

**Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Financial Performance
Pada Perusahaan Sektor Non-keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek
Indonesia Periode 2011-2015**

Michael Mark Tranggono

Manajemen Keuangan Korporat / Fakultas Bisnis dan Ekonomika

michaelmark715@yahoo.com

Dr.Werner Ria Murhadi, S.E.,M.M.,CSA.

Dra.ec. Endang Ernawati, M.Si.,CSA.

Abstrak - Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *good corporate governance*(GCG) terhadap *financial performance* yang menggunakan *return on asset* (ROA) sebagai *proxypada* perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011-2015. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan model analisis regresi linear berganda. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah badan usaha yang terdaftar di BEI periode 2010 – 2014. Jumlah sampel akhir yang digunakan dalam penelitian ini adalah 322 badan usaha dengan 1660 observasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel DIRSIZE, BLOCKOWN, AGE, dan LEV berpengaruh signifikan negatif terhadap ROA, sedangkan variabel OUTCOM, SIZE, dan CASH berpengaruh signifikan positif terhadap ROA. Di sisi lain, variabel DIROWN tidak menunjukkan pengaruh terhadap ROA pada perusahaan sektor non-keuangan di BEI periode 2011-2015

Kata Kunci: *good corporate governance, financial performance, return on asset*

Abstract - *This study aims to analyze the effect of good corporate governance (GCG) towards financial performance using return on assets (ROA) as a proxy in non-financial sector companies listed in Indonesia Stock Exchange (BEI) in the period 2011-2015. This research uses quantitative approach with multiple linear regression analysis model. This study uses sample of firms which are listed on non-financial sector in IDX on 2010 - 2014. The number of final samples used in this study were 322 business entities with 1660 observations. The study findings suggest that the DIRSIZE, BLOCKOWN, AGE, and LEV variables have negative and significant effect towards ROA, while the OUTCOM, SIZE, and CASH variables have positive and significant effect towards ROA. On the other hand, the DIROWN variable does not indicate the effect towards ROA in non-financial sector companies BEI on the period 2011-2015.*

Keywords: good corporate governance, financial performance, return on asset

PENDAHULUAN

Dalam era global, batas-batas antar negara tidak lagi menjadi penghalang bagi aktivitas perdagangan internasional. Kondisi tersebut mendorong ketatnya persaingan bisnis, baik lokal maupun global, sehingga hanya perusahaan dengan kinerja baik yang dapat bertahan dalam jangka panjang. Oleh karena itu, tata kelola perusahaan yang baik harus menjadi perhatian utama sebagai salah satu keunggulan kompetitif dalam persaingan global. Tata kelola perusahaan yang baik juga berkontribusi bagi kinerja perusahaan secara keseluruhan untuk memaksimalkan nilai bagi para pemegang saham. Hal ini sesuai dengan teori keagenan yang menjunjung tinggi orientasi nilai pemegang saham dan menunjukkan mekanisme pengawasan dalam rangka memperbaiki perilaku yang tidak pantas dari manajer yang pada akhirnya dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Yoo & Jung, 2015).

Penerapan tata kelola perusahaan menjadi semakin diperhatikan banyak perusahaan karena terdapat berbagai kasus manipulasi dan kebangkrutan perusahaan besar khususnya skandal perusahaan besar Amerika Serikat, Enron pada tahun 2002. Jatuhnya Enron terjadi akibat masalah kepentingan pemegang saham mayoritas dengan manajemen perusahaan. Karena itu, penerapan tata kelola perusahaan yang baik menjadi semakin penting, untuk dapat memperoleh kepercayaan dari *stakeholder*, khususnya pemegang saham, sehingga perusahaan mampu mencapai tujuannya, memaksimalkan nilai pemegang saham, dan menjaga kelangsungan bisnis dalam jangka panjang (*sustainability*).

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan Yoo & Jung (2015), Andreou *et al.* (2014), Vo & Phan (2013), dan Ehikioya (2009) mengenai pengaruh *good corporate governance* terhadap *financial performance*, pemilihan variabel independen dan kontrol didasarkan pada kriteria yaitu minimum berada di dua penelitian. Dengan demikian, variabel independen yang memenuhi kriteria yaitu *director size*, *outside commissioner*, *blockholder ownership*, dan *director ownership*. Sedangkan, variabel kontrol yaitu *firm size*, *firm's age*, *cash holding*, dan *leverage*.

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Sektor keuangan dan investasi tidak disertakan sebab memiliki standar perhitungan rasio keuangan yang berbeda dari sektor non-keuangan. Penelitian ini berbeda dibanding penelitian sebelumnya sebab menggunakan GCG sebagai variabel independen meliputi *director size*, *outside commissioner*, *blockholder ownership* dan *director ownership* serta beberapa variabel kontrol seperti *firm size*, *firm's age*, *cash holding* dan *leverage* untuk memperoleh variabel yang dominan dalam pengaruhnya terhadap *financial performance*.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini termasuk dalam jenis *basic research* yaitu penelitian untuk mengembangkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Berdasarkan tujuannya, penelitian ini termasuk jenis penelitian kausal karena penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen (*director size*, *outside commissioner*, *blockholder ownership*, dan *director ownership*) dan variabel kontrol (*firm size*, *firm's age*, *cash holding*, dan *leverage*) terhadap variabel dependen (*ROA*) untuk badan usaha sektor non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015. Dilihat dari pendekatannya, penelitian ini adalah penelitian kuantitatif sebab melibatkan data-data kuantitatif dalam menilai kinerja keuangan.

Tabel 1. Data Objek Penelitian

Kriteria	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.	544
Perusahaan sektor keuangan dan investasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 atau yang dulunya pernah tergolong dalam sektor keuangan dan investasi sebelum berpindah ke sektor lain.	101
Perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.	443
Perusahaan sektor non-keuangan yang melakukan IPO pada Periode 2012-2015.	75
Perusahaan sektor non-keuangan yang IPO sebelum tahun 2012	368
Perusahaan sektor non-keuangan yang laporan keuangannya tidak lengkap dan tidak diaudit secara runtut selama periode 2011-2015.	30

Perusahaan sektor non-keuangan periode 2011-2015 dengan laporan keuangan yang lengkap dan telah diaudit secara runtut.	338
Perusahaan sektor non-keuangan periode 2011-2015 dengan periode pencatatan laporan keuangan yang tidak berakhir bulan Desember.	6
Perusahaan sektor non-keuangan periode 2011-2015 dengan periode pencatatan laporan keuangan yang berakhir bulan Desember.	332

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dengan menggunakan banyak waktu tertentu (*time series*) dengan banyak sampel (*cross section*) atau disebut juga data panel. Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data historis yang diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia melalui www.idx.co.id berupa laporan keuangan dan tahunan perusahaan. Informasi tentang perusahaan, seperti tanggal IPO, diperoleh dari www.britama.com.

Aras pengukuran yang dipergunakan dalam penelitian ini yaitu aras rasio. Aras rasio digunakan karena merupakan satuan ukuran yang melambangkan nilai sebenarnya dari objek penelitian yang diukur dan dapat dilakukan dengan operasi matematika. Variabel dependen yaitu ROA dan variabel independen yaitu *director size*, *outside commissioner*, *blockholder ownership*, dan *director ownership* menggunakan aras rasio. Variabel kontrol yaitu *firm size*, *firm's age*, *cash holding*, dan *leverage* seluruhnya juga menggunakan aras rasio. Penelitian ini menyiapkan suatu model yang akan menggunakan operasi matematis untuk mendapatkan hasilnya. Model tersebut menggunakan faktor-faktor dominan yang berpengaruh dalam penentuan *financial performance* perusahaan. Penelitian ini menggunakan bantuan program Microsoft Excel 2013 dan Eviews 8. Penelitian ini menggunakan metode statistik inferensial yang mempunyai tujuan untuk menguji hipotesis.

Penelitian ini menggunakan metode pengolahan data regresi *pooled data* atau data panel untuk mengetahui secara langsung pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. *Multiple regression* digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Sebelum melakukan regresi linear, perlu dilakukan pengujian asumsi klasik yaitu uji normalitas, uji

multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Kemudian setelah itu, akan dilakukan uji Chow dan uji Hausman untuk menentukan metode pengolahan model yang tepat.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return on asset*, sedangkan variabel independennya adalah *director size*, *outside commissioner*, *blockholder ownership*, *director ownership*, *firm age*, *cash holding* dan *leverage*.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot DIRSIZE_{1it} + \beta_2 \cdot OUTCOM_{2it} + \beta_3 \cdot BLOCKOWN_{3it} + \beta_4 \cdot DIROWN_{4it} + \beta_5 \cdot SIZE_{5it} + \beta_6 \cdot AGE_{6it} - \beta_7 \cdot CASH_{7it} - \beta_8 \cdot LEV_{8it} + e \dots \dots \dots (1)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif yang menjelaskan gambaran karakteristik dari objek penelitian ini. Dalam statistik deskriptif, diketahui jumlah observasi dalam penelitian ini adalah 1660.

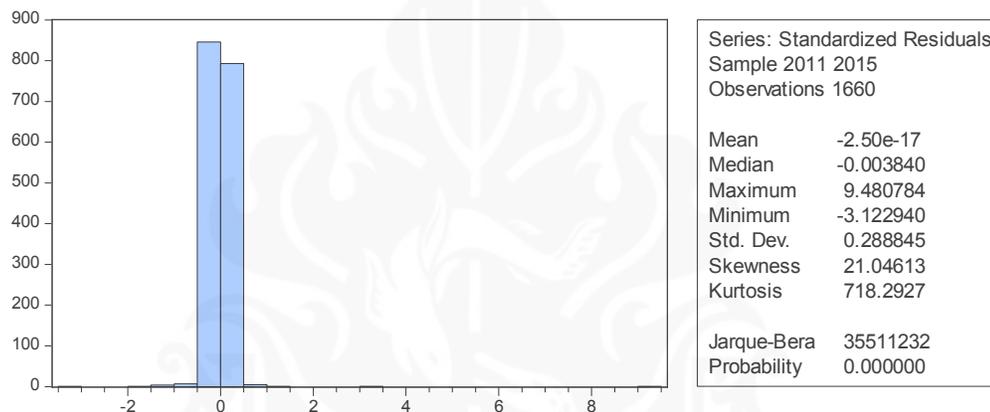
Tabel 2.Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	1660	-3.5830	9.5563	0.041142	.2957505
DIRSIZE	1660	2	15	4.75	1.987
OUTCOM	1660	1	7	1.71	0.883
BLOCKOWN	1660	0.0000	0.9909	0.699475	0.1872361
DIROWN	1660	0.0000	0.7000	0.012903	0.0634037
SIZE	1660	22.3407	33.1341	28.274676	1.7703481
AGE	1660	2	156	30.55	16.366
CASH	1660	0.0000	0.8007	0.104499	0.1162897
LEV	1660	0.0002	6.1887	0.536497	0.4871123
Valid N (listwise)	1660				

Sumber: Pengolahan data dengan SPSS 18.0 for Windows

Pada gambar 1, terlihat bahwa nilai probabilitasJarque-Bera sebesar 0,000000. Nilai tersebut menunjukkan bahwa data tidak terdistribusi secara normal dikarenakan nilai signifikan yang lebih kecil dari 0,05.Namun, karena jumlah observasi cukup besar yaitu 1660, maka data dianggap berdistribusi normal. Hal ini sesuai dengan pernyataan Berenson, *et al.* (2012, p. 211) bahwa jumlah sampel yang dimaksud yaitu paling tidak sebanyak 30. *“For most population distributions, regardless of shape, the sampling distribution of the*

mean is approximately normally distributed if samples of at least 30 are selected.”



Gambar 1. Uji Normalitas Menggunakan Metode *Pooled Least Square*
(Sumber : Pengolahan data dari program Eviews 8)

Pada tabel 3 tampak bahwa tidak terdapat nilai korelasi yang lebih tinggi dari 0,8 atau lebih rendah dari -0,8 antar variabel independen. Maka data yang digunakan dalam penelitian ini bebas dari multikolinearitas.

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas

	DIRSIZE	OUTCOM	BLOCKDOWN	DIROWN	SIZE	AGE	CASH	LEV
DIRSIZE	1.000000	0.422536	-0.046387	-0.064121	0.563111	0.174951	0.130939	-0.057049
OUTCOM	0.422536	1.000000	-0.024437	-0.110674	0.465393	0.137415	0.106452	-0.023537
BLOCKDOWN	-0.046387	-0.024437	1.000000	0.010715	-0.212004	-0.000148	0.054637	0.011899
DIROWN	-0.064121	-0.110674	0.010715	1.000000	-0.115895	-0.078755	0.013787	-0.044167
SIZE	0.563111	0.465393	-0.212004	-0.115895	1.000000	0.205446	-0.000555	-0.025742
AGE	0.174951	0.137415	-0.000148	-0.078755	0.205446	1.000000	0.058941	0.012563
CASH	0.130939	0.106452	0.054637	0.013787	-0.000555	0.058941	1.000000	-0.164978
LEV	-0.057049	-0.023537	0.011899	-0.044167	-0.025742	0.012563	-0.164978	1.000000

(Sumber: Pengolahan data dari program Eviews 8)

Pengujian autokorelasi tidak perlu dilakukan pada data observasi yang digunakan dalam penelitian ini dikarenakan bentuk data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *data panel*. Hal ini sesuai dengan pernyataan Gujarati (2010) bahwa autokorelasi umumnya terjadi pada data yang berbentuk *time-series*.

Menurut Ghozali (2009: 125), heteroskedastisitas ditandai dengan adanya perbedaan dalam model regresi pada *variance* dari residual pada satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Sehingga, model regresi yang baik

seharusnya tidak terdapat perbedaan pada *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain atau disebut juga dengan homoskedastisitas.

Pada Eviews 8, tidak terdapat *tools* spesifik untuk menguji heteroskedastisitas pada data panel, namun pendekatan dengan menerapkan *white cross-section* pada metode koefisien kovarian ketika akan melakukan estimasi regresi, dapat menunjukkan adanya gejala heteroskedastisitas pada sampel penelitian. Jika terdapat perbedaan terhadap *standard error* dan nilai t-statistik maka dapat disimpulkan bahwa terdapat gejala heteroskedastisitas. Dampak adanya heteroskedastisitas adalah tidak efisiennya proses estimasi, sementara hasil estimasi koefisiennya tetap konsisten dan tidak bias. Untuk itu harus ditentukan dahulu model yang akan digunakan baik itu *common effect model*, *fixed effect model*, ataupun *random effect model* melalui Uji Chow dan Uji Hausman.

Seperti yang dapat dilihat pada tabel 4, nilai probabilitas untuk cross-section $F = 0,0000$ yang berarti kurang dari 0,05, maka H_0 ditolak, sehingga dapat disimpulkan dengan tingkat keyakinan 95% model *fixed effect* lebih baik daripada model *common effect/partial least square*.

Tabel 4. Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.506360	(331,1320)	0.0000
Cross-section Chi-square	531.927241	331	0.0000

(Sumber: Pengolahan dengan Eviews 8)

Pada tabel 5, dapat dilihat nilai probabilitas *cross-section and random period* sebesar 0,0001 yang berarti kurang dari 0,05, maka H_0 ditolak, sehingga dapat disimpulkan dengan tingkat keyakinan 95% model *fixed effect* lebih baik daripada model *random effect*.

Tabel 5. Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	32.031178	8	0.0001

(Sumber: Pengolahan dengan Eviews 8)

Setelah melalui uji Chow dan uji Hausman, diketahui bahwa model yang terbaik adalah *fixedeffect model*. Sebelum menganalisis hasil regresi dari *fixed effect model*, perlu diuji terlebih dahulu apakah terdapat heteroskedastisitas. Hal ini dapat dilakukan dengan mengubah *coefficient covariance method* menjadi *white cross-section* dan dilakukan pengamatan terhadap nilai *standard error* dan nilai *t-statistic* dari model yang digunakan. Pada metode *white cross-section*, diasumsikan bahwa *error* dalam regresi saling berkorelasi secara bersamaan. Metode ini memperlakukan regresi bersangkutan sebagai regresi multivariat dengan persamaan untuk setiap *cross-section*.

Pada Tabel 6 dapat dilihat perbandingan antara *fixed effect model ordinary method* dan *fixed effect model white cross section method* untuk variabel dependen yang menunjukkan nilai koefisien yang tetap namun terjadi perubahan pada nilai *standard error* dan *t-statistic* yang membuat estimasi tidak efisien. Hal ini menunjukkan adanya gejala heteroskedastisitas sehingga akan digunakan pembobotan untuk mengatasinya, yaitu dengan menggunakan *cross section weight* pada GLS *weight* dan *white cross-section* pada *coefficient covariance method*.

Metode *Generalized Least Square (GLS)*, sebagai salah satu pendekatan *Seemingly Unrelated Regression*, merupakan bentuk estimasi yang dibuat untuk mengatasi sifat heteroskedastisitas yang memiliki kemampuan untuk mempertahankan sifat efisiensi estimatornya tanpa harus kehilangan sifat unbiased dan konsistensinya.

Tabel 6. Perbandingan *Fixed Effect Model Ordinary Method (no weights)* dan *Fixed Effect Model White Cross Section Method (no weights)* untuk Variabel Dependen ROA

Dependent Variable: ROA Method: Panel Least Squares Sample: 2011 2015 Periods included: 5 Cross-sections included: 332 Total panel (balanced) observations: 1660				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.128238	0.47401	0.270539	0.7868
DIRSIZE	-0.00271	0.010694	-0.25332	0.8001
OUTCOM	0.088182	0.02034	4.335376	0
BLOCKOWN	-0.02935	0.111181	-0.26396	0.7919
DIROWN	0.131619	0.57394	0.229325	0.8187
SIZE	0.016938	0.018529	0.914112	0.3608
AGE	-0.02174	0.005566	-3.90664	0.0001
CASH	0.075182	0.124428	0.60422	0.5458
LEV	-0.05374	0.026259	-2.04648	0.0409

Dependent Variable: ROA Method: Panel Least Squares Sample: 2011 2015 Periods included: 5 Cross-sections included: 332 Total panel (balanced) observations: 1660 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.128238	0.332945	0.385163	0.7002
DIRSIZE	-0.00271	0.009143	-0.2963	0.767
OUTCOM	0.088182	0.039007	2.260656	0.0239
BLOCKOWN	-0.02935	0.091437	-0.32095	0.7483
DIROWN	0.131619	0.202911	0.648655	0.5167
SIZE	0.016938	0.014193	1.193437	0.2329
AGE	-0.02174	0.002673	-8.13291	0
CASH	0.075182	0.056945	1.320263	0.187
LEV	-0.05374	0.137234	-0.39159	0.6954

Tabel 7. Hasil Uji Regresi dan Perbandingan Hasil Penelitian dengan Hipotesis Penelitian

Variabel	Koefisien	Prob.	Hasil Penelitian	Hasil yang Diharapkan
<i>Variabel independen</i>				
DIRSIZE	-0.002368	0.0058***	Significant (-)	Significant (+)
OUTCOM	0.029561	0.0000***	Significant (+)	Significant (+)
BLOCKOWN	-0.043851	0.0000***	Significant (-)	Significant (+)
DIROWN	0.031930	0.6667	Insignificant (+)	Significant (+)
<i>Variabel kontrol:</i>				
SIZE	0.015576	0.0000***	Significant (+)	Significant (+)
AGE	-0.016202	0.0000***	Significant (-)	Significant (+)
CASH	0.093706	0.0000***	Significant (+)	Significant (+)
LEV	-0.035236	0.0000***	Significant (-)	Significant (-)

Keterangan: * : signifikansi pada 10%
 ** : signifikansi pada 5%
 ***: signifikansi pada 1%

Director size merupakan jumlah anggota dewan direksi dalam perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *DIRSIZE* memiliki koefisien sebesar -0,002368 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0058. Semakin rendah jumlah direktur maka proses pengambilan keputusan menjadi lebih cepat. Koordinasi antar direktur menjadi lebih baik, sehingga perusahaan dapat mengambil tindakan lebih awal. Hasil penelitian ini didukung oleh Andreou *et al.* (2015), Vo & Phan (2013), dan Jensen (1993) yang juga menemukan adanya pengaruh negatif *director size* terhadap ROA. Rendahnya ukuran dewan direksi akan lebih berkontribusi pada kesuksesan perusahaan (Lipton & Lorsch, 1992, Jensen, 1993, Yermack, 1996, dalam Vo & Phan, 2013). Sebaliknya, banyaknya jumlah dewan direksi justru mengakibatkan kesulitan dalam komunikasi dan koordinasi yang berakibat pada penundaan pengambilan keputusan (Fernandez, 2015). Oleh karena itu, komposisi direksi yang terlalu besar akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan.

Outside commissioner merupakan jumlah komisaris independen pada suatu perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *OUTCOM* memiliki koefisien sebesar 0,029561 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0000. Artinya, *outcom* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan (ROA). Dalam hal ini, semakin besar jumlah komisaris luar, maka semakin baik pula kinerja keuangan perusahaan. Semakin banyak jumlah komisaris luar dalam dewan komisaris, maka fungsi pengawasan berjalan lebih baik. Karena komisaris

luar lebih mencerminkan kepentingan pemegang saham sehingga lebih netral dan objektif dalam melakukan fungsi *monitoring*. Hasil penelitian ini didukung oleh Kouki & Guizani (2015) yang menunjukkan pengaruh positif *outside commissioner* terhadap ROA. Dewan komisaris yang didominasi oleh komisaris luar yang tidak terafiliasi akan memonitor dengan lebih baik. Dibandingkan dengan *insider*, *outsider* dalam dewan komisaris lebih independen serta menyediakan pengawasan dengan lebih baik (Guest, 2009).

Blockholder ownership merupakan proporsi dari kepemilikan yang dipegang oleh pemegang saham terbesar (5% atau lebih) dari saham yang diterbitkan perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *BLOCKOWN* memiliki koefisien sebesar -0,043851 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Artinya, *BLOCKOWN* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan (ROA). Dalam hal ini, semakin rendah kepemilikan saham yang dipegang oleh *blockholder*, kinerja keuangan perusahaan justru semakin baik. Semakin rendah kepemilikan saham oleh *blockholder* membuat konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas semakin kecil. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Ibrahimy & Ahmad (2012) yang juga menemukan adanya pengaruh negatif signifikan dari *blockholder ownership* terhadap kinerja perusahaan dengan metode *univariate analysis*. Besarnya *blockown* mengindikasikan kemungkinan pengambilalihan kekayaan pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas. Dalam kondisi demikian, peran dari *blockholders* kurang efektif dalam melakukan pemantauan. Shleifer dan Vishny (1997) dan Gugler (1999) dalam Reddy *et al.*, (2015) telah melaporkan bukti bahwa *blockholder* menerima manfaat pribadi dengan mengorbankan pemegang saham minoritas.

Director ownership adalah proporsi saham yang dimiliki oleh direktur terhadap total saham perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *DIROWN* memiliki koefisien sebesar 0,031930 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,6667. Berdasarkan tabel 2 mengenai statistik deskriptif, diketahui bahwa *mean* dari variabel *DIROWN* tergolong kecil yaitu 0.0129 (paling kecil diantara variabel-variabel yang lain) sehingga tidak berpengaruh terhadap ROA. Selain itu,

besarnya kepemilikan saham direksi pada objek yang diteliti juga relatif kecil, bahkan banyak perusahaan tidak memberikan kepemilikan saham kepada direksinya. Hal ini menyebabkan hasil penelitian tidak menunjukkan adanya pengaruh *DIROWN* terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Vo & Phan (2013) yang juga tidak menemukan adanya pengaruh *DIROWN* terhadap kinerja keuangan.

Firm size merupakan total kapitalisasi atau jumlah asset yang dimiliki perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *SIZE* memiliki koefisien sebesar 0,015576 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0000. Dalam hal ini, semakin besar ukuran perusahaan, kinerja keuangan perusahaan juga semakin baik. Ukuran perusahaan mencerminkan banyaknya sumberdaya yang dimiliki yang dapat digunakan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Perusahaan yang besar lebih menjanjikan kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang ukuran lebih kecil. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Ehikioya (2009) yang menunjukkan bahwa *firm size* memiliki pengaruh positif terhadap ROA. Tidak hanya itu, ukuran perusahaan menunjukkan jumlah pengalaman dan kemampuan dalam mengelola tingkat risiko investasi yang diberikan oleh para pemegang saham untuk meningkatkan kemakmuran mereka (Mahaputeri, 2014).

Firm's age merupakan menunjukkan berapa lama perusahaan tersebut telah berdiri. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *AGE* memiliki koefisien sebesar -0,016202 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0000. Dalam hal ini, semakin lama perusahaan berdiri, kinerja keuangan perusahaan justru mengalami penurunan. Semakin lama perusahaan berdiri, maka perusahaan harus mengeluarkan biaya lebih besar untuk merawat, memelihara, dan memperbaharui aset-aset perusahaan yang digunakan untuk aktivitas bisnis. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Ehikioya (2009) yang menyebutkan bahwa *firm's age* berpengaruh negatif terhadap ROA. Usia tua dapat membuat pengetahuan, kemampuan, dan keterampilan usang dan menginduksi kerusakan organisasi (Agarwal dan Gort, 1996 dan 2002 dalam Loderer & Waelchli, 2009). Penuaan perusahaan bisa mencerminkan kekakuan organisasi dari waktu ke waktu. Sejalan dengan itu, terjadi kenaikan biaya, pertumbuhan melambat, aset menjadi usang,

dan aktivitas investasi dan R&D menurun (Loderer & Waelchli, 2009). Usia tua memperlambat kinerja. Selain itu, pengembalian aset dan Tobin's Q (indikator lain dari *financial performance*) jatuh seiring bertambahnya usia (Loderer & Waelchli, 2009). Ada penurunan margin, perlambatan pertumbuhan penjualan, dan kenaikan biaya. Investasi dan pembelajaran tidak dapat mengatasi efek buruk dari keusangan dan inersia organisasi (Loderer & Waelchli, 2009).

Cash holding merupakan rasio yang membagi kas dan investasi jangka pendek dengan total asset perusahaan, yang menunjukkan banyaknya kas yang dipegang oleh perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *CASH* memiliki koefisien sebesar 0,093706 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0000. Dalam hal ini, semakin besar kas yang dipegang oleh perusahaan, kinerja keuangan perusahaan juga semakin baik. Kas memainkan peran penting dalam operasi perusahaan serta merupakan bagian terpenting dari aset organisasi. Semakin tinggi kas dalam perusahaan maka likuiditas perusahaan semakin baik. Apabila perusahaan dapat memenuhi kebutuhan jangka pendek, maka aktivitas bisnis perusahaannya semakin lancar. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Yoo & Jung (2015) yang menunjukkan bahwa *cash holding* memiliki pengaruh positif terhadap ROA. Dengan memegang kas, perusahaan memiliki dana yang mencukupi untuk mengambil peluang-peluang bagi pertumbuhan (Jamil *et al.*, 2016). Organisasi memiliki stimulus untuk menyimpan uang tunai untuk memenuhi kewajiban, memastikan operasi dan memegang peluang investasi yang menguntungkan (Wai & Zhu, 2013).

Leverage membandingkan total kewajiban jangka pendek dan jangka panjang perusahaan terhadap total assetnya, menunjukkan besarnya utang yang dimiliki oleh perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *LEV* memiliki koefisien sebesar -0,035236 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0000. Dalam hal ini, semakin besar *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan, kinerja keuangan perusahaan juga semakin menurun. Apabila utang perusahaan semakin banyak, maka beban keuangan yang harus dibayarkan oleh perusahaan semakin besar pula. Risiko kebangkrutan dalam perusahaan meningkat. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Vo & Phan (2013) yang menyebutkan bahwa *leverage*

memiliki pengaruh negatif terhadap ROA. Semakin tinggi penggunaan utang akan menempatkan perusahaan pada posisi yang lebih berisiko sehingga dapat mengancam eksistensi perusahaan apabila terjadi *default*. Penggunaan utang yang tinggi juga berdampak pada profitabilitas yang rendah (Ahmad *et al.*, 2015). Jika perusahaan meminjam lebih banyak uang dari kreditor, perusahaan harus membayar lebih banyak bunga, yang akhirnya menyebabkan pendapatan bersih perusahaan lebih rendah (yang berarti profitabilitas lebih rendah). Dalam periode *boom*, *leverage* yang lebih tinggi memberikan keuntungan bagi perusahaan. Namun, dalam resesi ekonomi, *leverage* memiliki dampak buruk pada profitabilitas perusahaan (Ahmad *et al.*, 2015).

KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian untuk variabel *DIRSIZE* menunjukkan hasil negatif signifikan terhadap ROA. Hal ini berarti semakin tinggi *DIRSIZE*, maka kinerja keuangan perusahaan akan semakin rendah. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Andreou *et al.* (2015), Vo & Phan (2013) dan Jensen (1993) yang juga menemukan adanya pengaruh negatif *director size* terhadap ROA.

Hasil penelitian untuk variabel *OUTCOM* berpengaruh positif signifikan terhadap ROA. Hal ini berarti semakin besar jumlah *OUTCOM*, maka semakin tinggi pula kinerja keuangan perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Kouki & Guizani (2015) yang juga menunjukkan pengaruh positif *outside commissioner* terhadap ROA.

Hasil penelitian untuk variabel *BLOCKOWN* berpengaruh negatif signifikan terhadap ROA. Hal ini berarti semakin besar *BLOCKOWN* di dalam perusahaan, maka semakin baik pula kinerja keuangan perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Ibrahimy & Ahmad (2012) yang juga menemukan adanya pengaruh negatif signifikan dari *blockholder ownership* terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian untuk variabel *SIZE* berpengaruh positif signifikan terhadap ROA. Hal ini berarti semakin besar ukuran perusahaan, maka kinerja keuangan perusahaan juga semakin baik. Hasil ini sesuai dengan penelitian

Ehikioya (2009) yang juga menunjukkan bahwa *firm size* memiliki pengaruh positif terhadap ROA.

Hasil penelitian untuk variabel *AGE* berpengaruh negatif signifikan terhadap ROA. Hal ini berarti semakin tua usia perusahaan, maka justru akan semakin rendah kinerja keuangannya. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Ehikioya (2009) yang menyebutkan bahwa *firm's age* berpengaruh negatif terhadap ROA.

Hasil penelitian untuk variabel *CASH* berpengaruh positif signifikan terhadap ROA. Hal ini berarti semakin banyak jumlah kas perusahaan, maka kinerja keuangannya akan semakin baik. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Yoo & Jung (2015) yang menunjukkan bahwa *cash holding* memiliki pengaruh positif terhadap ROA.

Hasil penelitian untuk variabel *LEV* berpengaruh negatif signifikan terhadap ROA. Hal ini berarti semakin besar utang yang dimiliki perusahaan, maka kinerja keuangan perusahaan semakin rendah. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Vo & Phan (2013) yang menyebutkan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap ROA.

Rekomendasi

Bagi investor, penelitian ini dapat menjadi referensi untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang berkaitan dengan kinerja keuangan perusahaan seperti *director size*, *outside commissioner*, *blockholder ownership*, *firm size*, *firm's age*, *cash holding*, dan *leverage*. Investor yang akan berinvestasi pada sektor non-keuangan sebaiknya memilih perusahaan yang memiliki *outside commissioner*, *size*, dan *cash* yang relatif besar. Jumlah *outside commissioner* yang lebih besar mengindikasikan fungsi pengawasan dalam perusahaan yang lebih baik. Hal ini penting untuk menjadi bahan pertimbangan bagi investor sebab perusahaan yang menerapkan *good governance* kinerja keuangannya cenderung lebih baik. Selain itu, variabel *CASH* dan *SIZE* memungkinkan investor untuk memilih proyek dengan *return* yang lebih tinggi. Perusahaan dengan jumlah kas yang besar memiliki cadangan dana yang mencukupi sehingga terhindar dari kemungkinan gagal bayar ataupun kesulitan

keuangan di masa-masa sulit sekalipun. Perusahaan dengan ukuran yang besar juga memiliki sumberdaya yang lebih besar dalam meningkatkan kinerja serta memiliki pengalaman dan kemampuan dalam mengelola tingkat risiko investasi yang diberikan oleh para pemegang saham.

Di sisi lain, dalam melakukan investasi di sektor non-keuangan, investor sebaiknya berinvestasi pada perusahaan yang memiliki *director size*, *blockholder ownership*, *firm's age*, dan *leverage* yang relatif lebih rendah. Jumlah direksi yang terlalu besar menyebabkan ketidakefisienan dan penundaan dalam pengambilan keputusan bisnis sehingga dapat menurunkan kinerja keuangan. Investor juga harus memperhatikan kepemilikan *blockholder* dalam perusahaan sebab kepemilikan yang semakin besar akan meningkatkan risiko terjadinya konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Selain itu, investor harus memperhatikan usia perusahaan. Tidak semua perusahaan yang usianya lebih tua memiliki kinerja lebih baik sebab ada risiko keusangan pengetahuan, kemampuan dan keterampilan yang akhirnya dapat menginduksi kerusakan organisasi. Perusahaan yang lebih tua juga cenderung lebih kaku dan sulit menerima perubahan. Akibatnya, pertumbuhan melambat, aktivitas investasi dan R&D menurun dan perusahaan semakin kehilangan momentumnya seiring dengan bertambahnya usia. Investor juga harus memperhatikan besarnya utang yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi penggunaan utang akan menempatkan perusahaan pada posisi yang lebih berisiko sehingga dapat mengancam eksistensi perusahaan apabila terjadi *default*. Penggunaan utang yang tinggi juga berdampak pada profitabilitas yang lebih rendah.

Bagi pihak manajemen, harus memperhatikan faktor-faktor terkait tata kelola perusahaan seperti *director size*, *outside commissioner*, dan *blockholder ownership* yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Jumlah direksi dalam perusahaan yang terlalu besar dapat menyebabkan ketidakefisienan dalam pengambilan keputusan yang akhirnya berdampak pada penurunan kinerja. Jumlah kepemilikan *blockholder* yang relatif besar juga dapat mendorong terjadinya konflik antara pemegang saham mayoritas dan minoritas sehingga penerapan *good governance* menjadi kurang efektif. Perusahaan harus

mempertimbangkan jumlah komisaris independen yang mencukupi (tidak terlalu sedikit) untuk dapat meningkatkan efektivitas fungsi pengawasan sehingga dapat mengurangi konflik keagenan antara direksi dan pemegang saham.

Di samping itu, faktor-faktor lain seperti *firm size*, *firm's age*, *cash holding*, dan *leverage* juga dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan dengan ukuran besar harus mampu memanfaatkan sumberdaya yang dimilikinya bagi peningkatan kinerja serta memanfaatkan pengalaman dan kemampuan dalam mengelola tingkat risiko investasi yang diberikan oleh para pemegang saham. Perusahaan yang lebih kecil harus berupaya lebih baik dalam memanfaatkan sumberdaya secara lebih optimal sehingga juga dapat memiliki kinerja keuangan yang baik. Dari sisi usia, perusahaan yang lebih tua harus mampu mengelola dan memperbarui pengetahuan, kemampuan, dan keterampilan yang dimiliki agar tidak menjadi usang serta memanfaatkan pengalaman yang dimilikinya untuk dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Di samping itu, perusahaan juga harus mempertimbangkan ketersediaan kas dalam jumlah yang mencukupi. Kas merupakan aset terpenting yang menyediakan likuiditas bagi perusahaan sehingga terhindar dari kemungkinan gagal bayar dan kesulitan keuangan di masa-masa sulit. Kas juga penting bagi perusahaan untuk mengambil peluang-peluang pertumbuhan bagi peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Untuk mengurangi kemungkinan gagal bayar, perusahaan juga harus memperhatikan tingkat penggunaan utang. Semakin besar utang yang digunakan, biaya atas utang akan meningkat (bunga) sehingga mengurangi profitabilitas. Selain itu, kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* dan bahkan kebangkrutan menjadi lebih besar apabila perusahaan tidak mampu melunasi kewajiban-kewajibannya pada saat jatuh tempo.

Saran

Penelitian ini dapat menjadi bahan referensi bagi penelitian selanjutnya. Penelitian ini juga memiliki keterbatasan, yaitu hanya menggunakan delapan variabel (empat variabel independen dan empat variabel kontrol). Padahal, masih terdapat banyak variabel yang dapat mempengaruhi kinerja di luar delapan

variabel yang digunakan. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada penelitian sebelumnya yang dipilih menjadi bahan referensi. Untuk penelitian selanjutnya, dapat ditambahkan pembagian kategori perusahaan dengan *blockholder ownership* diatas 60% dan dibawah 60% untuk mengetahui perusahaan mana yang termasuk perusahaan milik keluarga. Mengenai variabel lain dapat ditambahkan untuk memperoleh hasil yang lebih akurat, seperti misalnya *audit quality*, *CEO tenure*, *CEO gender*, *director remuneration* untuk kategori tata kelola perusahaan dan rasio-rasio keuangan lain yang mewakili rasio aktivitas (*sales/total asset* dan *inventory turnover*) dan rasio pasar (*Price/Earningratio* dan *Market/Book ratio*) untuk menilai kinerja keuangan secara lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Abassi, A. dan Qaisar A. Malik, 2015, Firms' Size Moderating Financial Performance in Growing Firms: An Empirical Evidence from Pakistan, *International Journal of Economic and Financial Issues*, Vol. 5, Issue 2, p. 334-339
- Ahmad, N., A. Salman, dan A. F. Shamsi, 2015, Impact of Financial Leverage of Firms' Profitability: An Investigation from Cement Sector of Pakistan, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 6, No. 7, p. 75-80
- Andreou, Panayiotis C., Christodoulos Louca, Photis M. Panayides, 2014, Corporate Governance, Financial Management Decisions and Firm Performance: Evidence from the Maritime Industry, *Transportation Research*, Part E 63,p. 59-78
- Arrow, K.J., 1962, The Economic Implications of Learning by Doing. *Review of Economic Studies*, Vol. 29, 155-173
- Berenson, M.L., David M. Levine, dan Timothy C. Krehbiel, 2012, *Basic Business Statistics: Concept and Application*, Prentice Hall, Boston
- Choi, JJ, Park, SW, Yoo, SS, 2007, The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, No. 4, p.941-962

- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang, 2002, Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance* 57, p. 2741–2771
- Desoky, Abdelmohsen M. dan Gehan A. Mousa, 2012, Do Board Ownership and Characteristics Affect on Firm Performance? Evidence from Egypt, *Global Advanced Research Journal of Economics, Accounting, and Finance*, Vol. 1, Issue 2, p.015-032
- Ehikioya, Benjamin I., 2009, Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria, *Corporate Governance: The International Journal Of Business In Society*, Vol. 9, Iss 3, p. 231 – 243
- Fahmi, Irham, 2012, *Analisis Laporan Keuangan*, Cetakan ke-2, Alfabeta, Bandung
- Fernandez, M. R., 2015, Company Financial Performance: Does Board Size Matter? Case of the EUROSTOXX50 Index, *Journal of Economic Literature*, M21, G34
- Ghozali, Imam., 2009, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi Keempat, Universitas Diponegoro
- Gitman, Lawrence J., 2003, *Principles of Managerial Finance*, 7th Edition, Addison-Wesley Publishing Company
- Guest, P.M., 2009, The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK, *The European Journal of Finance*, Vol.15, Issue 4, p. 382-404
- Gujarati, Damodar N, 1995, *Basic Econometrics*, 3rd Edition, Mc. Graw-Hill, Singapore
- Gujarati, D.N., 2008, *Ekonometrika Dasar*, Jakarta : Erlangga
- Gujarati, Damodar N., dan Dawn C. Porter, 2010, *Dasar-dasar Ekonometrika*, Edisi 5, Salemba Empat, Jakarta
- Heydari, I., M. Mirzaeifar, dan M. Javadghayedi, 2014, Investigating the Relationship between Free Cash Flow and Firm Performance: Evidence

from Tehran Stock Exchange, *Indian Journal of Scientific Research*, Vol. 4, Issue 6, p. 269-279

Ibrahimi, Ahmad Ibn dan Rubi Ahmad, 2012, Blockholder, Corporate Governance and the Value of the Firm: A Panel Data Analysis of Malaysian Non-financial Companies, *2012 Financial Markets & Corporate Governance Conference*, Faculty of Business and Accountancy, University of Malaya, Kuala Lumpur, Malaysia

Jamil, S., A. Anwar, N. Afzaal, A. Tariq, dan M. Asif, 2016, Determinants of Corporate Cash Holdings: Empirical Analysis of Pakistani Firms, *IOSR Journal of Economic and Finance*, Vol. 7, Issue 3, Ver. III, p. 29-35

Jensen, Michael C. dan William H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, p. 305-360

Jogiyanto, H. M., 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kedua, Penerbit BPFE, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta

Jovanovic, Boyan, 1962, Selection and The Evolution of Industry, *Econometrica*, Vol. 50, No.3

Kouki, Maoruan dan Moncef Guizani, 2015, Outside Directors and Firm Performance: The Moderating Effects of Ownership and Board Leadership Structure, *International Business Research*, Vol. 8, No. 6, p. 104-116

Lenne, J., Mitchell R. dan Ramsay I., 2006, Employee Share Ownership Schemes in Australia: A Survey of Key Issues and Themes, *International Journal of Employment Studies*, Vol. 14, No. 1, p. 1-34

Loderer, Claudio dan Urs Waelchli, 2009, Firm Age and Performance, *Journal of Economic Literature*, G30, L20

Manzaneque, M., Alba M. Priego, dan Elena Merino, 2016, Corporate Governance Effect on Financial Distress Likelihood: Evidence from Spain, *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, 19: 111-121

Mardiyanto, Handoyo, 2009, *Intisari Manajemen Keuangan*, PT Grasindo, Jakarta

- Mehran, H., 1995, Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, Issue 2, p. 163-184
- Nath, S. Deba, S. Islam, dan A. K. Saha, 2015, Corporate Board Structure and Firm Performance: The Context of Pharmaceutical Industry in Bangladesh, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 7, No. 7, p. 106-115
- Reddy, K. S. Abidin, Wei He, dan P. Sinha, 2015, Does Ownership Identity of Blockholders Matter : An Empirical of Publicly Listed Companies in New Zealand, *Asian Journal of Finance & Accounting*, ISSN 1946-052X, Vol. 7, No. 1, p. 13-44
- Shleifer, A. dan R. W. Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 52. No.2, p. 737-783
- Sunarto, dan Agus P. Budi, 2009, *Pengaruh Leverage, Ukuran, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas*, Telaah Manajemen, Vol.6, Edisi 1, p.86-103
- Suprayitno. G., Indaryanto, dan G. Khomsiyah, 2004, *Komitmen Menegakkan Good Corporate Governance: Praktik Terbaik Penerapan GCG Perusahaan di Indonesia*, Jakarta: The Institute for Corporate Governance (IICG)
- Susilo, L. J. dan K. Simarmata, 2007, *Good Corporate Governance pada Bank: Tanggung Jawab Direksi dan Komisaris dalam Melaksanakannya*. Jakarta: PT Hikayat Dunia.
- Tariq, Yasir bin dan Zaheer Abbas, 2013, Compliance and Multidimensional Firm Performance: Evaluating the Efficacy of Rule-based Code of Corporate Governance, *Economic Modelling* Vol.35, p. 565-575
- Uadiale, O. Marte, 2010, The Impact of Board Structure on Corporate Financial Performance in Nigeria, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 10, p.155-166

- Vanhoof, Maarten, 2012, The Importance of Ownership Structure Related to Firm Performance, *Thesis*, Faculty of Economics and Business Administration, Tillburg University
- Visic, Josipa dan Maja Pervan, 2012, Influence of Firm Size on Its Business Success, *Croatian Operational Research Review (CRORR)*, Vol. 3, p. 213-223
- Vo, Duc dan Thuy Phan, 2013, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam, *Journal of Economic Literature*, G32, G34
- Wai, Wong Ying dan Yang Zhu, 2013, The Effect of Corporate Governance on Cash Holdings: Evidence from Hong Kong, *Dissertation*, Hong Kong Baptist University
- Wei, Ching-Chun, Wen-Xin Fang, Guan-Hua Li, Yu-Wen Kao, Miao-Lin Tsai, Ching-Yi Yang, 2016, The Relationship between Ownership Structure and the Probability of a Financial Distress Warning Happening: Evidence of Listed Common Stock Companies in Taiwan, *Applied Economics and Finance*, Vol. 4, No. 1
- Weisbach, Michael, 1988, Outside Directors and CEO Turnover, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, Issue 1-2, p.431-460
- Widarjono, Agus., 2007, *Ekonometrika Teori dan Aplikasi*, Yogyakarta: Ekonisia FE UII
- Yoo, Taeyoung dan Dong Kwan Jung, 2015, Corporate Governance Change and Performance: The Roles of Traditional Mechanisms in France and South Korea, *Scandinavian Journal of Management* 23, p. 40-53