

Tata Kelola, Konsentrasi Saham dan Kinerja Perusahaan Agroindustri Indonesia

Hastori¹, Hermanto Siregar², Roy Sembel^{1,3} dan Tb. N Ahmad Maulana¹

¹Program Doktor Manajemen Bisnis, Sekolah Pascasarjana, Institut Pertanian Bogor

²Departemen Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Manajemen, Institut Pertanian Bogor

³IPMI International Business School

Abstrak. Penelitian ini dilakukan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan agroindustri yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta (BEI). Pemilihan sampel terhadap perusahaan agroindustri karena peranan sektor ini terhadap sumbangan Produk Domestik Bruto pada tahun 2012 cukup tinggi, yaitu 15 persen. Agroindustri juga memiliki keunggulan-keunggulan seperti berbasis sumber daya alam yang bisa diperbaharui, relatif padat karya, dan paling tahan selama krisis moneter tahun 1998. Model yang digunakan dalam analisa adalah regresi data panel. Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan 54 perusahaan selama kurun waktu 4 tahun yaitu tahun 2010 sampai dengan 2013. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja perusahaan dipengaruhi secara signifikan oleh konsentrasi kepemilikan saham, peran dewan direksi dalam menjalankan tugas dan fungsi, tingkat utang dan ukuran perusahaan. Pengaruh masing-masing variabel tersebut positif dalam meningkatkan kinerja, kecuali ukuran perusahaan yang berpengaruh negatif. Hal ini sesuai dengan hipotesa penelitian Sementara itu dari fakta penelitian mengungkapkan bahwa fungsi dewan komisari, komisaris independen, komite audit, dan kebijakan tingkat dividen, tidak terbukti meningkatkan kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya indikasi bahwa tata kelola perusahaan sudah mulai ada pengaruhnya terhadap peningkatan kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini dapat dijadikan pencerahan bagi manajemen, investor maupun pengambil keputusan lain untuk dapat lebih serius menerapkan praktek-praktek tata kelola pada perusahaan agroindustri di Indonesia.

Kata Kunci: kinerja, konsentrasi kepemilikan, tata kelola, tingkat dividen, tingkat utang.

Abstract. This study aims to investigate determinants of firm performance on agro-industrial firms that are listed in the Indonesian Stock Exchange (IDX). Agro-industry sector has contributed 15 percent of Product Domestic Bruto in 2012. Agro-industrial firms has also comparative and competitive advantages compare to other industries. Characteristics of this sectors are renewable resources, labor intensive, and the most resistant in economic crisis in Indonesia in 1998. Modeling of performance is analyzed by performing regression analysis of panel data. This study employs secondary data of 54 companies from year 2010 to 2013. The results show that performance is affected by ownership concentration, the effectiveness of good governance mechanism, especially the function of board of directors (BOD) in conducting their duties, leverage and size of a firm. Except for size variable, all other determinants affects positively on performance, in line with reseach hipothesis. However, board of commissioners, independent commissioners, auditors committee, and dividend payout are not significant factors in enhancing performance. The results can shade some highlights to management, investors and other decision makers to implement better governance practices in agro-industrial firms in Indonesia.

Keywords: performance, ownership concentration, good governance, dividend payout, leverage.

Received: 17 April 2015, Revision: 28 Agustus 2015, Accepted: 28 September 2015

Print ISSN: 1412-1700; Online ISSN: 2089-7928. DOI: <http://dx.doi.org/10.12695/jmt.2015.14.2.6>

Copyright©2015. Published by Unit Research and Knowledge, School of Business and Management - Institut Teknologi Bandung (SBM-ITB)

1. Pendahuluan

Perhatian pemerintah maupun dunia bisnis terhadap kinerja suatu perusahaan sudah mulai berkembang. Bahkan salah satu tujuan utama dalam kegiatan bisnis adalah bagaimana meningkatkan kinerja. Dalam menghadapi persaingan global yang semakin ketat, peningkatan kinerja merupakan suatu tuntutan bagi setiap perusahaan jika tidak ingin mengalami kesulitan.

Kinerja perusahaan merupakan hasil akhir prestasi kerja yang dicapai oleh suatu perusahaan atas target atau standar yang telah ditetapkan pada setiap awal periode. Penilaian kinerja perusahaan merupakan upaya untuk menilai keberhasilan atau melihat seberapa baik aktifitas suatu perusahaan yang telah dilakukan sepanjang tahun. Penilaian kinerja bermanfaat sebagai bahan monitoring dan evaluasi yang selanjutnya untuk mengidentifikasi masukan-masukan (*feedback*) untuk melakukan perbaikan-perbaikan (*improvement*) yang diperlukan secara bersinambungan. Manfaat lain dari penilaian kinerja selain sebagai alat evaluasi bagi manajemen maupun dan pemangku kepentingan lain, hasil penilaian kinerja juga dapat digunakan sebagai alat untuk menentukan sistem imbalan kerja yang wajar dan berkeadilan.

Menurut Memon dan Tahir (2012), kinerja didefinisikan sebagai kualitas sesuatu dan akan dinyatakan tercapai jika memperoleh untung atau dan dinyatakan gagal jika mengalami kerugian, dengan menggunakan metode kuantitatif tertentu. Salah satu aspek pengukuran kinerja perusahaan adalah melalui pengukuran efisiensi. Efisien dapat berarti bagaimana upaya-upaya suatu perusahaan dapat memanfaatkan setiap sumber-sumber daya yang tersedia secara optimal. Pengukuran efisiensi sangat berkaitan dengan memaksimalkan output, meminimumkan biaya atau memaksimumkan keuntungan. Akhir-akhir ini beberapa penelitian banyak berfokus kepada model *output oriented* yang lebih melihat peningkatan output daripada menurunkan input (Memon dan Tahir, 2012).

Sebagai contoh pengukuran efisiensi dari aspek keuangan adalah rasio penjualan, tingkat pengembalian asset, tingkat pengembalian ekuitas maupun tingkat pengembalian modal terinvestasi. Kinerja perusahaan dapat ditinjau dari aspek keuangan maupun aspek non keuangan, meskipun dalam perspektif bisnis kedua aspek tersebut sangat terkait satu sama lain. Dalam penelitian ini difokuskan pada tinjauan terhadap pengukuran kinerja keuangan suatu perusahaan.

Dari aspek keuangan menurut Memon & Tahir (2012), kinerja perusahaan merupakan kondisi keuangan suatu perusahaan yang menggambarkan prestasi kerja dalam periode tertentu yang dicermati melalui alat-alat analisis keuangan. Dengan demikian kinerja perusahaan merupakan kualitas capaian keuangan suatu perusahaan. Sebagai contoh perusahaan akan dianggap baik kinerjanya apabila memiliki pendapatan yang tinggi atas asset yang dikelolanya. Penelitian-penelitian tentang kinerja perusahaan juga merupakan suatu hal yang menarik untuk dilakukan. Banyak penelitian-penelitian yang telah dilakukan dan terkait erat dengan kinerja, baik dari aspek keuangan maupun non-keuangan (Memon dan Tahir, 2012).

Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) memiliki beragam definisi, akan tetapi secara umum adalah suatu sistem, struktur, mekanisme, proses dan juga kebijakan yang menjelaskan hubungan diantara semua pemangku kepentingan dalam suatu perusahaan, sehingga semua pihak yang terlibat dapat memahami apa yang menjadi hak dan kewajiban masing-masing secara proposional. Tata kelola diperlukan untuk dapat mendorong pasar yang transparan, efisien dan konsisten dengan peraturan perundang-undangan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor dan meningkatkan nilai pemegang saham (OECD, 2004). Tata kelola menjadi hal yang sangat penting, dengan adanya krisis moneter pada 1998, yang melanda negara di Asia Tenggara, terutama Indonesia. Indonesia menjadi salah satu negara yang paling parah akibat krisis yang berkembang menjadi krisis multidimensi.

Beberapa indikator ekonomi menunjukkan bahwa negara Indonesia mengalami krisis yang parah. Tingkat inflasi pada tahun 1998 dan 1999 mencapai berturut-turut 58,4 % dan 20,5%, jika dibandingkan dengan negara-negara tetangga yang rata-rata di bawah 10%, kecuali India pada tahun 1998 mencapai 13,2%. Tingkat suku bunga Indonesia pada tahun 1998 adalah minus 24,6%, sedangkan negara-negara lain seperti Thailand dan Malaysia pada tahun yang sama adalah 4,7% dan 3,4%. Pertumbuhan ekonomi Indonesia yang diukur dengan *Gross Domestic Product (GDP) Growth* juga rendah yaitu minus 13,1% (World Bank, 2014).

Keterpurukan sektor bisnis yang berkepanjangan ini mendorong pemerintah Indonesia untuk secara serius mengusung isu tata kelola sebagai agenda kebijakan ekonomi nasional. Pemerintah mengeluarkan kebijakan pedoman tata kelola perusahaan yang baik, sekaligus membentuk Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) pada tahun 1999. Lima tahun kemudian, tepatnya pada tanggal 30 Nopember 2004, melalui Keputusan Menko Perekonomian Nomor KEP-49/M.EKON/11/2004, KNKCG berubah menjadi Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG), dengan memperluas ruang lingkup tugasnya yakni dengan menambahkan cakupan publik, sehingga tercipta keterkaitan dan sinergitas dalam pengaturan kebijakan tata kelola sector korporasi dan public (KNKG, 2006).

Tata kelola perusahaan yang baik merupakan proses yang sangat panjang, yang membutuhkan komitmen, kerjasama dan dukungan dari berbagai unsur dalam masyarakat. Meskipun saat ini telah ada undang-undang perseroan terbatas yang baru yaitu UU Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, tetapi masih banyak peraturan yang terkait untuk terciptanya tata kelola yang baik, sedang yang belum diamandemen misalnya undang-undang Pasar Modal. Tercetusnya semangat reformasi di Indonesia memberikan suatu dorongan yang cukup besar bagi perbaikan tatanan usaha dan pengelolaan perusahaan yang profesional, sehat dan bertanggung jawab (Badriyah, 2009).

Menurut Gul dan Tsui (2004), tata kelola dalam perkembangannya saat ini tidak hanya melingkupi apa yang tertuang dalam kontrak kinerja, tetapi lebih dari itu juga diatur bagaimana cara untuk mencapai tujuan bersama dalam ikatan kerja perusahaan dan termasuk juga untuk memberikan penghargaan untuk semua pemangku kepentingan yang terlibat. Di dalam pengaturan tata kelola harus dilengkapi dengan bisnis proses yang jelas yang mengatur peran dan hubungan antar pemangku kepentingan. Dengan demikian suatu tata kelola bukanlah sebagai buku pedoman pelengkap saja, tetapi setiap pihak harus memahami dan menerapkan apa yang sudah disepakati bersama. Memang hingga saat ini pedoman tata kelola perusahaan yang direkomendasikan oleh KNKG bukanlah suatu kewajiban atau syarat mutlak bagi perusahaan publik. Oleh karena itu peran dan komitmen para elit di perusahaan, seperti dewan direksi, dewan komisaris maupun organ perusahaan lainnya sangat diperlukan. Keahlian, ketrampilan dan profesionalisme masing-masing pihak di dalam menjalankan roda bisnis merupakan hal yang mutlak.

Namun demikian, setelah sepuluh tahun lebih pemerintah merekomendasikan kepada dunia bisnis untuk menerapkan tata kelola perusahaan yang baik, masih dipertanyakan keefektifannya dalam implementasinya. Tata kelola masih dianggap sebagai barang pajangan saja bagi perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada hasil survei yang dilakukan oleh *Asian Corporate Governance Association* (ACGA) pada tahun 2012. Hasil survei ACGA menempatkan kategori pasar modal Indonesia pada skor hanya 37, atau di bawah negara-negara ASEAN lain, seperti Filipina (41), Malaysia (53), dan Thailand (58).

OECD (1998) menyoroti tata kelola dari sisi bagaimana kontrol dan koordinasi berbagai pemangku kepentingan, akuntabilitas kepada pemegang saham (Kay and Silberston, 1995), dan mekanisme kontrol yang dirancang untuk operasi yang efisien dari korporasi (John and Senbet 1997). Mengacu kepada OECD (2004), maka praktik tata kelola perusahaan adalah

dalam rangka mencapai hasil akhir yang diinginkan, yaitu pengurangan konflik keagenan yang pada gilirannya dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Peran dewan direksi terutama kaitannya dengan pengelolaan perusahaan sehari-hari dalam upaya pencapaian target-target kinerja yang telah ditetapkan dalam RUPS. Sedangkan peran dewan komisaris terutama bagaimana keefektifannya dalam mengawasi kinerja dewan direksi secara terus menerus serta memberikan nasihat-nasihat termasuk nasihat keahlian kepada dewan direksi agar tetap pada jalur yang telah digariskan dalam pencapaian tujuan bersama.

Disamping faktor tata kelola yang baik, faktor lain seperti konsentrasi kepemilikan saham juga dapat berpengaruh terhadap peningkatan kinerja suatu perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh La Porta *et al.* (1999) mengungkapkan bahwa sekitar enam puluh empat persen dari perusahaan besar pada 20 negara-negara kaya memiliki pemilik saham pengendali dan seringkali dipegang oleh satu keluarga. Lebih lanjut beberapa penelitian pada negara-negara berkembang ditemukan dominasi kepemilikan keluarga yang sangat terkonsentrasi. Oleh karena itu faktor konsentrasi kepemilikan menjadi penting dalam kaitannya dengan isu tata kelola perusahaan (Kang and Sorensen, 1999).

Kepemilikan tersebar menyebabkan intensitas pengawasan dari pemilik akan lemah. Hal ini karena pemilik perusahaan merasa kurang berkepentingan untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen. Dengan tersebarnya kepemilikan, yang berarti masing-masing pemegang saham relatif memiliki porsi saham yang kecil-kecil, maka menjadi sulit dan mahal untuk berkoordinasi dalam menyatukan persepsi yang sama tentang kinerja para manajer. Upaya pengawasan maupun pengendalian akan terasa mahal dan tidak sebanding dengan manfaat yang diperolehnya. Pemilik yang tersebar tentunya lebih sulit berkoordinasi dan bersatu untuk melakukan upaya pengawasan dan pengendalian terhadap pengelola perusahaan secara efektif.

Kondisi lemahnya pengawasan dari pemilik memberikan peluang yang cukup besar bagi para pengelola untuk lebih bebas menentukan kebijakan pengelolaan perusahaan demi kepentingan pribadi daripada mensejahterakan para pemilik (Li and Simerly, 1998).

Para pengelola atau para eksekutif lebih banyak memikirkan status serta reputasi mereka melalui pembelian fasilitas yang mewah, daripada memikirkan bagaimana mengelola investasi yang lebih memberikan keuntungan perusahaan (Patrick, 2002). Dengan semakin terkonstrasinya kepemilikan saham, maka pemilik saham yang besar dapat lebih mempunyai insiatif untuk mengawasi kinerja para eksekutif, sehingga tindakan-tindakan para manajer yang tidak sejalan dengan tujuan perusahaan langsung dapat diketahui dan dicegah (Patrick, 2002). Para eksekutif jauh akan lebih tunduk terhadap para pemilik mayoritas. Dengan semakin tingginya konsentrasi kepemilikan saham maka akan semakin besar insentif bagi pemilik saham untuk melindungi investasinya dan sebagai akibatnya akan semakin intensif melakukan pengendalian terhadap manajemen (La Porta *et al.*, 2000; Pedersen dan Thomsen, 2003).

Penelitian ini dimaksudkan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi peningkatan kinerja perusahaan, khususnya pengaruh faktor penerapan tata kelola perusahaan pada kondisi dimana konsentrasi kepemilikan saham di Indonesia relatif tinggi. Penelitian ini sekaligus ingin menjawab pertanyaan apakah praktek tata kelola perusahaan yang sudah diterapkan lebih dari sepuluh tahun telah benar-benar efektif dalam rangka meningkatkan kinerja. Faktor-faktor lain seperti peranan kebijakan dividen dan kebijakan utang juga diselidiki pengaruhnya terhadap peningkatan kinerja. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan agroindustri yang terdaftar di dalam Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2010 sampai dengan tahun 2013.

2. Pengembangan Hipotesis

2.1. Hubungan Konsentrasi Kepemilikan Saham dengan Kinerja

Claessens and Djankov (1999) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan dengan kinerja perusahaan. Pada kepemilikan yang tersebar menyebabkan fungsi pengawasan dan pengendalian menjadi lemah dan berujung pada kinerja perusahaan yang rendah. Para eksekutif lebih banyak melakukan diskresi untuk kepentingan pribadinya demi menjaga gengsi maupun reputasinya dalam konteks yang kurang sesuai dengan tujuan utama perusahaan.

Melalui peningkatan konsentrasi kepemilikan dapat menjadi penyeimbang dalam mengendalikan kebebasan para eksekutif untuk kembali kepada tujuan utama perusahaan yaitu peningkatan nilai investasi perusahaan. Namun demikian, jika peran salah satu pihak terlalu dominan maka tentu akan melemahkan peran pihak lain. Sebagai contoh hasil penelitian Che Achmad *et al.* (2003) mengungkapkan bahwa karena peran CEO begitu kuat, mengakibatkan keberadaan komisaris independen tidak terlihat pengaruhnya dalam pengambilan keputusan, apalagi jika dalam pemilihan komisaris independen hanya karena hubungan kerabat dengan CEO. Abdullah (2004) mengemukakan bahwa kemampuan komisaris independen untuk mengisi fungsi monitoring merupakan suatu *jeopardy* ketika para manajer (CEO) juga mendominasi dan mengendalikan dewan.

Dengan kembalinya para eksekutif untuk berfokus pada tujuan bersama, maka potensi konflik kepentingan antara pemilik dan pengelola perusahaan semakin berkurang. Pemilik saham besar (pengendali) mempunyai kewenangan lebih besar dalam mengendalikan perusahaan. Dengan semakin besarnya kepemilikan saham dalam perusahaan, maka pemilik pengendali mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam mengamankan investasinya dalam perusahaan, sehingga sangat mungkin untuk melakukan pengawasan para manajemen dalam mengelola uangnya yang ditanamkan dalam perusahaan.

Semakin terkonsentrasi kepemilikan berarti semakin mudah bagi pemilik untuk lebih efektif dalam pengawasan, bahkan pemilik pengendali tidak mustahil untuk menyewa konsultan untuk mengawasi cara kerja para manajer demi keamanan investasinya yang jauh lebih besar (Carney dan Gedajlovic, 1991).

Secara teoritis, dengan kepemilikan yang lebih besar atau terkonsentrasi, maka pemilik yang sekaligus pengendali memiliki upaya lebih dalam mengendalikan dan memantau kebijakan-kebijakan para pengelola perusahaan. Hal ini tentu saja mengurangi biaya keagenan utamanya biaya monitoring. Para pemilik perusahaan pengendali akan lebih mudah mengganti para manajer yang dianggap kurang berhasil dalam mengelola investasinya. Kebijakan manajemen tentu akan lebih sejalan dengan kepentingan pemegang saham pengendali, karena para manajer akan lebih serius memperhatikan kepentingan pemilik daripada kepentingan pribadinya (Kabir *et al.*, 1997).

Hipotesa konsentrasi kepemilikan dalam kerangka biaya keagenan ini terus berlangsung hingga tahun 1980 an, dimana dengan semakin meningkatkan konsentrasi kepemilikan saham maka konflik keagenan akan semakin berkurang karena kepentingan manajer dan pemilik saham lebih serasi. Peran pemegang saham pengendali sangat besar dalam pengelolaan perusahaan. Sampai akhirnya penelitian Demsetz (1983) menemukan bahwa tidak ada hubungan antara konsentrasi dengan peningkatan kinerja perusahaan. Hal yang sama juga oleh penelitian lain yaitu Morck *et al.* (1981) yang mengungkapkan bahwa ada hubungan antara konsentrasi dengan kinerja perusahaan tetapi lebih bersifat non-linier. Bahkan Leech & Leahy (1991) mengungkapkan bahwa terdapat hubungan negative antara konsentrasi kepemilikan dengan kinerja perusahaan. Hal ini berarti bahwa dengan semakin tinggi konsentrasi kepemilikan justru menurunkan kinerja perusahaan. Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa pada level konsentrasi

tertentu memungkinkan para manajemen untuk melakukan tindakan kesewenang-wenangan terhadap pemilik saham minoritas demi kepentingan mayoritas (pemegang saham pengendali). Penelitian-penelitian selanjutnya menghasilkan kesimpulan yang beragam. Damijan *et al.* (2004) menyatakan konsentrasi tidak ada kaitannya dengan peningkatan produktifitas perusahaan. Namun Zeitun & Gary (2007) justru menemukan hal yang berbeda bahwa ada hubungan yang positif dan signifikan antara konsentrasi kepemilikan dengan peningkatan ROA maupun ROE sebagai alat untuk kinerja perusahaan.

Peneliti sebelumnya, Claessens & Djankov (1999) juga menemukan adanya hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan saham dengan profitabilitas perusahaan. Beberapa bukti lain juga mengungkapkan bahwa konsentrasi kepemilikan akan meningkatkan kinerja (Firth *et al.*, 2008; Gul *et al.*, 2012; Shleifer & Vishny, 1997; Kang & Sorensen, 1999). Dengan demikian maka hipotesa penelitian yang kami ajukan adalah:

H₁ - Kinerja perusahaan akan meningkat dengan adanya peningkatan konsentrasi kepemilikan.

2.2. Hubungan Besaran Ukuran Dewan dengan Kinerja

Peran utama dewan adalah bagaimana komitmennya terhadap penerapan tata kelola yang sudah ditetapkan dalam perusahaan. Peran aktif dari para anggota dewan sangat berpengaruh terhadap keefektifan penerapan tata kelola perusahaan dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Besaran dan komposisi anggota dewan merupakan elemen penting yang mengakibatkan baik-buruknya pencapaian kinerja perusahaan (Beiner *et al.*, 2004).

Sesuai dengan UU Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, terdapat pemisahan peran dan tugas yang tegas antara dewan direksi dan dewan komisaris. Dewan direksi bertugas untuk memimpin perusahaan dalam kegiatan sehari-hari melalui kebijakan-kebijakan perusahaan yang dipimpinnya.

Sedangkan dewan komisaris bertugas lebih kepada fungsi pengawasan secara umum dan/atau khusus terhadap kinerja dewan direksi dalam menjalankan tugasnya serta memberi nasihat-nasihat kepada dewan direksi. Peranan dewan direksi dan dewan komisaris sangat strategis dalam menciptakan tata kelola perusahaan (*corporate governance*). Dengan demikian sangatlah penting untuk mengetahui hubungan antara jumlah anggota dewan dengan peranannya dalam menegakkan tata kelola perusahaan yang pada akhirnya meningkatkan kinerja perusahaan (Jensen, 2000).

Secara umum ada beberapa pendapat tentang hubungan antara besaran anggota dewan dengan kinerja perusahaan. Kelompok pertama menyatakan bahwa dengan semakin besar jumlah anggota dewan, baik itu dewan direksi maupun dewan komisaris, maka akan menurunkan kinerja perusahaan. Pendapat ini mengacu kepada asumsi bahwa ukuran dewan yang kecil lebih efektif dalam berkomunikasi dan mudah dalam menyatukan pendapat serta biaya yang dibutuhkan dalam berkoordinasi relatif lebih kecil, sedangkan dengan ukuran dewan yang besar akan lebih sulit dalam hal koordinasi dan komunikasi. Kesulitan untuk menyatukan pendapat tersebut disebabkan karena masing-masing memiliki kepentingan yang berbeda-beda.

Dengan demikian dewan yang relatif besar, terutama dewan komisaris, kurang efektif dalam melaksanakan tugas pokoknya sebagai pengawas dan penasihat terhadap dewan direksi. Menurut Raheja (2005) dan Adam dan Ferreira (2007), fungsi yang paling utama dari dewan adalah pengawasan dan memberikan nasihat. Fungsi pemberian nasihat tersebut termasuk memberikan nasihat keahlian kepada dewan direksi dan mengakses sumber-sumber informasi yang strategis (Fama dan Jensen, 1983). Jumlah anggota dewan yang besar banyak menemukan masalah dalam hal komunikasi dan koordinasi sehingga keefektifan dewan dan kinerja perusahaan menurun.

Menurut Lipton dan Lorsh (1992) dan Jensen (1993) jumlah anggota dewan yang efektif tidak lebih dari 8 atau 9 orang, sementara itu menurut Jensen (1993), jumlah optimum anggota dewan adalah 7 orang. Kebanyakan hasil empiris dari penelitian-penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat mengungkapkan adanya hubungan yang negative antara ukuran dewan dengan kinerja perusahaan. Diawali oleh Hermalin dan Weisbach (2003) yang menyimpulkan bahwa hubungan semacam ini lazimnya digunakan sebagai bahan literatur dalam penyusunan kebijakan pemerintah.

Yenmark (1996) juga menemukan hasil yang negative hubungan antara ukuran dewan dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q dan tingkat profitabilitas. Hasil yang sama juga dilakukan oleh Coles *et al.*(2008). Beberapa penelitian di negara lain yang mendukung pendapat tersebut adalah Eisenberg *et al.* (1998) yang menemukan bukti pada perusahaan kecil di Finlandia. Loderer dan Peyer (2002) menemukan bukti hubungan negative yang signifikan terhadap kinerja yang diukur dengan Tobin Q, tetapi tidak berpengaruh terhadap profitabilitas.

Sebaliknya, kelompok kedua menyatakan bahwa kenaikan jumlah anggota dewan justru meningkatkan kinerja perusahaan. Menurut kelompok ini dengan semakin besarnya jumlah anggota dewan maka banyak keunggulan-keunggulan yang diperoleh apalagi jika diikuti dengan kenaikan jumlah anggota dewan yang independen. Keunggulan ukuran dewan yang besar adalah semakin lengkapnya informasi yang dimiliki oleh dewan yang mampu meningkatkan kinerja perusahaan (Dalton *et al.*, 1999, 2005; Lehn *et al.*, 2004). Lengkapnya informasi ini akibat beragamnya keahlian dari para anggotanya, sehingga saling melengkapi terhadap kekurangan-kekurangan yang ada. Pada keanggotaan dewan yang besar akan ada rasa tanggung jawab yang besar untuk melakukan pengawasan, mendisiplinkan dan kalo mungkin memecat para dewan direksi yang tidak kompeten. Dewan yang besar juga dapat memastikan para manajer untuk tetap berfokus pada kepentingan pemegang saham.

Apalagi jika dalam keanggotaan dewan yang besar ini didukung oleh banyaknya pihak yang independen sehingga lebih dapat menciptakan sistem pengawasan yang lebih baik dan independen. Adams dan Mehran (2005) dan Dalton *et al.* (1999) menemukan hubungan yang positif antara ukuran dewan dengan kinerja perusahaan. Rehner dan Dalton (1991) melaporkan bahwa ukuran dewan yang besar berkaitan erat dengan kinerja perusahaan yang kuat. Juga penelitian yang dilakukan oleh Pfeffer (1972) dan Zahra dan Pearce (1989) yang mendukung pendapat bahwa ukuran dewan berpengaruh positif terhadap kenaikan kinerja. Keragaman keahlian yang dimiliki oleh dewan serta keefektifan dalam memberikan nasihat, mendorong terciptanya kinerja perusahaan yang tinggi (Pearce & Zahra, 2001; Singh & Davidson 2003). Hasil penelitian berikut membuktikan bahwa besarnya dewan dapat menekan biaya keagenan, meningkatkan kinerja perusahaan dan mengefisienkan penggunaan sumber daya (Siregar dan Utama, 2008; Firth *et al.*,(2008), Gosh *et al.*,(2010) dan Kusnadi (2003). Oleh karena itu ada dua hipotesa yang kami ajukan, yaitu:

H_2 - *Kinerja perusahaan akan meningkat sejalan dengan peningkatan jumlah anggota dewan direksi.*

H_3 - *Kinerja perusahaan akan meningkat sejalan dengan peningkatan jumlah anggota dewan komisaris.*

2.3. Hubungan antara Komisaris Independen dengan Kinerja

Dalam UU Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas telah diatur untuk menempatkan minimal satu orang komisaris independen dan satu orang komisaris utama. Komisaris independen dengan keahliannya berperan mewakili kepentingan minoritas yang selama ini terabaikan. Berdasarkan pedoman umum *good corporate governance* Indonesia yang diterbitkan oleh KNKG tahun 2006, diatur bagaimana proses pemilihan anggota dewan komisaris independen, yaitu antara lain harus memperhatikan pendapat pemegang saham minoritas.

Pengaturan peran komisaris independen dalam pedoman ini lebih diarahkan kepada perusahaan yang sahamnya tercatat pada bursa efek. Diharapkan komisaris independen dapat bekerja secara profesional dan terjamin independensinya dalam mewakili kepentingan pemegang saham minoritas. Menurut Badriyah (2009), tujuan menghadirkan komisaris independen bukanlah sekedar *dissenting*, tetapi mampu menyeimbangkan pengambilan keputusan dewan komisaris.

Beberapa penelitian membuktikan pentingnya efektifitas fungsi komisaris independen dalam membatasi dan mengendalikan permasalahan maupun konflik keagenan yang terjadi di dalam perusahaan, yang pada akhirnya meningkatkan kinerja perusahaan (Klein, 2006; Chtourou *et al.*, 2001; Xie *et al.*, 2001). Menurut Lukviarman (2008), komisaris independen dapat juga ditugaskan untuk mengawal kepentingan minoritas dari keserakahan pemegang saham mayoritas. Oleh karena itu, keberadaan komisaris independen dapat mengatasi konflik antara pemegang saham minoritas dengan mayoritas. Komisaris independen harus bebas dari pengaruh dewan lainnya, agar dapat diperoleh keyakinan bahwa keberadaannya benar-benar independen dan hanya mewakili kepentingan pemegang saham minoritas. Hasil Chatterjee (2011) menemukan bukti bahwa terdapat hubungan positif antara komisaris independen dengan kinerja perusahaan. Oleh karena itu dalam penelitian ini diajukan hipotesa sebagai berikut:

H₄- Dengan meningkatkan peran komisaris independen maka akan meningkatkan kinerja perusahaan.

2.4. Hubungan Komite Audit dengan Kinerja

Menurut Indra Safitri, komite audit memproses calon auditor eksternal termasuk imbalan jasa untuk disampaikan kepada dewan komisaris. Komite audit juga berperan sebagai mediator apabila terjadi ketidaksepahaman antara manajemen dengan eksternal auditor dalam permasalahan akuntansi. Komite audit berperan penting dalam mendorong pelaksanaan tata kelola perusahaan yang baik pada perusahaan-terutama menyangkut

aksetabilitas laporan keuangan dan keyakinan sistem pengendalian internal (Fan & Wong, 2001). Kusnadi (2003), Ghosh *et al.* (2010) and Siregar & Utama (2008) melaporkan bahwa jumlah komite audit menekan biaya keagenan secara signifikan, sehingga meningkatkan kinerja perusahaan.

Beberapa penelitian tentang komite audit menunjukkan bahwa komite audit dapat menekan biaya keagenan. Kusnadi (2003) meneliti perusahaan di Singapura dan membuktikan bahwa jumlah komite audit signifikan menekan biaya keagenan. Ghosh *et al.* (2010) menunjukkan bahwa di Amerika Serikat komite audit dapat menekan masalah keagenan. Demikian halnya Siregar and Utama (2008) menyebut bahwa jumlah komite audit terbukti menekan masalah keagenan.

Efektivitas komite audit juga ditentukan oleh kejelasan tentang komposisi, kualifikasi, tugas, fungsi dan tanggung jawabnya. faktor yang sangat penting dalam pelaksanaan fungsi komite audit adalah independensi. Independensi merupakan faktor kritis yang menentukan terlaksananya keseluruhan peran komite audit secara obyektif serta pencapaian manajemen yang akuntabel bagi pemegang saham (Arifin, 2006). Dalam penelitian ini diajukan hipotesa sebagai berikut:

H₅ - Peningkatan proporsi komite audit dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

2.5. Hubungan Kebijakan Dividen dengan Kinerja

Terdapat hubungan antara kebijakan dividen dengan kinerja perusahaan. Penelitian Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya kebijakan peningkatan dividen, dapat mengurangi biaya keagenan, yang berarti meningkatkan kinerja. Hal ini karena dengan bertambahnya dividen yang harus dibayar oleh perusahaan, maka para pengelola harus lebih aktif dan disiplin dalam mencari kemungkinan sumber-sumber pembiayaan dari luar. Dengan demikian perusahaan akan semakin sering dimonitor oleh investor baru.

Adanya pembayaran dividen juga mengurangi jumlah aliran kas bebas dalam perusahaan. Hal ini mengurangi kemungkinan para eksekutif untuk menggunakan ketersediaan kas bebas ini untuk hal-hal yang tidak berguna, misalnya pembangunan gedung mewah, pembelian barang-barang maupun fasilitas eksklusif lain demi gengsi dan reputasi (Li and Simerly, 1998). Dengan demikian kebijakan dividen ini dapat menciptakan perusahaan agar lebih hemat dan efisien yang pada akhirnya terjadi peningkatan kinerja.

Dividen dapat juga digunakan untuk mengurangi konflik keagenan, terutama antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas. Menurut Gugler dan Yurtoglu (2002), dengan teorinya *rent extraction hypothesis*, menyatakan bahwa melalui pembayaran dividen menghindari konflik antara mayoritas dengan minoritas, karena menghindari keserakahan mayoritas dalam menggunakan kas bebas untuk kepentingan sendiri. Dengan pembagian dividen maka perhatian terhadap minoritas akan hak-haknya dapat terpenuhi (Faccio *et al.*, 2001). Adanya upaya mitigasi terhadap permasalahan keagenan menciptakan perbaikan dalam kinerja perusahaan.

2.6. Hubungan antara Tingkat Utang dengan Kinerja

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dan Agrawal dan Knoeber (1996), dua kebijakan yang dapat dijadikan mekanisme tata kelola perusahaan, yaitu kebijakan dividen dan utang. Keberadaan utang memaksa para pengelola perusahaan untuk lebih disiplin dalam menggunakan uang maupun kepentingan-kepentingan lain. Para pengelola perusahaan harus memikirkan lebih serius tentang bagaimana membayar cicilan maupun pokok utang secara periodik. Jika tidak dilakukan, maka akan berakibat lepas kendali bahkan kemungkinan terjadi kebangkrutan. Perilaku para pengelola akan menjadi lebih disiplin dan hemat.

Penelitian empiris di Amerika membuktikan bagaimana keefektifan utang dalam peranannya mengendalikan para manajer perusahaan (Ang *et al.*, 2000). Dengan adanya

utang juga mengharuskan pemegang saham minoritas untuk mengawasi mayoritas agar lebih mengutamakan bayar utang dalam penggunaan kas bebas daripada untuk keperluan lain. Kreditor juga ikut berpartisipasi dalam mengawasi kerja manajemen (Faccio *et al.*, 2001). Ajanthan (2013) menemukan bukti bahwa pembayaran dividen menjadi faktor krusial kinerja perusahaan perhotelan dan restoran di Sri Lanka. Agyei dan Yiadan (2011) juga menemukan hubungan positif antara dividen dengan kinerja Bank di Ghana. Dengan demikian kami mengajukan dua hipotesa terkait dengan hal ini, yaitu:

H₆-Kebijakan kenaikan dividen akan meningkatkan kinerja perusahaan.

H₇-Kebijakan utang akan meningkatkan kinerja perusahaan.

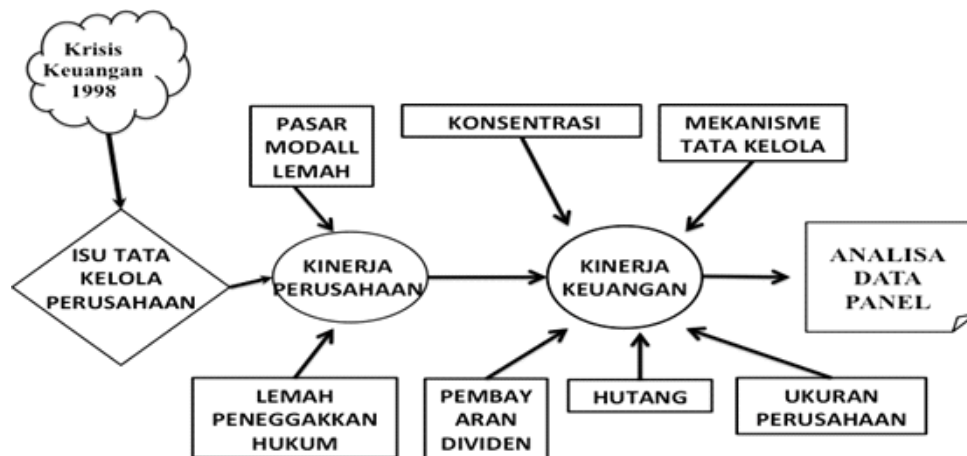
2.7. Hubungan antara Ukuran Perusahaan dengan Kinerja

Oleh karena skala ekonomi, maka pada umumnya perusahaan besar lazimnya relatif akan beroperasi lebih efisien dari pada perusahaan kecil. Perusahaan besar juga memiliki kemampuan yang lebih besar dalam hal mencari akses-akses sumber daya kepada pihak-pihak lain (Lukviarman, 2008). Ang *et al.* (2000) and Singh & Davidson (2003) menyatakan bahwa semakin besar perusahaan maka akan semakin efisien dalam mengoperasikan perusahaan, atau dengan kata lain perusahaan yang besar umumnya memiliki biaya keagenan yang kecil. Dengan demikian terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan kinerja. Dengan demikian dapat diajukan hipotesa penelitian sebagai berikut:

H₈ - Kinerja perusahaan akan meningkat dengan semakin besarnya perusahaan.

3. Metodologi

Gambar 1 menggambarkan kerangka konseptual kinerja perusahaan.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Kinerja Perusahaan

3.1. Metode Pengambilan Data

Untuk menguji apakah praktek tata kelola perusahaan sudah sesuai dengan harapan yaitu dapat meningkatkan kinerja perusahaan agroindustri di Indonesia, kami menggunakan perusahaan agroindustri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Jakarta. Data kami peroleh dari beberapa sumber antara lain dari Indonesia Capital Market Direktory (ICMD) serta data yang tersedia dari situs Bursa Efek Indonesia (IDX).

Data yang kami gunakan adalah data yang telah diaudit secara resmi oleh audit eksternal dan sudah diunggah. Dari hasil pengumpulan dan analisa data terdapat 60 perusahaan agroindustri. Terdapat 6 perusahaan yang harus kami buang karena tidak memenuhi kriteria atau rincian datanya kurang memenuhi syarat. Dengan demikian kami menggunakan data sebanyak 54 perusahaan dalam periode waktu 2010 hingga 2013, kecuali untuk data dividen yang kami gunakan adalah data satu tahun sebelumnya yaitu 2009 hingga 2012. Menurut hemat kami, variabel dividen akan berpengaruh terhadap kinerja, terutama terhadap pengurangan aliran kas bebas, pada saat dilakukan pembayaran yaitu tahun berikutnya setelah diumumkan dalam RUPS. Dan variabel ini merupakan *novelty* dari penelitian ini.

Untuk menentukan determinan dari kinerja perusahaan, kami gunakan analisa regresi data panel, dengan aplikasi STATA.

3.2. Variabel dependen

Sebagai variabel dependen digunakan tingkat kinerja perusahaan dalam kerangka teori keagenan, yaitu tingkat perputaran asset (TOA). Pengukuran proksi variabel TOA adalah tingkat penjualan dibagi dengan jumlah asset. Ang *et al.* (2000), Singh & Davidson (2003) dan Hadiprajitno (2013) juga menggunakan proksi pengukuran ini. Sebagaimana diuraikan pada pendahuluan bahwa beberapa penelitian akhir-akhir ini banyak berfokus kepada model *output oriented* yang lebih melihat peningkatan output daripada menurunkan input (Memon dan Tahir, 2012). Sebagai contoh pengukuran efisiensi dari aspek keuangan adalah rasio penjualan, tingkat pengembalian asset, tingkat pengembalian ekuitas maupun tingkat pengembalian modal terinvestasi.

3.3. Variabel independen

Terdapat 8 variabel independen yang diduga mempengaruhi tingkat kinerja perusahaan. Penelitian-penelitian sebelumnya kebanyakan menggunakan variabel-variabel independen yang mewakili konsentrasi kepemilikan, tata kelola dan struktur modal perusahaan. Kami menambahkan variabel dividen periode tahun sebelumnya.

Variabel ini merupakan *novelty* dalam penelitian ini. Kedelapan variabel tersebut adalah:

- 3.3.1. Konsentrasi Kepemilikan (KK): Diukur dengan prosentase saham yang dimiliki mayoritas (pengendali) terhadap saham total (Mir & Nishat, 2004).
- 3.3.2. Dewan Direksi (DD): Diukur dengan log natural jumlah dewan direksi (Mir & Nishat, 2004).
- 3.3.3. Dewan Komisaris (DK): Diukur dengan log natural jumlah dewan komisaris (Mir & Nishat, 2004).
- 3.3.4. Komisaris Independen (KI): Diukur dengan jumlah komisaris independen dibagi dengan jumlah komisaris non-independen. Pengukuran ini merupakan modifikasi dari Mir & Nishat (2004).
- D3.3.5. Komite Audit Committee (KA): Diukur dengan prosentase jumlah komite audit terhadap jumlah komisi non-independen. Pengukuran ini merupakan modifikasi dari Mir & Nishat (2004).
- 3.3.6. Tingkat Dividen (TD): Diukur dengan prosentase total dividen terhadap total earning periode tahun sebelumnya. Pengukuran ini modifikasi dari Mutammimah & Hartono (2010).
- 3.3.7. Tingkat Utang (TH): Diukur dengan prosentase jumlah total utang terhadap total asset (Hadiprajitno, 2013).
- 3.3.8. Ukuran Perusahaan (lnUP): Diukur dengan menghitung log natural jumlah total asset.

3.4. Metode Analisis

Kami menggunakan persamaan regresi data panel untuk mengkaji determinan kinerja perusahaan. Spesifikasi persamaan regresi tersebut adalah sebagai berikut:

$$\ln(\text{TOA})_{it} = \alpha + \beta_1 (\ln(\text{KK})_{it}) + \beta_2 (\text{DD}_{it}) + \beta_3 (\text{DK}_{it}) + \beta_4 (\ln(\text{KI})_{it}) + \beta_5 (\text{KA}_{it}) + \beta_6 (\text{TD}_{it}) + \beta_7 (\text{TH}_{it}) + \beta_8 (\ln\text{UP}_{it}) + \delta_i + e_{it} \quad (1)$$

dimana:

TOA_{it} = Tingkat Kinerja perusahaan *i* pada periode tahun *t*.

α = intersep persamaan regresi.

δ_i = pengaruh fixed perusahaan tertentu

e_{it} = error term

Untuk menunjang pembahasan yang lebih mendalam, kami juga melakukan kajian dalam penelitian ini dengan melengkapi analisa regresi data panel terhadap pengelompokkan perusahaan berdasarkan kategori perusahaan agroindustri domestik dan agroindustri asing.

4. Hasil

4.1. Statistik Deskriptif

Tabel 1 menggambarkan statistik deskriptif untuk semua variabel yang diteliti, baik variabel dependen maupun variabel independen. Statistik deskriptif tersebut menggambarkan nilai rata-rata, standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum dari masing-masing variabel tersebut.

Dari Tabel 1, dapat diketahui bahwa nilai rata-rata kinerja perusahaan agroindustri yang diukur dengan tingkat perputaran asset (TOA) adalah 1.148653, dengan standar deviasi sebesar 0.1611495. Ini menunjukkan bahwa jumlah omset penjualan sebesar 114,87 persen dari total asset yang dimiliki. Variabel konsentrasi kepemilikan sebesar 0.5168 dengan standar deviasi 0.225092. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat konsentrasi kepemilikan saham perusahaan agroindustri cukup tinggi, lebih dari 50% dimiliki oleh pemegang saham mayoritas yang mengendalikan perusahaan. Nilai variabel Dewan Direksi rata-rata sebesar 5.259259 dengan standar deviasi 2.010995. Hal ini berarti jumlah dewan direksi rata-rata perusahaan agroindustri sebanyak lebih dari 5 orang. Demikian halnya dengan jumlah anggota dewan komisaris perusahaan agroindustri yang rata-rata berjumlah lebih dari 4 orang.

Tabel 1. Ringkasan Statistik Deskriptif dalam Periode Empat Tahun.

Variabel Penelitian	Simbol	Obs.	Rata-rata	Std. Dev.	Min	Maks
Kinerja	TOA	216	1.148653	0.611495	0.0150479	3.683208
Konsentrasi Kepemilikan	KK	216	0.516774	0.225092	0.1308	0.9914
Dewan Direksi	DD	216	5.259259	2.010995	2	11
Dewan Komisaris	DK	216	4.476852	1.904565	2	10
Komisaris Independen	KI	216	0.841105	0.753654	0	5
Komite Audit	KA	216	0.394287	0.31102	0	1.5
Tingkat Dividend	TD	216	0.216072	0.342392	0	1.601365
Tingkat Utang	TH	216	0.629593	0.478366	0.3955	3.210003
Ukuran Perusahaan	UP	216	14.57749	1.555458	11.37682	18.17777

Keterangan: Obs. = Obesevasi; Std.Dev. = Standar Deviasi
 Min. = Minimum; Maks.= Maksimum

Nilai variabel komisaris independen rata-rata sebesar 0.841105 dengan standar deviasi 0.753654. Hal ini mempunyai indikasi bahwa perbandingan komisaris independen dibandingkan dengan komisaris non independen masih lebih kecil, atau hanya 84 persen saja. Komisaris independen berfungsi untuk mewakili kepenetangan pemilik saham minoritas. Peran strategis ini akan tidak efektif jika komisaris independen ini diragukan kemampuan kompetensinya serta integritas independensinya. Nilai rata-rata variabel komite audit adalah 0.3943. Hal ini mengindikasikan bahwa persentase anggota komite audit terhadap anggota dewan komisaris non-independen sebesar 39.43%. Peran komite audit sangat penting terutama dalam menjaga mutu dan transparansi laporan keuangan maupun proses audit. Proses penjaminan pengawasan internal juga dilaksanakan oleh komite audit ini.

Nilai rata-rata variabel tingkat dividend dan tingkat utang secara berturut-turut adalah 0.2161 dan 0.6296. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan agroindustri memberikan didiven sebesar 21,61 persen dari tingkat keuntungan bersih. Struktur modal perusahaan agroindustri didominasi oleh utang, yakni sebesar lebih dari 62 persen dari total asset.

4.2. Matrik Korelasi antar Variabel

Untuk mengetahui adanya multikorelasi antar variabel penelitian, digunakan identifikasi Koefisien Korelasi Pearson. Akan terjadi masalah multikorelasi antar variabel jika nilai koefisien tersebut lebih dari 0.8. Jika kita cermati pada Tabel 2 tersebut, ternyata tidak ada nilai korelasi yang melebihi 0,8, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi masalah multikorelasi antar variabel.

Tabel 2. Matrik Korelasi Correlation Matrix

	TOA	KK	DD	DK	KI	KA	TD	TH
TOA	1.0000							
KK	0.2842	1.0000						
DD	0.0929	0.2124	1.0000					
DK	-0.0212	0.2205	0.4752	1.0000				
KI	0.2699	0.2163	0.1196	-0.0450	1.0000			
KA	0.1015	-0.0122	-0.0641	-0.4300	-0.0770	1.0000		
TD	0.3770	0.4449	0.2279	0.2342	0.3835	-0.1678	1.0000	
TH	0.2094	-0.0708	-0.1189	-0.1474	0.0498	0.1283	-0.2047	1.0000
UP	-0.1121	0.2822	0.6051	0.4438	0.2193	-0.1166	0.2275	-0.3355

5. Hasil Regresi dan Pembahasan

Untuk mencapai model terbaik dalam regresi data panel dengan aplikasi STATA, dilakukan langkah-langkah garis besar uji-uji sesuai kaidah yang berlaku. Hasil uji *Chow* menerima H1, maka dipilih *Fixed Effect* (FE) daripada PLS. Kemudian dilakukan uji Hausman, hasilnya menerima H0, maka dipilih *Random Effect* (RE) daripada FE. Hasil uji *Lagrange Multiplier* menerima H1, maka model RE lebih baik daripada PLS. Sehingga pilihan akhir pada RE.

Asumsi autokorelasi dan heteroskedastisitas pada RE diabaikan sebab menggunakan kaidah *Generalized Least Square*. Tetapi asumsi normalitas residual dan multikolinear tidak bisa diabaikan. Multikolinear ternyata tidak masalah, tetapi uji normalitas menghasilkan tidak normal, sehingga RE menggunakan Robust atau kebal standar *error*. Uji Wald menghasilkan p value < 0.05 atau *chi-square* hitung > *chi-square* tabel pada alpha 0.05 dan derajat bebas 8, sehingga model menjadi fit dan valid.

Estimasi model yang dihasilkan untuk perusahaan agroindustri adalah :

$$(TOA)_{it} = 2.56942 + 0.8024272 (KK)_{it} + 0.0745298 (DD)_{it} - 0.0071631 (DK)_{it} + 0.0088957 (KI)_{it} - 0.0454989 (KA)_{it} + 0.1059375 (TD)_{it-1} + 0.1875518 (TH)_{it} - 0.1595514 \ln(UP)_{it} \quad (2)$$

Selanjutnya Tabel 3, menyajikan hasil regresi data panel pada perusahaan agroindustri, agroindustri domestik dan agroindustri asing. Hasil penelitian menunjukkan bahwa konsentrasi saham secara signifikan berpengaruh terhadap peningkatan kinerja yang diukur dengan tingkat perputaran modal. Dengan peningkatan sebesar satu persen konsentrasi saham maka kinerja perusahaan akan meningkat sebesar 0.8024272 persen. Jumlah anggota dewan direksi juga berpengaruh positif terhadap kenaikan kinerja perusahaan. Semakin banyak jumlah anggota dewan direksi akan semakin meningkatkan kinerja perusahaan.

Hal ini menunjukkan bahwa ada indikasi dan komitmen dari dewan direksi untuk melaksanakan atau menegakkan implementasi tata kelola perusahaan. Peningkatan satu persen kenaikan dewan direksi akan mengakibatkan kenaikan kinerja perusahaan sebesar 0.0745298 persen. Kedua variabel tersebut yaitu konsentrasi saham dan jumlah dewan direksi pengaruhnya terhadap kinerja sesuai dengan hipotesa penelitian, yaitu ada hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan saham dan jumlah dewan direksi dengan kinerja. Hubungan semacam ini juga berlaku untuk perusahaan domestik dan asing.

Variabel dewan komisaris, komisaris independen dan komite audit tidak berpengaruh nyata terhadap variabel kinerja. Hal ini mengindikasikan bahwa peran masing-masing dewan komisaris, dewan komisaris independen dan komite audit kurang memiliki bukti terhadap peningkatan kinerja. Ada beberapa kemungkinan yang terjadi mengapa variabel dewan komisaris, komisaris independen maupun komite audit tidak berpengaruh terhadap peningkatan kinerja perusahaan.

Pertama, akibat dari kepemilikan saham perusahaan di Indonesia sangat terkonsentrasi pada kepemilikan keluarga. Kepemilikan keluarga ini menimbulkan peran dewan direksi yang sangat dominan. Dewan komisaris tidak tampak pengaruhnya dalam proses pengambilan keputusan, apalagi jika pemilihan dewan komisaris juga akibat dari hubungan dekat dengan keluarga. Fungsi pemberian *advise* menjadi kurang efektif. Demikian halnya dengan peran komisaris independen dalam menjalankan fungsinya sebagai pihak yang strategis terutama dalam menjaga kualitas laporan keuangan. Akan semakin dipertanyakan independensinya terkait dengan dominasi CEO.

Tabel 3. Hasil Estimasi Model

VARIABEL	SIMBOL	KINERJA (TOA)		
		AGROINDUSTRI	AGRO DOMESTIK	AGRO ASING
Intersep	C	2.56942***)	4.834738***)	2.910455***)
Konsentrasi Kepemilikan Dewan Direksi	KK	0.8024272***)	0.1503612	0.8970433*)
Dewan Komisaris	DD	0.0745298***)	0.0715996**)	0.0897949
Komisaris Independen	DK	- 0.0071631	-0.0541557	- 0.0201748
Komite Audit	KI	0.0088957	0.0050078	0.0101033
Tingkat Dividen	KA	- 0.0454989	-0.1885745	- 0.196331**)
Tingkat Utang	TD	0.1059375	-0.0177341	0.2259526
Ukuran Perusahaan	TH	0.1875518*)	0.2413137***)	- 0.323018
	lnUP	- 0.1595514***)	-0.0486604	- 0.1584548**)
R-square		0.2176	0.1858	0.1965
Wald chi2		1.991759	37.54	9.73
Prob > chi2		0.0011	0.0000	0.2848
Total Observasi		216	120	96
Model		REM	REM	FEM
		Robust	--	

Sumber : data diolah

*) signifikan pada tingkat 10%

***) signifikan pada tingkat 5%

****) signifikan pada tingkat 1%

Kedua, hasil penelitian yang dilakukan oleh Ibrahim dan Samad (2011) yang meneliti perusahaan Malaysia juga tidak menemukan hubungan yang signifikan antara komisaris independen dengan kinerja pada semua perusahaan. Penelitian lain seperti Haniffa dan Hudaib (2006) juga menemukan hal yang sama. Bahkan terdapat hasil temuan Ibrahim dan Samad (2011) yang cukup menarik. Untuk perusahaan yang mayoritas sahamnya dimiliki oleh keluarga, hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara fraksi komisaris independen dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA maupun ROE. Hasil ini diperkuat oleh Anderson and Reeb (2003), Mishra *et al.* (2001), dan Agrawal and Knoeber (1996). Keberadaan komisaris independen tidak memperbaiki tata kelola perusahaan keluarga (Mishra *et al.*, 2001).

Menurut Mishra *et al.* (2001), anggota dewan dalam perusahaan keluarga dianggap kurang sebagai mekanisme tata kelola tetapi lebih sebagai kelompok strategi puncak. Dengan kata lain, pengambilan keputusan yang dibuat oleh manajer sebenarnya sudah disesuaikan dengan persetujuan pemilik perusahaan atau keluarga. Sebaliknya, pada perusahaan non keluarga terdapat hubungan yang positif signifikan antara fraksi komisaris independen dengan kinerja yang diukur dengan ROA dan ROE. Hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan non keluarga lebih menyukai keberadaan komisaris independen yang dapat memberikan keahlian, prestisius, dan sebagai penghubung perusahaan (Ibrahim dan Samad, 2011).

Penelitian yang dilakukan oleh Hadiprajitno (2013) juga menyimpulkan bahwa komisaris independen maupun komite audit justru meningkatkan biaya keagenan atau dengan kata lain menurunkan kinerja perusahaan. Arifin dan Rahmawati (2006) juga menyimpulkan hal yang sama. Variabel tingkat dividen tidak berpengaruh nyata terhadap peningkatan kinerja perusahaan. Meskipun memiliki tanda yang positif sesuai dengan hipotesa penelitian. Hal ini mungkin disebabkan karena tingkat dividen yang diberikan masih relatif rendah. Sedangkan variabel tingkat utang berpengaruh positif terhadap kenaikan kinerja perusahaan. Dengan meningkatkan utang sebesar satu persen maka akan terjadi kenaikan kinerja sebesar 0.1875518 persen. Hal ini sesuai dengan hipotesa penelitian.

Untuk variabel ukuran perusahaan justru pengaruhnya secara signifikan bertentangan dengan hipotesa penelitian. Tanda negatif pada variabel ukuran perusahaan mengandung pengertian bahwa dengan semakin besarnya perusahaan maka seharusnya kinerjanya semakin tinggi. Namun bukti empiris berlawanan. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut. Menurut Becker-Beasle *et al.* (2010), pada saat perusahaan masih relatif kecil berlaku teori skala ekonomi, yaitu dengan semakin berkembangnya ukuran perusahaan yang menghasilkan output juga semakin banyak, maka biaya-biaya tetap relatif perusahaan per unit menjadi semakin kecil.

Dengan demikian fungsi biaya berbanding terbalik dengan ukuran perusahaan. Akan tetapi, perusahaan juga menanggung biaya transaksi, keagenan dan biaya organisasi (*span of control costs*) yang terus meningkat dengan semakin besarnya perusahaan. Sehingga pada suatu kondisi, biaya organisasi akan melebihi manfaat skala ekonomi yang pada akhirnya keuntungan perusahaan mulai turun. Gambar 1 menggambarkan trade off antara “kombinasi skala ekonomi dengan fungsi biaya organisasi”. Perbedaan antara garis tersebut dengan garis skala ekonomi disebut biaya organisasi. Pada ukuran perusahaan tertentu dimana skala ekonomi stagnan, pertumbuhan perusahaan justru meningkatkan biaya organisasi yang lebih tinggi. Sehingga secara keseluruhan terjadi penurunan keuntungan. Ghazali (2010) juga menemukan hal yang sama dimana semakin besar perusahaan semakin tidak menguntungkan.

Penelitian ini tentu saja banyak terdapat keterbatasan-keterbatasan seperti tidak dilakukannya pembedaan kepemilikan saham mayoritas, misalnya kepemilikan oleh pemerintah, institusi keuangan maupun swasta. Secara kebetulan memang tidak diketemukan kepemilikan oleh pemerintah. Untuk lebih lanjut seyogyanya dilakukan penelitian yang memiliki cakupan lebih luas, seperti agrobisnis sehingga memungkinkan untuk mengkategorikan kepemilikan mayoritas yang berbeda-beda.

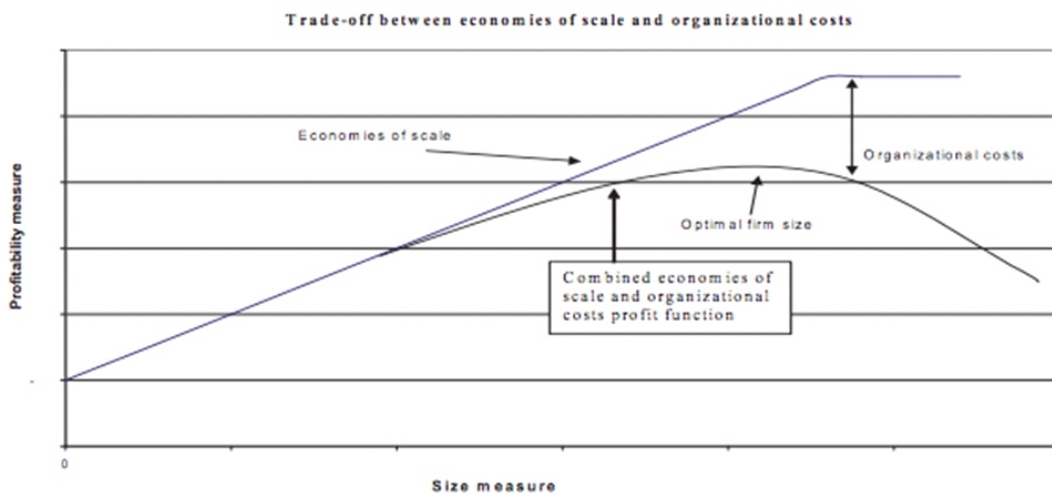


Fig. 1. Predicted relation between profitability and size

7. Kesimpulan

Secara umum, hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor-faktor yang berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan agroindustri Indonesia adalah konsentrasi saham, dewan direksi, tingkat utang dan ukuran perusahaan. Kecuali variabel ukuran perusahaan, maka pengaruh variabel-variabel lain tersebut memiliki tanda positif dan sesuai dengan hipotesa awal. Faktor-faktor lain seperti dewan komisaris, komisaris independen dan komite audit belum cukup bukti memiliki pengaruh terhadap peningkatan kinerja perusahaan.

Dari hasil empiris tersebut dikaitkan dengan isu tata kelola perusahaan, dapat menggambarkan bahwa secara umum, penerapan tatakelola perusahaan agroindustri Indonesia belum secara optimal dirasakan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Hanya peran dewan direksi saja yang punya pengaruh kuat terhadap efektifnya penerapan tata kelola yang baik. Sedangkan organ perusahaan lainnya, seperti dewan komisaris dan komite audit tidak terlihat peranannya dalam melaksanakan fungsinya masing-masing.

Khusus untuk pengaruh ukuran perusahaan, dapat disimpulkan bahwa rata-rata ukuran perusahaan agroindustri di Indonesia sudah mencapai titik optimum, sehingga jika dilakukan pengembangan lebih lanjut justru menurunkan daya saing. Penelitian ini memiliki bebarapa keterbatasan antara lain cakupan perusahaan yang diteliti terbatas kepada perusahaan agroindustri, tentu saja untuk dijadikan acuan terhadap perusahaan-perusahaan selain agroindustri perlu penyesuaian-penyesuaian.

Dari 54 perusahaan agroindustri hanya terdapat dua jenis kepemilikan mayoritas, yaitu kepemilikan swasta domestik (sebagian besar keluarga) dan kepemilikan asing. Tidak ada kepemilikan mayoritas pemerintah. Sehingga, penelitian selanjutnya sebaiknya dilakukan dengan cakupan yang lebih luas, misalnya terhadap perusahaan agribisnis, sehingga

memungkinkan adanya kepemilikan pemerintah maupun kepemilikan institusi keuangan. Bahkan jika terhadap seluruh perusahaan yang terdaftar di bursa efek, akan lebih leluasa pengelompokannya. Hasil penelitian ini dapat dijadikan pencerahan bagi manajemen, investor maupun pengambil keputusan lain untuk dapat lebih serius menerapkan dan memperhatikan praktek-praktek tata kelola pada perusahaan agroindustri di Indonesia.

Daftar Pustaka

- [ACGA] Asian Corporate Governance Association. 2000. *Building Stronger Boards and Companies In Asia: A Concise Report On Corporate Governance Policies and Practices*. Survey Report. Hongkong (CH). The Asian Corporate Governance Association Limited.
- Abdullah, S.N. (2004). Board Composition, CEO Duality and Performance among Malaysian Listed Companies. *Corporate Governance*, 4(4), 47-61.
- Adams, R.B. and Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *Journal of Finance*, 62, 217-250.
- Adams, R. and Mehran, H. (2005). *Corporate Performance, Board Structure and Its Determinants in The Banking Industry*. Working Paper. Federal Reserve Bank of New York.
- Agrawal, A. and Knoeber, C.R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- Agyei S.K and Yiadon E.M. (2011). Dividend Policy And Bank Performance In Ghana. *The International Journal Of Economics And Finance*, 3(4), 202-207. Doi: 10.5539/ijef.v3n4p202.
- Ajanthan, A. (2013). The Relationship between Dividend Payout and Firm Profitability. A study of Listed Hotels and Restourant Companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publication*, 3(6), 1-6.

- Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3),1301-1328.
- Ang J.S., Cole R.A.,and Lin J.W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
- Arifin, Z. and Rachmawati, N. (2006). Pengaruh Corporate Governance terhadap Efektifitas Mekanisme Pengurang Masalah Agensi. *Journal Siasat Bisnis*, 11(3), 237-247.
- Badriyah, R. (2009). Peran Komisaris Independen dalam Mewujudkan Good Corporate Governance di Perusahaan Publik. *Jurnal Hukum*, 3(16), 396-412.
- Becker-Blease, J.R., Kaen, F.R., Ahmad Etebari, A. and Baumann, H. (2010). Employees, Firm Size and Profitability in U.S. Manufacturing Industries. *Investment Management and Financial Innovations*, 7(2), 7-23.
- Beiner, S., W. Drobetz, F. Schmid and H. Zimmermann. 2003. *Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism?*. Working Paper 89/2003.
- Carney, M., and Gedajlovic, E. (1991). Vertical Integration in Franchising Systems. *Strategic Management Journal*, 12(8), 607-629.
- Chatterjee. (2011). Board Composition and Performance in Indian Firms: *The International Journal of Management Scientific and Information Technology*, 1(2), 1-15.
- Che Ahmad, A. Ishak, Z. and Abd Manaf, N.A. (2003). Corporate Governance, Ownership Structure and Corporate Diversification: Evidence from the Malaysian Listed Companies. *Asian Academy of Management Journal*, 8 (2), 67-89.
- Chtourou, S.M., Bedard J., and Corteau, L. (2001). *Corporate Governance and Earning Management*. Working Paper.
- Claessens, S. and Djankov, S. (1999). Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economic*, 27, 498-513.
- Coles, J.L., Daniel, N.D. and Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J. and Ellstrand, A. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42, 674-686.
- Damijan, J., Gregoric, A. and Prasnikar, J. (2004). *Ownership Concentration and Firm Performance in Slovenia*. LICOS Centre for Transition Economics. Discussion Paper 142/2004.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, 26 (82), 375-390. doi: 10.1086/467041
- Easterbrook, F.H. (1984). Two agency explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. and Wells, M.T. (1998). Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.
- Faccio, M., Lang L.H.P., & Young L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*. 91, 54-78.
- Fama, E. and Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-326.
- Fan, J.P.H. and Wong, T.J. (2001). *Do External Auditor Perform a Corporate Governance*. Role in Emerging Markets. Evidence from East Asia. Working Paper No. 400.
- Firth M., Fung P.M.Y., and Rui, O.M. (2008). Ownership, Governance Mechanisms, and Agency Costs in China's Listed Firms. *Journal of Asset Management* 9(2), 90-101. doi: 10.1057/jam.2008.13.
- Ghazali, N.A.M. (2010). Ownership Structure, Corporate Governance and Corporate Performance in Malaysia. *International Journal of Commerce and Management*, 20(2), 1 0 9 - 1 1 9 . d o i = 10.1108/10569211011057245.
- Ghosh, A., Marra A., and Moon, D. (2010). *Corporate Boards, Audit Committees and Earnings Management: Pre-and Post-SOX Evidence*. UK. Blackwell Publishing Ltd.

- Gugler, K. and Yurtoglu, B.B. (2002). Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany. *European Economic Review*, 47(2003), 731-758.
- Gul, F.A. and Tsui, J.S.L. (2004). *The Governance of East Asian Corporation, Post Asian Financial Crisis*. Hampshire. New York(US). Palgrave MacMillan.
- Gul, S., Sajid, M., Razzaq, N., and Afzal, F. (2012). Agency Cost, Corporate Governance and Ownership Structure (The case of Pakistan). *International Journal of Business and Social Science*, 3(9), 268-277.
- Hadiprajitno, P.B. (2013). Struktur Kepemilikan, Mekanisme Tata Kelola Perusahaan, dan Biaya Keagenan di Indonesia (Studi Empirik pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia). *Journal Akuntansi dan Auditing*, 9(2), 97-127.
- Hermalin, B.E. and Weisbach, M.S. (2003). Boards of Directors as An Endogenously Determined Institution: A Survey of The Economic Evidence, *Economic Policy Review*, 9, 7-26.
- Haniffa, R. and Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.
- Haslindar, I. and Samad, F.A. (2011). Corporate Governance Mechanisms and Performance of Public-Listed Family-Ownership in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 3(1).
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M.C. (2000). *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. Harvard University Press, Cambridge (US).
- John, K. and Senbet, W.L. (1998). Corporate Governance and Board Effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22(2), 377-403.
- Kay, J. and Silberston, A. (1995). Corporate Governance. *National Institute of Economic Review*, 153(3), 84-97.
- Kabir, R., Cantrijn, D. and Jeunink, A. (1997). Takeover Defenses, Ownership Structure and Stock Returns in The Netherlands: An Empirical Analysis *Strategic Management Journal*, 18(2), 97-109.
- Jensen M.C. and Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kang, D.L. and Sorensen, A.B. (1999). Ownership Organization and Firm Performance. *Annual Review of Sociology*, 25, 121-144.
- Klein, A. (2006). *Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earning Management*. Working Paper No. 06-42. NYU.
- Kusnadi, Y. (2003). *Corporate Cash Holdings and Corporate Governance Mechanism*. Paper disajikan di Hong Kong University of Science dan di National University of Singapore, December 2003. doi: 10.1.1.203.4026.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Leech, D. and Leahy, J. (1991). Ownership Structure, Control Type Classifications and The Performance of Large British Companies. *The Economic Journal*, 101(409), 1418-1437.
- Lehn, K., Sukesh, P. and Zhao, M. (2004). *Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000*. Working Paper, Katz Graduate School of Business.
- Li, M. and Simerly R.L. (1998). The Moderating Effect of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship. *Strategic Management Journal*, 19(1998), 169-179.
- Lipton, M. and Lorsch, J.W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, *Business Lawyer*, 48, 59- 77.

- Loderer, C. and Peyer, U. (2002). Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices. *European Financial Management*, 8, 165-192.
- Lukviarman N. (2004). *Ownership Structure and Firm Performance: The Case of Indonesia*. (Disertasi Tidak Dipublikasikan). Curtin University of Technology, Perth (AU).
- Malaysia Stock Market. (2014). Kuala Lumpur.
- Memon, M.A. and Tahir, I.M. (2012). Performance Analysis of Manufacturing Companies in Pakistan. *Business Management Dynamics*, 1(7), 12-21
- Mir, S. and Nishat, M. (2004). *Corporate Governance Structure and Firm Performance in Pakistan an Empirical Study*. Presented at the 2nd Annual conference on Corporate Governance. Lahore University of Management Sciences.
- Mishra, C.S., Randoy, T. and Jenssen, J.I. (2001). The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12 (3), 235-259.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R., (1988). Management Ownership and Market Valuation. *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), 293-315. doi: 10.1016/0304-405X(88)90048-7
- Mutamimah and Hartono, S. (2010). Dividend, Debt, and Investment Policies as Corporate Governance Mechanisms. *Investment Management and Financial Innovation*, 7(2), 209-216.
- [OECD] Organisation for Economic Co-operation and Development. (2004). *Principles of Corporate Government*. Paris (FR).
- Patrick, H. (2002). *Corporate Governance and the Indonesian Financial System: a Comparative Perspective*. APEC Study Center Columbia Business School. Discussion paper 16. July.
- Pederson, T. and Thomsen, S. (2003). Ownership Structure and Value of Largest European Firms: The Importance of Owner Identity. *Journal of Management and Governance*, 7(1), 27-55.
- Pedoman Good Corporate Governance Indonesia*. (2006). Komite Nasional Kebijakan Governance.
- Pearce, J.A. and Zahra, S.A. (1991). The Relative Power of CEOs and Boards of Directors: Associations with Corporate Performance. *Strategic Management Journal*, 12, 135-153.
- Pfeffer, J. (1972). Size, composition, and function of hospital boards of directors. *Administrative Science Quarterly*, 18(2), 349-364.
- Raheja C.G. (2005). Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Board. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 1-38.
- Rechner, P. L., and Dalton, D.R. (1991). CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Rozeff, M.S. (1982). Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 249-259
- Shleifer, A, and Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Singh, M., and Davidson W.N. (2003). Agency Cost, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Banking and Finance*, 27, 793-816. doi: 10.1016/s0378-4266(01)00260-6.
- Siregar, S.U. and Utama, S. (2008). Type of Earnings Management and the Effect of Ownership Structure, Firm Size, and Corporate-Governance Practices. Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting*, 43 (2008), 1 - 217. doi: 10.1016/j.intacc.2008.01.001.
- Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Jakarta (IN).
- [WB] World Bank. 2014.
- Xie, B., Davidson III, W.N., and DaDalt, P.J. (2001). *Earning Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee*. Working Paper.

- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-221.
- Zahra, S.A., and Pearce, J.A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance. A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334.
- Zeitun, R. and Gary G.T. (2007). Does Ownership Affect a Firm's Performance and Default Risk in Jordan? *Corporate Governance*. 7(1).