin besar kepemilikan manajerial maka manajemen laba juga semakin besar, sehingga pemegang saham akan dihadapkan pada risiko yang juga semakin besar yang mengakibatkan pemegang saham akan menuntut premium atas risiko dengan meningkatkan *return* yang mereka syaratkan dan pada akhirnya akan meningkatkan *cost of equity capital* perusahaan.

Ashbaugh *et al.* (2004) menguji atribut *corporate governance* terhadap *cost of equity capital* dan menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital*. Semakin besar persentase kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, semakin menurunkan *cost of equity capital* perusahaan. Mengacu pada beberapa hasil penelitian tersebut di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>4</sub>: Persentase Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital* perusahaan**

#### **Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan saham oleh pihak institusional akan mempengaruhi tingkat pengawasan yang dilakukan pemegang saham institusi terkait dengan kepentingannya terhadap perusahaan, hal ini diduga berperan dalam menentukan *cost of equity capital* perusahaan. Ashbaugh *et al.* (2004) menguji atribut *corporate governance* terhadap *cost of equity capital* dengan salah satu atribut kepemilikan institusional yang menemukan bukti bahwa semakin besar persentase kepemilikan oleh institusi

semakin menurunkan *cost of equity capital* perusahaan karena institusi dengan kepemilikan terbesar akan mempunyai kepentingan terhadap perusahaan terutama terkait dengan saham yang mereka miliki, dengan demikian memotivasi mereka untuk lebih meningkatkan pengawasan terhadap manajemen mengingat institusi tersebut juga punya tanggung jawab terhadap pemegang sahamnya. Adanya pengawasan dari institusi tersebut akan semakin mengurangi masalah keagenan yang mungkin terjadi dan pada akhirnya akan mempengaruhi *cost of equity capital* perusahaan.

Gunarsih (2003) menguji dampak mekanisme *corporate governance* yaitu struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan publik yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta periode 1994-2000 dengan membedakan struktur kepemilikan antara institusi domestik dan asing. Gunarsih menemukan struktur kepemilikan oleh institusi domestik berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan sedangkan kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa permasalahan keagenan utama yang terjadi adalah antara kepemilikan mayoritas oleh institusi domestik dengan pemilik minoritas.

Penelitian sebelumnya yang mendukung terkait dengan kepemilikan institusional ini juga dilakukan oleh Rajgopal *et al.* (1999) yang menemukan bukti terdapat hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan indikasi manajemen laba. Hal ini menunjukkan bahwa pemilik saham secara institusi merupakan pemegang saham yang canggih yang tidak mudah dibodohi oleh manajemen sehingga menuntut manajemen memberikan informasi terbaik yang menyebabkan berku-

rangnya risiko keagenan antara manajemen dengan pemegang saham, meningkatkan kepercayaan pemegang saham untuk memegang saham dengan *return* yang disyaratkan rendah akibat dilandasi rasa percaya dan pada akhirnya mempengaruhi *cost of equity capital* perusahaan.

Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut di atas, dengan menggunakan persentase kepemilikan secara keseluruhan baik kepemilikan oleh domestik maupun asing, maka penelitian ini merumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>5</sub>: Persentase Kepemilikan institusi berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital* perusahaan**

#### **COST OF EQUITY CAPITAL**

*Cost of equity capital* merupakan tingkat pengembalian yang diinginkan penyedia dana (investor) dan berkaitan dengan risiko investasi atas saham perusahaan (Khomsiyah dan Susanti, 2003). Berbagai penelitian terdahulu telah dilakukan sehubungan dengan *cost of equity capital* yang lebih banyak menguji hubungan antara *disclosure*, asimetri informasi terhadap *cost of equity capital*, antara lain dilakukan oleh Botosan (1997) yang mengatakan terdapat beberapa alternatif dalam pengukuran *cost of equity capital* antara lain dengan menggunakan pendekatan *Average Realized Return* dan *Capital Asset Pricing Model*. Penelitian yang menguji hubungan informasi asimetri dengan *cost of capital* juga telah dilakukan antara lain oleh, Handa dan Linn (1993), Komalasari dan Baridwan (2001), Mardiyah (2002) serta Murni (2002).

Ashbaugh *et al.* (2004) melakukan penelitian sehubungan dengan *corporate governance* dan *cost of equity capital*.

Pengukuran *cost of equity capital* yang dilakukan oleh Ashbaugh *et al.* adalah dengan menggunakan *Implied CC* sebagai tingkat pengembalian rata-rata yang diharapkan selama tahun fiskal perusahaan yang diuji.

Pada penelitian ini, pengukuran *cost of equity capital* menggunakan ukuran *Capital Asset Pricing Model*, mengacu pada beberapa penelitian terdahulu. Hal ini disebabkan karena pada dasarnya penelitian ini ingin melihat pengaruh struktur *corporate governance* terhadap *cost of equity capital*, dimana struktur *corporate governance* merupakan sebuah mekanisme yang berfungsi mengurangi masalah keagenan dengan adanya pengawasan, mengurangi risiko investasi yang dihadapi oleh para investor, menimbulkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mereka merasa yakin dengan investasi yang mereka tanamkan, dengan demikian mengurangi tuntutan mereka terhadap *return* yang disyaratkan dengan berkurangnya risiko dan pada akhirnya akan mengurangi *cost of equity capital* perusahaan. Dilatarbelakangi oleh uraian di atas, maka pengukuran *Cost of Equity Capital* dengan menggunakan *Capital asset Pricing Model* pada penelitian ini dianggap cukup mewakili karena *Capital Asset Pricing Model* merupakan suatu pengukuran yang menggambarkan hubungan tingkat *return* yang diharapkan dengan risiko yang dihadapi. Semakin tinggi tingkat *return* yang diharapkan oleh investor menandakan bahwa mereka berhadapan dengan tingkat risiko yang juga tinggi, hal ini akan meningkatkan *cost of equity capital* perusahaan, begitu pula sebaliknya.

## METODOLOGI PENELITIAN

### Sumber Data, Populasi Dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder meliputi data jumlah dewan komisaris dan komisaris independen, komite audit, jumlah dewan direksi, struktur kepemilikan manajerial dan struktur kepemilikan institusional, tingkat bunga bebas risiko, *return* pasar, beta. Data dewan komisaris dan komite audit di peroleh dari Pengumuman Pembentukan Komite Audit dan Pengangkatan Komisaris Independen Perusahaan Tercatat yang dikeluarkan oleh *Jakarta Stock Exchange* dengan No Peng-1203/BEJ-PSR/10-2003, sementara dewan direksi, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional diperoleh dari data base laporan keuangan yang tersedia di program *Pasca Sarjana Magister Sains dan Doktor UGM* dilengkapi dengan *Indonesian Capital Market Directory 2004*, data tentang tingkat bunga bebas risiko, *return* pasar dan beta diperoleh dari PPA UGM.

Perusahaan yang digunakan sebagai sampel adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Pengujian hipotesis dilakukan secara *cross sectional* dengan mengambil periode penelitian tahun 2003 dengan alasan bahwa pada tahun 2003 jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ sudah banyak yang menerapkan struktur *corporate governance*. Pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Merupakan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ
2. Memiliki struktur dewan komisaris (independen), komite audit, dewan direksi, struktur kepemilikan manajerial dan institusional
3. Sampel mempunyai laporan keuangan yang berakhir 31 Desember 2003

Berdasarkan kriteria tersebut, sampel perusahaan yang dapat diperoleh sebanyak 201 perusahaan dari 325 total perusahaan yang terdaftar di BEJ periode 2003.

### Variabel Penelitian Dan Pengukuran Variabel

#### Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur *corporate governance*, mengacu pada beberapa penelitian sebelumnya tentang *corporate governance* antara lain penelitian Ashbaugh *et al.* 2004, Chen *et al.* 2003, Mayang Sari, 2003 serta Madiastuty dan Machfoedz, 2003, yang terdiri atas:

1. Dewan komisaris Independen; diukur dengan proporsi keberadaan dewan komisaris independen dalam total dewan komisaris
2. Komite audit; merupakan variabel dummy, 1 jika perusahaan memiliki komite audit dan 0 jika sebaliknya
3. Dewan Direksi; diukur dengan jumlah anggota dewan direksi
4. Kepemilikan manajerial; diukur dengan persentase saham yang dimiliki oleh komisaris dan direksi perusahaan
5. Kepemilikan institusional: diukur dengan persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional

#### Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Cost of equity Capital* yang dihitung dengan menggunakan pendekatan estimasi *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* mengacu pada penelitian Komalasari dan baridwan (2001), Mardiyah (2002). Pengukuran *Cost of Equity Capital* berdasarkan pendekatan CAPM sebagai berikut:

$$CEC_{i,t} = R_{ft} + b_i (RM_t - R_{ft})$$

Dalam hal ini:

$R_{ft}$  = Return bebas risiko yang diproksi dengan tingkat bunga SBI 1 bulan

$R_{Mt}$  = Return pasar yang diperoleh dari indeks harga saham gabungan (IHSG) periode  $t$  dikurangi IHSG periode  $t-1$  dibagi dengan IHSG periode  $t-1$

$b_i$  = Risiko sistematis untuk setiap saham perusahaan  $i$ . Nilai  $b_i$  yang dipakai merupakan nilai  $b_i$  koreksian yang diperoleh di PPA UGM untuk mengatasi beta bias

akibat perdagangan tidak sinkron dikarenakan pasar modal BEJ tergolong *thin market*.

### MODEL PENGUJIAN HIPOTESIS

Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan persamaan regresi berganda untuk melihat pengaruh struktur *corporate governance* terhadap *cost of equity capital*. Analisis data dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS 11.5 for windows. Model Persamaan Regresi sebagai berikut:

$$Y = a_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e.$$

Notasi:

- $Y$  = Cost of Equity Capital  
 $a_0$  = Konstanta  
 $b_1, b_2, \dots, b_n$  = Koefisien regresi 1,2...n  
 $X_1$  = Proporsi dewan komisaris independen  
 $X_2$  = Komite Audit, variabel dummy  
 $X_3$  = Ukuran dewan direksi  
 $X_4$  = Persentase kepemilikan manajerial  
 $X_5$  = Persentase kepemilikan institusional  
 $e$  = Error Term

*kolmogorov-Smirnov*. Uji normalitas ini diperlukan untuk mengetahui alat analisis yang seharusnya digunakan berdasarkan kriteria tertentu. Data dikatakan berdistribusi normal jika sig-nifikansi *Kolmogorov-Smirnov Z* > 0,05.

### Uji Autokorelasi.

Uji ini bertujuan menguji apakah dalam sebuah model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pada periode  $t-1$ . Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Untuk mendeteksi autokorelasi dapat dilihat pada tabel D-W (*Durbin-Watson*), bila nilai DW terletak antara batas atas atau *upper bound* ( $du$ ) dan  $(4-du)$ , maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi

### Uji heteroskedastisitas.

Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan

### PENGUJIAN ASUMSI KLASIK

Uji asumsi klasik yang akan dilakukan dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji multikolinieritas. Pengujian asumsi klasik ini harus dilakukan terlebih dahulu dalam pengujian analisis regresi berganda agar dapat menghindari hasil pengujian yang bias.

### Uji normalitas.

Sebelum melakukan pengujian hipotesis, untuk mengetahui distribusi data dilakukan uji normalitas dengan model

yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan beberapa cara antara lain dengan uji *Glejser*. Uji ini dilakukan dengan meregresi nilai absolut residual dari model yang diestimasi terhadap variabel bebas.

**Uji Multikolinieritas.**

Uji ini bertujuan untuk menguji ada tidaknya hubungan linier antara variabel bebas. Pengujian multikolinieritas dapat dilakukan dengan cara regresi antara variabel bebas untuk melihat nilai *variance Inflation Factor* (VIF) dari masing-masing variabel bebas. Model regresi yang bebas multi-olinieritas adalah mempunyai VIF

tidak lebih dari angka 10 dan nilai tolerance di atas 0,1.

**ANALISIS DATA**

Bagian ini menyajikan hasil analisis terhadap pengujian asumsi klasik, statistik deskriptif serta hasil pengujian statistik.

**Hasil Uji Asumsi Klasik**

**Uji Normalitas**

Uji normalitas dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov*. Data dikatakan berdistribusi normal jika signifikansi *Kolmogorov-Smirnov*  $Z > 0,05$ . Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa data terdistribusi normal yang ditunjukkan oleh signifikansi *Kolmogorov-Smirnov*  $Z > 0,05$  yaitu sebesar 0,055 seperti yang terlihat pada tabel 1.

**Tabel 1.**  
**Hasil Uji Normalitas**

	Standardized Residual
N	201
Normal Parameters (a.b) Mean	,0000000
Std.Deviation	,98742088
Most Extreme Absolute	,095
Differences Positive	,080
Negative	-,095
Kolmogorov-Smirnov Z	1,341
Asymp.Sig. (2-tailed)	,055
	,055

a. Test distribution is Normal

b. Calculated from data

**Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi inier ada korelasi antara kesalahan pengganggu periode t dengan periode t-1. Jika terjadi korelasi maka dinamakan ada problem autokorelasi. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu (*time series*) sedangkan pada data *crosssection*

(silang waktu) masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena gangguan pada observasi yang berbeda berasal dari individu/kelompok yang berbeda. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali, 2001).

Terdapat beberapa cara untuk mendeteksi autokorelasi, salah satunya

adalah dengan melakukan uji *Durbin-Watson* (DW). Masalah autokorelasi dapat dideteksi melalui tabel D-W (*Durbin-Watson*), bila nilai DW terletak antara batas atas atau *upper bound* (du) dan (4-du), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi. Hasil uji autokorelasi dalam penelitian ini menunjukkan nilai DW sebesar 1,916 seperti

yang terlihat pada tabel 2. Berdasarkan tabel DW untuk  $n = 201$  dan  $k = 5$ , maka nilai du adalah sebesar 1,820 sehingga  $(4-du) = 2,180$ . Terlihat bahwa nilai DW terletak antara batas atas (du) dan (4-du) dengan demikian koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.

Tabel 2.  
Hasil Uji Autokorelasi

Model	Durbin-Watson
1	1,916
a. Predictors: (Constant), Ln Asset, Kmsrs Indpn, Kpmlkn Inst, Kmt Aud, Kpmlkn Mnjrl, direksi	
b. Dependent Variable: CEC	

**UJI HETEROSKEDASTISITAS**

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari satu pengamatan ke pengamatan lain tetap maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001).

absolut residual model regresi dengan variabel independen. Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka terjadi heteroskedastisitas.

Penelitian ini menggunakan uji *Glejser* dalam mendeteksi heteroskedastisitas dan pada tabel 3 terlihat bahwa tidak ada satupun variabel independen yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansi yang berada di atas tingkat kepercayaan 5%, dengan demikian disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

Terdapat beberapa cara dalam menguji heteroskedastisitas, salah satunya adalah dengan uji *Glejser*. Uji ini dilakukan dengan mendeteksi signifikansi secara statistik nilai

Tabel 3.  
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model		Sig
1	(Constant)	,066
	Kmsrs Indpndn	,971
	Kmt Aud	,117
	Direksi	,262
	Kpmlkn Mnjr	,842
	Kpmlkn Inst	,932

a. Dependen Variable: ABSUT

**Uji Multikolinieritas**

Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi diantara variabel independen. Pengujian multikolinieritas dapat dilakukan dengan cara regresi antara variabel independen untuk melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dari masing-masing variabel independen.

Model regresi yang bebas multikolinieritas akan mempunyai nilai VIF tidak lebih dari 10 dan *tolerance value* >0,1.

Hasil pengujian multikolinieritas pada penelitian ini menunjukkan nilai VIF tidak lebih dari 10 dan nilai *tolerance* berada di atas 0,1. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam penelitian ini (tabel 4).

**Tabel 4.**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**

Model	Colinearity	Statistics
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
Kmsrs Indpn	,982	1,019
Kmt Aud	,966	1,035
Direksi	,977	1,024
Kpmlk Mnjrl	,896	1,116
Kpmlk Inst	,914	1,094

a. Dependent Variabel: CEC

**Statistik Deskriptif**

Hasil statistik deskriptif penelitian ini dapat dilihat pada tabel 5 di bawah ini

yang memberikan informasi tentang *mean*, deviasi standar dan jumlah N pengamatan.

**Tabel 5**  
**Deskriptive Statistics**

	Mean	Std.Deviation	N
CEC	1,001254	3,0741574	201
Kmsrs Indpn	,389532	,0991895	201
Kmt Aud	,77	,424	201
Direksi	4,229	1,7825	201
Kpmlk mnjrl	,012372	,038605	201
Kpmlkn Inst	,740494	,1329927	201

**PENGUJIAN HIPOTESIS**

Penelitian ini diuji dengan menggunakan alat analisis regresi berganda. Pengujian hipotesis dilakukan dengan model persamaan sebagai berikut:

$$Y = a_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e$$

Model persamaan tersebut akan diuji setelah dilakukan uji asumsi klasik. Sebelum melakukan uji asumsi klasik, terlebih dahulu dilakukan uji data outlier yang bertujuan agar data-data yang berbeda secara nyata dengan data yang lain dapat dikeluarkan. Ringkasan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 6 di bawah di bawah ini:



Tabel 6.  
Ringkasan Hasil Regresi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig	Anova	
	B	Std. Error	Beta			F	Sig
1 (Constant)	1,973	1,780		1,108	,269	2,640	,025
Kmsrs Indp	2,549	2,168	,082	1,176	,241		
Kmt Aud	1,636	,511	-,226	3,202	,002		
Direksi	,126	,121	,073	1,040	,299		
Kpmlk mnj	-2,001	5,826	-,025	,343	,732		
Kpmlk Ins	-1,646	1,676	-,071	,982	,327		

Signifikan secara statistik pada  $p < 0,05$ ; R Square,063

Angka *R Square* menunjukkan nilai sebesar 0,063 yang berarti bahwa hanya sebesar 6,3% *cost of equity capital* dapat dijelaskan oleh variabel prediktor yang digunakan dalam penelitian yaitu hanya mampu dijelaskan oleh variabel komite audit, sementara sisanya 93,7% dijelaskan oleh faktor lain.

Uji Anova menghasilkan F hitung sebesar 2,640 dengan signifikansi sebesar 0,025. Signifikansi lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa model regresi dapat dipakai dalam menjelaskan *cost of equity capital*. Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen berpengaruh terhadap *cost of equity capital*.

Analisis untuk masing-masing hipotesis adalah dengan melihat nilai signifikansi yang dihasilkan dalam regresi. Nilai signifikansi di bawah 0,05 merupakan variabel yang paling mempengaruhi *cost of equity capital*. Berdasarkan nilai signifikansi untuk masing-masing variabel independen tersebut, terlihat bahwa variabel komite audit berpengaruh terhadap *cost of equity capital* dengan nilai sig sebesar 0,002. Hal ini berarti bahwa keberadaan komite audit sebagai bagian dari struktur *corporate governance* dapat mengurangi *cost of equity capital* perusahaan, dengan demikian

mendukung hipotesis 2. Ini mengindikasikan bahwa keberadaan komite audit sebagai bagian dari struktur *corporate governance* sesuai dengan fungsi dan tanggung jawabnya mampu menambah kepercayaan investor terhadap perusahaan dan mempengaruhi *cost of equity capital* perusahaan. Keberadaan komite audit dalam sebuah perusahaan akan menurunkan *cost of equity capital* perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Ashbaugh *et al.* (2004) yang menemukan bahwa keberadaan komite audit dalam perusahaan dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan perusahaan yang disampaikan kepada investor, mengurangi risiko keagenan yang dihadapi investor dan mengurangi *cost of equity capital* perusahaan. Tabel 6 di atas menyajikan nilai signifikansi yang besar dari 0,05 untuk variabel-variabel komisaris independen, dewan direksi, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Hal ini berarti bahwa H1, H3, H4 dan H5 belum berhasil didukung dalam penelitian ini.

Hipotesis 1 yang menduga proporsi dewan komisaris independen berpengaruh secara negatif terhadap *cost of equity capital* ternyata di tolak, terlihat dari nilai sig sebesar 0,241. Penolakan terhadap hipotesis 1 ini kemungkinan disebabkan karena data

proporsi komisaris independen dalam perusahaan sampel bervariasi, yaitu hampir setengah dari jumlah perusahaan sampel mempunyai proporsi komisaris independen sebesar 33,33%. Disamping itu kemungkinan juga disebabkan karena pengukuran komisaris independen dengan menggunakan proporsi sangat sensitif terhadap ukuran perusahaan. Proporsi komisaris independen yang rendah tidak sepenuhnya mencerminkan rendahnya kualitas struktur *corporate governance*, hal ini dikarenakan ada kemungkinan sesuai dengan tingkat kebutuhan perusahaan, misalnya perusahaan kecil mungkin tidak memerlukan proporsi komisaris independen yang besar, namun belum berarti dengan proporsi yang kecil *corporate governance* tidak bagus, sehingga hipotesis 1 dalam penelitian ini belum berhasil didukung. Meskipun demikian, usaha yang dilakukan dalam penelitian ini sebatas menguji proporsi komisaris independen mengingat peneliti belum menemukan pengukuran lain yang digunakan untuk menguji komisaris independen. Kemungkinan lain penolakan terhadap hipotesis 1 ini disebabkan proporsi dewan komisaris independen dalam sebuah perusahaan belum menjamin terlaksananya pengawasan yang kuat terhadap perusahaan dan belum berhasil meraih kepercayaan investor untuk menurunkan tingkat *return* yang mereka syaratkan mengingat *corporate governance* itu sendiri merupakan suatu hal yang masih baru di Indonesia, sehingga belum berhasil mengurangi *cost of equity capital* perusahaan. Penyebab lainnya mungkin disebabkan karena masih kurangnya informasi yang diperoleh investor tentang fungsi dan tanggung jawab dari komisaris independen, sehingga investor belum mempertimbangkannya dalam pengambilan keputusan investasi

dan belum bisa mengurangi *cost of equity capital* seperti yang diharapkan.

Hipotesis 3 yang menduga bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital*, juga ditolak, terlihat dengan nilai sig sebesar 0,299. Penolakan terhadap hipotesis ini kemungkinan disebabkan karena ukuran dewan direksi juga sangat sensitif terhadap ukuran perusahaan. Ukuran dewan direksi yang kecil tidak sepenuhnya menggambarkan rendahnya kualitas *corporate governance* mengingat ukuran dewan direksi juga tergantung dari ukuran dan kebutuhan perusahaan. Perusahaan kecil kemungkinan mempunyai dewan direksi yang lebih sedikit dibanding perusahaan besar, namun hal ini belum berarti bahwa struktur *corporate governance* pada perusahaan yang mempunyai ukuran dewan direksi lebih kecil kualitas *corporate governance*nya juga rendah, dengan demikian hipotesis 3 belum berhasil didukung dalam penelitian ini. Meskipun demikian, dikarenakan data yang tersedia untuk pengukuran dewan direksi adalah ukuran/jumlah dewan direksi, maka penelitian ini menggunakan ukuran/jumlah dalam menguji dewan direksi. Kemungkinan lain penolakan terhadap hipotesis 3 juga disebabkan karena ukuran dewan direksi bukan merupakan jaminan bagi para investor untuk mendapatkan informasi yang mereka butuhkan sehingga ukuran dewan direksi disertai dengan tugas dan tanggung jawabnya untuk menerbitkan laporan keuangan dan pengungkapan atas laporan keuangan belum berhasil meraih kepercayaan investor menurunkan tingkat *return* yang mereka syaratkan atas investasi yang mereka lakukan. Penolakan terhadap  $H_3$  ini mendukung hasil penelitian Beasley (1966), Yermarck (1966) dan Jensen (1993) yang

menemukan bukti bahwa semakin besar ukuran dewan direksi maka semakin besar kemungkinan terjadi kecurangan dalam pelaporan keuangan, karena sulit dikontrol, sulit dalam komunikasi, koordinasi dan pembuatan keputusan, yang menyebabkan kurangnya rasa kepercayaan investor terhadap informasi yang diberikan, dengan demikian belum berhasil mengurangi *cost of equity capital* perusahaan. Secara intuitif, hal tersebut kemungkinan merupakan salah satu penyebab belum didukungnya hipotesis 3.

Hipotesis 4 yang menduga persentase kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital* dalam penelitian ini juga belum berhasil didukung. Meskipun arah penelitian ini sesuai dengan prediksi yaitu negatif, namun kenyataannya di Indonesia hal tersebut belum terbukti terlihat dari hasil penelitian yang tidak signifikan dengan nilai sig sebesar 0.732. Kemungkinan penolakan terhadap hipotesis 4 ini disebabkan karena kurang bervariasinya persentase kepemilikan manajerial yang terdapat dalam perusahaan sampel. Berdasarkan data yang diperoleh untuk periode penelitian 2003, persentase kepemilikan manajerial pada perusahaan sampel sangat rendah, bahkan terdapat perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial, sehingga diduga sebagai penyebab ketidaksignifikanan hasil penelitian. Meskipun demikian pengujian terhadap kepemilikan manajerial tetap dilakukan dengan menggunakan persentase kepemilikan manajerial mengingat kepemilikan manajerial merupakan bagian dari struktur *corporate governance* yang diduga mempengaruhi *cost of equity capital* perusahaan. Secara intuitif kemungkinan lain disebabkan karena kepemilikan manajerial merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh manajerial perusahaan

meliputi dewan komisaris dan dewan direksi, yang memungkinkan mereka untuk lebih mementingkan kepentingan mereka sendiri dibandingkan dengan kepentingan pihak lain, mengingat mereka merupakan orang-orang yang berperan dalam menjalankan kegiatan perusahaan dan lebih mengetahui informasi tentang perusahaan. Dengan demikian, besarnya persentase kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan, bisa menjamin manajerial tersebut men-selaraskan tujuan mereka dengan tujuan pemegang saham lainnya sehingga belum berhasil mengurangi *cost of equity capital* perusahaan.

Penolakan terhadap hipotesis 5 yang menduga persentase kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital*, terlihat dari nilai sig sebesar 0,327. Meskipun arah dalam penelitian ini sesuai dengan prediksi, namun kenyataannya hipotesis tersebut belum berhasil didukung. Penolakan terhadap hipotesis tersebut kemungkinan bisa saja disebabkan karena struktur kepemilikan di Indonesia lebih terkonsentrasi dan lebih didominasi oleh perusahaan yang mempunyai afiliasi pada keluarga dengan demikian pengangkatan dewan komisaris selaku pihak yang akan melakukan pengawasan terhadap perusahaan, didominasi oleh pemegang saham mayoritas dalam hal ini adalah pemegang saham institusional (*The Essence of Good Corporate Governance, 2002*). Hal ini berdampak pada pengawasan yang dilakukan lebih kepada kepentingan pemegang saham mayoritas dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas yang mengakibatkan timbulnya krisis kepercayaan bagi pemegang saham minoritas. Pemegang saham minoritas akan menuntut *return* yang lebih tinggi karena mereka menghadapi risiko keagenan yang juga tinggi akibat kurang diperhatikannya

hak-hak mereka dalam perusahaan, dengan demikian semakin besar persentase kepemilikan saham oleh institusional belum berhasil mengurangi *cost of equity capital* perusahaan.

Secara keseluruhan, struktur *corporate governance* selain komite audit, yang terdiri dari komisaris independen, dewan direksi, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional ternyata belum mempengaruhi *cost of equity capital* dalam penelitian ini, meskipun secara teori struktur tersebut diduga berpengaruh.

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu keberadaan dewan komisaris termasuk komisaris independen, dewan direksi, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berperan dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen, sehingga diduga dengan adanya pengawasan yang kuat terhadap perusahaan berdasarkan tugas dan tanggung jawab serta kepentingan berbagai pihak, akan mampu mengurangi konflik keagenan, memberikan informasi yang dibutuhkan investor dengan sejujurnya, menghadapkan investor pada risiko keagenan yang lebih rendah, mengurangi risiko investasi, menimbulkan kepercayaan investor terhadap perusahaan atas investasi yang dilakukan dan pada akhirnya *return* yang disyaratkan juga akan berkurang yang berarti *cost of equity capital* akan semakin rendah. Namun, berdasarkan hasil pengujian pada penelitian ini, dugaan-dugaan tersebut belum berhasil dibuktikan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Ashbaugh *et al.* (2004) yang menemukan keberadaan dewan komisaris, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital*. Secara intuitif penulis

menduga perbedaan tersebut disebabkan karena penerapan *corporate governance* di Indonesia tergolong masih baru sehingga prakteknya belum seperti yang diharapkan. Hal ini sesuai dengan penelitian secara kualitatif yang dilakukan oleh Kurniawan dan Indriantoro (2000) sebagaimana dikutip dari penelitian Arifin (2003) tentang pelaksanaan *corporate governance* di Indonesia yang dinilai belum baik. Diungkapkan dalam Arifin (2003) bahwa Kurniawan dan Indriantoro mengidentifikasi beberapa isu tentang *corporate governance* di Indonesia yang menemukan bahwa (1) struktur kepemilikan masih didominasi keluarga yang menyebabkan perlindungan terhadap investor kecil lemah, (2) fungsi dewan komisaris dalam membawa aspirasi/kepentingan pemegang saham non-mayoritas juga masih lemah, (3) Belum adanya kewajiban membentuk audit sehingga informasi keuangan yang disampaikan masih diragukan kualitasnya, (4) praktek *fair business* yang masih lemah, (5) trans-paransi dan *disclosure* yang masih rendah, (6) praktek manajemen risiko yang juga belum baik serta (7) perlindungan terhadap kreditur yang masih lemah, Arifin (2003). Namun dari beberapa temuan penelitian Kurniawan dan Indriantoro tahun 2000 tersebut, terdapat perbedaan hasil penelitian pada point 3 tentang keberadaan komite audit. Penelitian ini menemukan keberadaan komite audit mampu mengurangi *cost of equity capital* yang secara tidak langsung mengindikasikan bahwa keberadaan komite audit dipercaya oleh investor dapat meningkatkan kualitas informasi keuangan yang dibutuhkan sehingga mampu menurunkan *return* yang diharapkan. Disamping itu kemungkinan juga disebabkan cara pandang dan penilaian investor terhadap struktur *corporate governance* itu sendiri. Di Indonesia, *corporate governance* baru mulai

diterapkan pada awal tahun 2000, sehingga masih merupakan suatu hal yang baru bagi masyarakat yang menyebabkan masyarakat/investor belum memandang penting keberadaan *corporate governance* dalam melakukan investasi sehingga belum berhasil mengurangi *cost of equity capital*. Sementara dalam penelitian Ashbaugh *et al.* (2004), investor sudah memandang penting *corporate governance* dalam melakukan investasi yang menyebabkan semakin kuat *corporate governance* sebuah perusahaan akan semakin menurunkan *cost of equity capital* perusahaan.

## KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur *corporate governance* terhadap *cost of equity capital*. Berdasarkan analisis data dapat diambil simpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan uji Anova dalam regresi, model penelitian ini dapat digunakan untuk menjelaskan *cost of equity capital*, terlihat dari nilai signifikansi F sebesar 0,025 yang berarti bahwa secara bersama-sama variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.
2. Nilai *R Square* adalah sebesar 0,63 yang berarti model penelitian mempunyai kemampuan menjelaskan *cost of equity capital* hanya sebesar 6,3%, sementara sisanya sebesar 93,7% dijelaskan oleh faktor lain diluar variabel independen yang digunakan sebagai prediktor dalam penelitian ini.
3. Berdasarkan nilai signifikansi untuk masing-masing variabel independen, terlihat bahwa hanya variabel komite audit yang berpengaruh secara signifikan terhadap *cost of equity capital*, sedangkan variabel independen lainnya belum berpengaruh terhadap *cost of*

*equity capital* perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa keberadaan struktur *corporate governance* di Indonesia selain komite audit disertai mekanismenya belum begitu sempurna mengingat belum berhasilnya menurunkan *cost of equity capital*.

### KETERBATASAN PENELITIAN

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yang masih perlu menjadi bahan revisi. Pertama, penelitian ini belum memasukkan variabel lain diluar struktur *corporate governance* yang dapat dijadikan sebagai variabel *intervening* atau variabel *moderating* untuk memperkuat hasil penelitian, dikarenakan tujuan dari penelitian ini adalah betul-betul untuk melihat pengaruh variabel struktur *corporate* terhadap *cost of equity capital*. Kedua, jangka waktu yang digunakan hanya satu tahun. Ketiga, pengukuran *cost of equity capital* masih menggunakan CAPM seperti yang digunakan dalam penelitian terdahulu.

### Rekomendasi

Berdasarkan pada keterbatasan penelitian maka rekomendasi untuk penelitian selanjutnya adalah menggunakan variabel lain yang diduga mempengaruhi *cost of equity capital* yang dapat dijadikan sebagai variabel *intervening* atau *moderating*, memperpanjang waktu penelitian dengan menggunakan *time series* serta menggunakan pengukuran *cost of equity capital* selain CAPM.

### DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zaenal. 2003. *Pengaruh Corporate Governance Terhadap Reaksi Harga Saham dan Volume Perdagangan pada saat Pengumuman Earnings*. Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya.

- Ashbaugh, Hollis., Daniel.W.Collins dan Ryan Laford. 2004. *Corporate Governance and the Cost of Equity Capital*. Working paper ([www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com))
- Beasley, M. 1996. *An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud*. *Accounting Review* 71: 443-465.
- Botosan, C., and M. Plumlee 2002. *A re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*. *Journal of Accounting Research* 40: 21-40.
- Bushee, B., 1998. *Institutional Investor, Longterm Investment and Earnings Management*. *Accounting Review*: 305-333.
- Chen, Kevin C.W., Zhihong Chen, dan K.C. John We. 2003. *Disclosure, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Market*. Working Paper ([www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com)).
- Chtourou, S.M., J. Bedard, dan L. Courteau. 2001. *Corporate Governance and Management*. Working Paper, Universite Laval, Quebec city, Canada.
- Clarkson, P., J. Giedes, dan R. Thompson. 1996. *On the Diversification, Observability and Measurement of Estimation Risk*. *Journal of Financial and Quantitatif Analysis*, Maret: 69-84.
- Coles, J. U. Loewenstein, dan J. Suay. 1995. *On Equilibrium under Parameter Uncertainty*. *Journal of Financial and Quantitatif Analysis*, September: 347-364
- Dechow, P. R. Sloan, dan A. Sweeny. 1995. *Detecting Earnings Management*. *Accounting Review*: 193-225.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. 2001. *Corporate Governance: Tata Kelola Perusahaan*. Seri tata Kelola Perusahaan. Jilid I, Edisi ke-3.
- Gabrielsen, G. J. D. Gramlich, dan T. Plenborg. 1997. *Managerial Ownership, Information Content of Earnings and Discretionary Accruals in A Non-US Setting*. Working Paper, Copenhagen Business School: 1-17.
- Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometric*, edisi 3. McGraw Hill.
- Gunarsih, Tri. 2003. *Pengaruh Struktur Kepemilikan dalam Corporate Governance dan Strategi Diversifikasi terhadap Kinerja Perusahaan*. Disertasi Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Handa, P, and S. Linn. 1993. *Arbitrage Pricing with Estimation Risk*. *Journal of Financial Economic*, Maret: 81-100.
- Jensen, Michael C, dan William H. Meckling. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost*

- and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3:82-136.
- Jensen, M.C. 1993. *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control System*. *Journal of Finance* 48:831-880.
- Klapper, Leora F, dan Innesa Love. 2002. *Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Market*. World Bank Policy Research (online:<http://econ.worldbank.org>).
- Komalasari, Puput Tri, dan Zaki Baridwan. 2001. *Asimetri Informasi dan Cost of Equity Capital*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 4. No 1, Januari: 64- 81.
- Komsiyah dan Susanti. 2003. *Pengungkapan, Asimetri Informasi dan Cost of Capital*. Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya.
- Mardiyah, Aida Ainul. 2002. *Pengaruh Informasi asimetri dan Disclosure terhadap Cost of Equity Capital*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5. No.2. Mei: 225-256.
- Mayang Sari, Sekar. 2003. *Analisis Pengaruh Independensi, Kualitas Audit serta Mekanisme Corporate Governance terhadap Integritas laporan Keuangan*. Simposium Nasional akuntansi VI, Surabaya.
- Midiastuty, Pratana Puspa., dan Mas'ud Machfoedz. 2003. *Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba*. Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya.
- OECD. 1999. *The OECD Principles of Corporate Governance*, <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>.
- Rajgoval, S., M. Venkatachalam, dan J. Jiambalvo. 1999. *Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extent to which Stock Price Reflect Future Earning?.* Working Paper, University of Washington Seattle.
- Scout, William R. 1997. *Financial Accounting Theory*. Chapter I. Prentice Hall International.
- The Essence of Good Corporate Governance: Konsep dan Implementasi pada Perusahaan Publik dan Korporasi Indonesia. 2002.
- Wolk, Harry I., Michael G.Tearney, dan James L.Dodd. 2000. *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*. South Western College Publishing.
- Yermarck, D. 1996. *Higher Market Valuation of A Company with A Small Board Directors*. *Journal of Financial Economic* 40: 185-211.