

# GCG dan Rasio Utang

*by Sayidah Pujiati*

---

**Submission date:** 10-Jul-2023 01:40PM (UTC+0700)

**Submission ID:** 2128982199

**File name:** GCG\_dan\_Rasio\_Hutang\_Perusahaan\_Sayidah\_Pujiati.pdf (296.87K)

**Word count:** 5856

**Character count:** 37232

## **CORPORATE GOVERNANCE DAN RASIO UTANG PERUSAHAAN**

**Nur Sayidah**  
**Taman Suko Asri Blok EE-11**  
**Diyah Pujiati**  
[diyah@perbanas.ac.id](mailto:diyah@perbanas.ac.id)  
**Puri Maharani A4/07 Sukodono Sidoarjo**

### **ABSTRACT**

*The purpose of this research is to examine the effect of corporate governance implementation quality on debt ratio. The samples of this research is non banking companies which include Swa sembada's rating of CGPI (Corporate Governance Perception Index) score in 2003, 2004, 2005, and 2006. Researcher use purposive sampling method to collect samples and documentation method to get data. The numbers of samples are 33 companies. First of all, a measure of corporate governance implementation quality is CGPI score by IICG (Indonesian Institute of Corporate Governance). secondly, a measures of debt ratio covers current debt to total asset (CD/TA), non current debt to total asset (NCD/TA), total debt to total asset (TD/TA), current debt to shareholder's equity (CD/E), non current debt to shareholder's equity (NCD/E), and total debt to shareholder's equity (TD/E). The result of regression analysis shows significantly that there are positive effect of CGPI score on TD/TA and that of CGPI score towards TD/E. This result is consistent with finding of Litov (2005), but controvert with findings of Harford (2005), Black et. al (2003), and Salman & Farid (2007).*

*Keywords: corporate governance, CGPI, rasio hutang.*

### **LATAR BELAKANG PENELITIAN**

*Corporate Governance* telah menjadi sebuah isu yang menarik sejak dekade terakhir. Organisasi dunia seperti Bank Dunia dan The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) berpartisipasi dalam mengembangkan konsep-konsep corporate governance. Seperti didefinisikan oleh OECD, corporate governance adalah suatu gabungan antara hukum, peraturan, dan praktik-praktik sektor privat yang cocok, yang memungkinkan perusahaan untuk menarik modal dan sumberdaya manusia, beroperasi secara efisien, sehingga dapat menjaga kelangsungan operasional dengan menghasilkan nilai ekonomis jangka panjang untuk pemegang sahamnya dan masyarakat secara keseluruhan (Tim BPKP, 2003). Mekanisme kunci dari kerangka corporate governance meliputi struktur dewan direksi, kompensasi direksi, dan kepemilikan manajerial, pemegang saham institusional, auditor, informasi akuntansi dan auditing, serta pasar untuk pengendalian perusahaan (Short, el al (1999).

Krisis yang terjadi di Indonesia juga tidak terlepas dari keberadaan isu corporate governance. Pentingnya penerapan good corporate governance telah menjadikan bidang ini menjadi topik pembahasan yang menarik sampai saat ini. Fenomena manipulasi laba yang terjadi di beberapa perusahaan besar (skandal Enron dan Worldcom) tidak terlepas dari masalah ini. Jauh sebelum

skandal perusahaan ini terjadi pimpinan SEC Arthur Levitt (1998) dalam pidatonya di Universitas New York telah mengutuk adanya “game of nods and winks (permainan anggukan dan kedipan)”. Ada beberapa yang diidentifikasi menjadi praktek yang paling populer diantaranya big bath, restructuring charges, creative acquisition accounting, “cookie jar reserves”, “immaterial” misapplications of accounting principles, and the premature recognition of revenue (Lambert dan Sponem, 2005).

Terutama di Indonesia hasil ini didukung dengan fenomena rendahnya partisipasi atas survei IICG (The Indonesian Institute for Corporate Governance) yang bertujuan untuk mengetahui kualitas penerapan GCG perusahaan.

Ada beberapa penelitian berkaitan dengan corporate governance. Beberapa penelitian berusaha mengetahui pengaruh kualitas corporate governance terhadap kinerja atau return saham perusahaan, seperti yang dilakukan oleh Darmawati dkk (2005), Suranta dan Midiastuti (2005), Klapper dan Love (2002), Siallagan (2007), serta Sayidah (2007). Secara umum hasil penelitian menunjukkan ada pengaruh antara kinerja perusahaan dengan corporate governance, kecuali penelitian Sayidah (2007). Temuan Sayidah (2007) menunjukkan kualitas corporate governance pada tingkat signifikansi 5% tidak mempengaruhi kinerja perusahaan baik yang diproksi dengan profit margin, ROA, ROE, maupun ROI. Tetapi hasil ini konsisten dengan laporan dari Hampel Comitte (Short, et al., 1999). Penelitian yang lain bertujuan mengetahui pengaruh corporate governance terhadap kebijakan dividen, atau mengetahui pengaruh corporate governance terhadap kebijakan pendanaan. Penelitian tersebut diantaranya dilakukan oleh Litov (2005) dan Harford, et al. (2005). Harford, et al. (2005) menemukan bahwa perusahaan dengan hak pemegang saham yang kuat mempunyai rasio leverage yang lebih rendah. Hasil ini menentang adanya bukti bahwa governance yang buruk (hak pemegang saham rendah) berhubungan dengan leverage yang lebih kecil (Litov, 2005).

Sebagai salah satu faktor penyebab corporate governance yang buruk berdasarkan hasil penelitian ADB, pendanaan dari hutang menarik untuk diteliti. Belum banyaknya peneliti yang melakukan studi atas topik ini dan masih kontroversialnya hasil penelitian mengenai hubungan kualitas corporate governance dengan leverage/rasio hutang perusahaan ini mendorong penulis untuk meneliti lagi dengan obyek penelitian perusahaan publik di Indonesia. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah bukti empiris atas masalah ini dan dapat dipakai sebagai bahan pertimbangan bagi pihak-pihak yang mempunyai wewenang untuk menentukan kebijakan mengenai corporate governance perusahaan publik di Indonesia. Selain itu hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi investor dalam membantu memilih investasi di bursa efek, karena rasio hutang berkaitan dengan beban bunga dan laba perusahaan.

## TINJAUAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### Hakikat *Corporate Governance*

Hakikat *corporate governance* dapat ditelusuri melalui dua sisi, yaitu dimensi teoritis-akademis dan praktik-historis (Tim BPKP, 2003). Berdasarkan dimensi teoritis-akademis CG muncul dari konsep awal adanya pemisahan antara *financial provider* (pemegang saham) dan manajemen. Konsep ini melahirkan teori keagenan seperti yang dikemukakan oleh Jensen and Meckling (1976). Masalah keagenan timbul karena perbedaan kepentingan dan asimetri informasi antara pemegang saham dan manajemen serta pihak-pihak lain yang berkepentingan, serta ketidakmampuan menulis kontrak yang lengkap untuk seluruh agen/kelompok (Hart, 1995). Asimetri informasi menciptakan masalah bahaya moral (*moral hazard*) ketika manager mempunyai insentif untuk mengejar kepentingannya sendiri atas biaya pemegang saham. Asimetri informasi juga menciptakan masalah *adverse selection* ketika investor tidak dapat melihat nilai ekonomi perusahaan yang benar. Informasi tidak sempurna mengenai kualitas manajemen dan nilai ekonomi perusahaan menghasilkan risiko keagenan lebih besar yang dibebankan pada pemegang saham. Investor rasional meminta premium karena menanggung risiko keagenan, yang secara efektif meningkatkan biaya modal perusahaan (Asbahbaugh, 2004).

Terminologi *corporate governance* muncul sebagai alat, mekanisme dan struktur yang dipakai untuk mengecek perilaku managerial yang *self-serving*/menguntungkan diri sendiri (John dan Senbet, 1998), membatasi perilaku *opportunistic* manager, memperbaiki kualitas informasi perusahaan (Asbahbaugh, 2004) dan menata hubungan antara semua pihak agar kepentingannya dapat terakomodasi secara seimbang. (Tim BPKP, 2005). Interaksi kepentingan yang tertata dalam suatu perusahaan juga memerlukan niat, kepercayaan, integritas upaya yang sungguh-sungguh dan kemauan dari seluruh penyelenggara perusahaan. Tujuan mengecek perilaku *self-serving* adalah untuk meningkatkan efisiensi operasional perusahaan. Alat yang digunakan untuk mengurangi perilaku *self-serving* dan memperbaiki akuntabilitas tidak dapat efisien, jika alat tersebut menghambat perbaikan kinerja perusahaan.

Berdasarkan dimensi praktis-historis, berbagai peristiwa yang dialami dunia bisnis baik di luar negeri maupun di dalam negeri telah mendorong praktik *corporate governance* yang baik. Peristiwa tersebut adalah *stock market crash* pada tahun 1929 di Amerika Serikat, krisis keuangan Saving & Loan, skandal Bank of Credit and Commerce International, demokratisasi di berbagai negara dan krisis di Asia pada awal tahun 1997.

Keberhasilan dari praktik *corporate governance* perusahaan publik tidak terlepas dari adanya sebuah peraturan. Ada tiga tantangan fundamental yang saat ini dihadapi oleh pembuat peraturan publik (Coglianese dkk., 2004). Pertama adalah siapa yang seharusnya membuat peraturan, pemerintah atau self-regulation seperti NYSE, NASD atau BEI. Tantangan kedua adalah bagaimana mengaturnya. Pembuat peraturan menghadapi dua pilihan yaitu membuat prinsip atau peraturan *corporate governance*. Tantangan ketiga adalah bagaimana caranya agar prinsip atau peraturan tersebut dilaksanakan. Semua pilihan ada kelebihan dan kekurangannya. Analisis yang lebih mendalam perlu dilakukan untuk memilih berbagai alternatif tersebut agar penerapan *corporate governance* dapat mencapai tujuannya. Apalagi di Indonesia terbukti penerapannya secara signifikan tidak mengurangi manipulasi laba yang dilakukan oleh manajemen (Sulistyanto dan Nugraheni, 2002). Sampel yang diambil sebanyak 24 perusahaan non lembaga yang masuk dalam daftar Corporate Governance Perception Index (CGPI) dan mempunyai laporan keuangan lengkap untuk periode 1999-2000.

#### ***Corporate Governance dan Good Corporate Governance***

Selain OECD dan The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) beberapa organisasi baik nasional maupun internasional telah berusaha mengembangkan konsep corporate governance. Organisasi-organisasi tersebut antara lain Bank Dunia, Malaysian High Level Committee on Corporate Governance, The Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) dan Tim Corporate Governance BPKP. IICG mendefinisikan *corporate governance* sebagai proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* yang lain. Sembilan dimensi *corporate governance* yang menjadi acuan penilaian yang dilakukan oleh IICG meliputi komitmen terhadap tata kelola perusahaan, tata kelola dewan komisaris, komite-komite fungsional, dewan direksi, transparansi, perlakuan terhadap pemegang saham, peran pihak berkepentingan lainnya, integritas dan independensi (Swa Sembada, 2005).

Berdasarkan argumen yang dikembangkan oleh Keasey dan Wright (1993) *corporate governance* dipandang mempunyai dua dimensi besar. Pertama monitoring terhadap kinerja manajemen dan meyakinkan akuntabilitas manajemen terhadap pemegang saham yang menekankan pertanggungjawaban dan dimensi akuntabilitas dari *corporate governance*. Kedua, struktur, mekanisme dan proses *governance* yang memotivasi perilaku manajerial untuk meningkatkan kemakmuran bisnis dan perusahaan. Kedua perspektif tersebut perlu dipertimbangkan ketika ada usaha untuk menciptakan struktur dan prosedur *governance* yang mengarah ke perbaikan kinerja. Kerangka corporate governance yang efektif harus melibatkan seperangkat aktivitas *multi-faceted*

yang melibatkan investor institusional, dewan direksi *insider* dan *outsider*, eksekutif dengan gaji berbasis insentif, *board committees*, auditing, pasar untuk kontrol perusahaan dan lainnya. *Corporate governance* yang efektif dapat meningkatkan probabilitas bahwa manager berinvestasi dalam proyek-proyek yang mempunyai net present value positif. Perusahaan yang *better-governed* mempunyai kinerja operasional yang lebih baik (Brown dan Caylor, 2004).

*Good corporate governance* (GCG) merupakan praktek terbaik yang biasa dilakukan oleh suatu perusahaan yang berhasil yang mengacu pada bauran antara alat, mekanisme dan struktur yang menyediakan kontrol dan akuntabilitas yang dapat meningkatkan *economic enterprises* dan kinerja perusahaan (Tim BPKP, 2003) serta mendorong perusahaan melakukan penciptaan nilai yang diproksi dengan kinerja masa depan (Kelley dkk, ). Praktek terbaik ini mencakup praktik bisnis, aturan main, struktur proses dan prinsip yang dimiliki. GCG merupakan syarat bagi perusahaan untuk mendapatkan kepercayaan bagi investor di pasar modal. Perusahaan dengan *corporate governance* yang baik akan dapat meningkatkan nilai perusahaan bagi pemegang saham. Hal ini karena visi, misi dan strategi perusahaan dinyatakan secara jelas, nilai-nilai perusahaan serta kode etik disusun untuk memastikan adanya kepatuhan seluruh jajaran perusahaan, terdapat kebijakan untuk menghindari benturan kepentingan dan transaksi dengan pihak ketiga yang tidak tepat, risiko perusahaan dikelola dengan baik dan terdapat sistem pengendalian dan monitoring yang baik (PriceWaterhouse Coopers, 2000). Penerapan GCG di PT. Adhi Karya membuktikan hal tersebut. Dalam periode satu tahun pencatatan di bursa, kekayaan pemegang sahamnya naik sampai 613%. Angka ini jauh lebih tinggi daripada pencapaian return yang didapat dari pasar secara keseluruhan. Secara rata-rata saham-saham di Bursa Efek Jakarta membukukan return sebesar 56% (Siauw Hong, 2005).

#### ***Corporate Governance dan Leverage/Rasio Hutang***

Teori Keagenan menyatakan bahwa perusahaan merupakan sebuah kontrak antara principal dan agen (Jensen and Menckling, 1976). Principal adalah pemilik dana (pemegang saham) yang mempercayakan pengelolaan dananya kepada agen (manajer). Principal mempunyai harapan bahwa dana yang ditanamkan dalam perusahaan dapat dikelola secara baik oleh manajer sehingga dapat memaksimalkan kekayaannya. Manajer juga mempunyai harapan atas kemakmurannya melalui penerimaan bonus/insentif atas kinerja yang telah dicapai. Konflik kepentingan antara manajer dan principal terjadi ketika manajer mempunyai motivasi untuk memakmurkan dirinya dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham. Manajer cenderung mengejar laba jangka pendek untuk mendapatkan bonus/insetif dengan mengabaikan kinerja jangka panjang.

4 Selain dana dari pemegang saham, manajer perusahaan juga mengelola dana dari *bondholder* (pemegang obligasi). Konflik kepentingan antara manajer dan *bondholder* terjadi dalam hal kebijakan hutang. Konflik ini muncul ketika manajemen mengambil proyek-proyek yang mempunyai risiko lebih besar dari yang diperkirakan oleh kreditor. Dalam hal ini kreditor tidak mau dirugikan apabila dana yang diinvestasikan pada proyek yang berisiko tinggi, karena akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan dengan menurunnya nilai pasar hutang atau obligasi yang belum jatuh tempo. Sebaliknya jika proyek berisiko tinggi tersebut memberikan hasil yang bagus, kompensasi yang diterima kreditor berupa bunga tidak naik. Ini menunjukkan bahwa hutang dapat menjadikan *transfer of wealth* dari *bondholder* ke *shareholder* yang akan dihindari oleh *bondholder*.

Chung (1993) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang dapat menentukan kebijakan hutang perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki rasio aktiva tetap yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang tinggi, sedangkan perusahaan yang menghadapi risiko yang tinggi cenderung menggunakan hutang lebih sedikit, baik untuk hutang jangka panjang maupun jangka pendek.

Friend dan Lang (1988) menguji hubungan kepentingan manajemen dengan proksi kepemilikan manajerial dengan struktur modal yang ditunjukkan dengan rasio hutang. Hasilnya menunjukkan kepemilikan manajerial mempunyai hubungan yang kuat dengan struktur modal. Dualitas CEO dan independensi direktur yang lebih rendah berhubungan dengan probabilitas kebangkrutan yang lebih tinggi (Daily dan Dalton, 1994; seperti dikutip oleh Jun Wang dan Lang Deng, 2006). Penelitian terhadap 21 pasangan perusahaan retail, Chaganti, Mahajan dan Sharma (1985) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *larger boards* mempunyai kemungkinan gagal yang lebih kecil. Simpson dan Gleason (1999) melakukan survei terhadap 287 perusahaan perbankan dan temuannya menunjukkan bahwa dualitas CEO berhubungan dengan kemungkinan kesulitan keuangan yang lebih rendah. Kesulitan keuangan juga berhubungan dengan leverage perusahaan.

Penelitian Kim (1982) menyatakan bahwa tolok ukur struktur modal yang optimal ditunjukkan dengan leverage keuangan yang kecil. Leverage keuangan yang kecil cenderung mengurangi risiko usaha (risiko non sistematis). Perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh, mempunyai risiko sistematis yang lebih rendah (Chung dan Charoenwong). Penentuan kebijakan pendanaan dan dividen menurut Barclay dkk (1998) berkaitan dengan masalah *free cash flow* perusahaan. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi dengan mempunyai kesempatan yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang rendah karena mereka mempunyai kesempatan

yang *profitable* dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak terdoda untuk membayar bagian laba yang lebih besar kepada pihak luar. Sebaliknya perusahaan yang pertumbuhannya rendah, berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk dividen maupun bunga. Pernyataan ini menurut Barclay dan Smith (1998) konsisten dengan prediksi teori kontraktual yang mengisyaratkan bahwa perusahaan yang mempunyai opsi untuk tumbuh lebih besar akan mempunyai hutang yang lebih sedikit dikarenakan perusahaan lebih mengutamakan solusi atas masalah-masalah yang berkaitan dengan hutangnya (seperti dikutip dari Subekti dan Kusuma, 2001)

Litov (2005) melakukan penelitian yang termotivasi oleh observasi bahwa analisis yang lengkap atas pengaruh mekanisme *governance* dalam keputusan pembiayaan memerlukan analisis bagaimana mekanisme *governance* mempengaruhi baik pemegang saham maupun pemegang hutang. Ketika *corporate governance* sering didefinisikan dalam terminologi nilainya terhadap pemegang saham, rezim *governance* mungkin merugikan pemegang hutang dengan mendorong nilai dengan pengambilan risiko yang meningkat yang meninggalkan pemegang hutang dengan risiko yang rendah. Oleh karena itu penelitian ini akan menguji secara empiris bagaimana mekanisme *governance* yang diperbaiki mempengaruhi pendanaan perusahaan.

Berdasarkan *balancing theory* struktur modal optimal adalah antara 30% sampai 60%, yang mencerminkan *trade-off* antara pemanfaatan hutang dengan risiko kebangkrutan. Peningkatan hutang akan meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga pemegang hutang akan menentukan tingkat bunga yang lebih tinggi sebagai kompensasi peningkatan risiko. Risiko kebangkrutan juga meningkatkan kekhawatiran pemegang saham terhadap biaya kebangkrutan yang tercermin pada pergerakan harga saham. Pergerakan harga saham akan menunjukkan peningkatan yang rendah hingga akhirnya mencapai satu titik yang merubah nilai perusahaan dari positif ke negatif (Waluyo dan Ka'aro, 2002).

Meyers (1984) berpendapat bahwa keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Donalson (1961) mengikuti urutan pendanaan tertentu, yaitu pertama, perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal. Kedua, perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi. Ketiga kebijakan dividen bersifat *sticky*, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal, bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan memilih sumber dana dari hutang, karena lebih aman dibanding ekuitas. Ekuitas adalah pilihan terakhir dari *pecking order theory* sebagai sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi.



Harford (2005) menemukan bahwa perusahaan dengan hak pemegang saham yang lebih lemah mempunyai cadangan kas yang lebih kecil. Hasil ini memberikan dua penjelasan: pertama, ada keseimbangan hasil dari dimana pemegang saham dengan hak yang kuat mengizinkan perusahaannya menahan cadangan kas yang tinggi; kedua, perusahaan dengan hak pemegang saham rendah mengeluarkan kas daripada menahannya. Perusahaan dengan hak pemegang saham yang kuat percaya lebih banyak pada ekuitas untuk memenuhi kebutuhan pembiayaannya. Perusahaan dengan hak pemegang saham yang lemah percaya lebih banyak pada hutang. Dengan merefleksikan hasil kumulatif atas efek mekanisme governance dalam pembiayaan incremental, ditemukan bahwa perusahaan dengan hak pemegang saham yang kuat mempunyai rasio leverage yang lebih rendah. Hasil ini menentang adanya bukti bahwa governance yang buruk berhubungan dengan leverage yang lebih kecil (Litov, 2005).

Berdasarkan landasan teori yang telah dikemukakan sebelumnya dan kerangka penelitian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H1: *Kualitas good corporate governance secara signifikan mempengaruhi rasio hutang perusahaan.*

## **METODE PENELITIAN**

### **Sampel**

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini diambil dengan metode *purposive sampling* yaitu metode pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- b. Perusahaan yang masuk dalam survey IICG tahun 2001-2007.
- c. Laporan keuangan perusahaan berakhir 31 Desember.
- d. Perusahaan mempublikasikan Neraca, Laba Rugi dan Laporan Arus Kas pada saat mengikuti survey IICG.
- e. Perusahaan masuk dalam kategori non bank dan lembaga keuangan.

### **Variabel penelitian**

1. Variable independen dalam penelitian ini adalah kualitas *corporate governance* yang diproksi dengan skor CGPI (Corporate Governance Perception Index) yang dikembangkan oleh IICG. Skala skor CGPI yang digunakan adalah 0-100.

2. Variabel dependen adalah leverage perusahaan. Leverage perusahaan yang digunakan adalah rata-rata dari rasio hutang terhadap total aktiva (D/TA), rasio hutang terhadap ekuitas (D/E), rasio laba terhadap beban bunga dan rasio penutupan bunga.
3. Variabel kontrol yang digunakan adalah Book to Market Ratio (BM), LogTA, dan Years seperti dalam penelitian Brown dan Caylor (2004).

#### **Teknik Pengumpulan Data**

Daftar perusahaan yang bersedia mengikuti survey IICG tahun 2001-2007 diperoleh dari majalah Swa sembeda. Majalah ini adalah mitra dari IICG dalam melakukan survey dan setiap tahun mempublikasikan daftar perusahaan yang mengikuti survey IICG. Data harga saham dan laporan keuangan diambil dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) tahun 2001-2007. Pengumpulan data dilakukan dengan teknik dokumentasi.

#### **Teknik Analisis Data**

Data dianalisis dengan teknik regresi berganda. Persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$CD/TA = a + bCGPI + e.$$

$$NCD/TA = a + bCGPI + e.$$

$$TD/TA = a + bCGPI + e.$$

$$CD/E = a + bCGPI + e.$$

$$NCD/E = a + bCGPI + e.$$

$$TD/E = a + bCGPI + e.$$

## **ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

### **Sampel Penelitian**

Berdasarkan kriteria sampel tersebut diatas, maka perusahaan yang memenuhi kriteria dan menjadi sampel dalam penelitian ini sebanyak 80 perusahaan, seperti diuraikan di tabel 1 berikut ini:

**Tabel 1**  
**Pemilihan Sampel Penelitian**

Seleksi Sampel	Jumlah
Publikasi CGPI perusahaan publik non bank dan lembaga keuangan:	
1. CGPI tahun 2003	7
2. CGPI tahun 2004	5
3. CGPI tahun 2005	10
4. CGPI tahun 2006	11
Total	33
Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan	33
Jumlah sampel akhir	33

## 4.2 Deskriptif Statistik

Deskriptif statistik dari data penelitian adalah sebagai berikut:

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**  
**Dengan Debt to Total Asset sebagai variabel dependen**

		Statistics				
		CGPI	Years	Book To Market	Log_TA	D/TA
N	Valid	80	80	80	80	80
	Missing	0	0	0	0	0
	Mean	60.0268	39.86	.957367505402	6.5569	.567534610712
	Std. Deviation	23.44413	23.730	4.5139305566952E0	.60030	.2261668535161
	Minimum	10.01	8	-1.6020000000E1	5.01	.1032801039
	Maximum	88.42	184	33.1090909091	7.88	1.3002066328

**Tabel 3**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**  
**Dengan Debt to Total Equity sebagai variabel dependen**

		Statistics				
		CGPI	Years	Book To Market	Log_TA	D/TE
N	Valid	71	71	71	71	71
	Missing	0	0	0	0	0
	Mean	61.3434	39.85	1.473422470182	6.5349	1.336847574093
	Std. Deviation	23.43667	24.907	4.0473089127681	.61771	.8432841570142
	Minimum	10.01	8	.1378217822	5.01	.1151754348
	Maximum	88.42	184	33.1090909091	7.88	4.0096610907

### Leverage

Leverage penelitian ini adalah dihitung berdasarkan rata-rata dari rasio hutang terhadap total aktiva (D/TA) dan rasio hutang terhadap ekuitas (D/E). Rasio hutang terhadap total aktiva (D/TA) dari 80 sampel perusahaan yang memperoleh skor *corporate governance perception index* tahun 2001 – 2007 disajikan pada tabel 2 sedangkan rasio hutang terhadap total ekuitas (D/TE) dari 71 perusahaan sampel disajikan pada tabel 3. Perusahaan sampel dalam model penelitian yang menggunakan debt to total equity (D/TE) lebih sedikit dibanding perusahaan sampel dalam model debt to total asset (D/TA) karena beberapa data terindikasi adanya outlier sehingga distribusi data

tidak normal. Oleh karena itu peneliti melakukan deteksi adanya outlier dengan menggunakan z-score, hingga diperoleh sampel akhir untuk model debt to total equity (D/TE) sejumlah 71 sampel. Rata-rata leverage menunjukkan nilai yang cukup dimana perusahaan sampel mempunyai kemampuan yang cukup tinggi untuk membayar hutang perusahaan. Hal ini terlihat dari rasio debt to total asset yang menunjukkan angka 0.56, berarti setiap Rp.1 hutang dapat dipenuhi/ditanggung dengan Rp. 2 aktiva. Sedangkan rasio hutang terhadap total ekuitas (D/TE) menunjukkan angka 1.33 yang berarti bahwa setiap Rp. 1 hutang dapat dipenuhi dengan Rp. 0.75 modal milik perusahaan. Berdasarkan hal tersebut maka total hutang perusahaan cenderung lebih tinggi dibanding dengan total modal perusahaan.

### **CGPI**

Rata-rata skor CGPI perusahaan sampel tahun 2001-2007 menunjukkan skor sebesar 60,67 (dari kedua kelompok sampel) dengan skor tertinggi sebesar 88.42 dan skor terendah sebesar 10. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel memiliki skor yang bagus dalam tata kelola perusahaannya.

### **Book to Market**

Book to Market adalah nilai buku ekuitas/kapitalisasi pasar yang dihitung berdasarkan nilai ekuitas per lembar saham beredar dibagi dengan harga per lembar saham. Nilai Book to Market perusahaan sampel menunjukkan nilai rata-rata 1.22, hal ini menunjukkan bahwa harga saham perusahaan sampel cenderung lebih besar dibanding dengan ekuitas per lembar saham.

### **Total Aktiva**

Rata-rata total aktiva perusahaan sampel menunjukkan nilai yang cukup besar/tinggi, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sampel tergolong dalam perusahaan yang cukup besar. Ini terkait juga dengan penerapan *corporate governance* dimana perusahaan besar cenderung akan berusaha mencrapkan *corporate governance* yang baik untuk lebih menarik investor dibanding dengan perusahaan kecil.

### **Years**

Years menunjukkan usia perusahaan sampel. Dalam penelitian ini years dihitung berdasarkan usia perusahaan sejak pertama terdaftar di pasar modal. Berdasarkan hasil statistik deskriptif variabel penelitian rata-rata usia perusahaan sampel tergolong usia yang sudah cukup matang yaitu 39.86 tahun.

### **Uji Asumsi Klasik**

#### **Uji Normalitas**

Uji normalitas dilakukan dengan uji *one-sample Kolmogorov-Smirnov*. Hasil menunjukkan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 sehingga dapat dikatakan bahwa residual data kedua model regresi terdistribusi normal.

#### **Uji Multikolinearitas**

Pengujian multikolinearitas dalam penelitian ini dilakukan dengan uji nilai *tolerance* dan lawannya *variance inflation factor* (VIF). Model regresi bebas dari asumsi multikolinearitas jika nilai VIF dari variabel bebas kurang dari 10 dan nilai *tolerance* kurang dari 1. Berdasarkan output hasil pengujian dengan SPSS menunjukkan bahwa nilai VIF semua variabel tidak ada yang > 10, dan nilai *tolerance* tidak lebih dari 1, hal ini menunjukkan bahwa keseluruhan variabel tidak mengandung multikolinearitas.

#### **Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Model regresi yang baik bila tidak ada problem autokorelasi. Hasil runs test menunjukkan secara keseluruhan model regresi tidak mengandung autokorelasi yang tampak pada nilai signifikansinya yang lebih besar dari tingkat yang disyaratkan yaitu 0,05.

#### **Uji Heteroskedastisitas**

Model regresi yang baik adalah yang tidak mengandung heteroskedastisitas atau model harus homoskedastisitas. Salah satu cara yang digunakan untuk mengetahui keberadaan heteroskedastisitas adalah dengan uji glejser. Hasil uji glejser menunjukkan bahwa variabel CGPI untuk model kedua nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05 artinya variabel tersebut mengandung heteroskedastisitas, sedangkan variabel yang lain untuk kedua model yaitu total asset, *years* dan *book to market* probabilitas signifikansinya lebih besar dari 0,05 berarti seluruh variabel ini bebas dari asumsi heteroskedastisitas. Dikarenakan CGPI adalah merupakan variabel utama dan berupa skor penilaian maka peneliti tidak melakukan transformasi variabel.

### Hasil Analisis Regresi

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh CGPI terhadap leverage dengan variabel kontrol ukuran perusahaan yang diproksikan dengan total aktiva, usia perusahaan dan book to market. Hasil pengujian dengan program SPSS menunjukkan output berikut ini:

**Tabel 3**  
**Hasil Uji F (Uji Model) model D/TA**

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.862	4	.215	5.083	.001 <sup>a</sup>
	Residual	3.179	75	.042		
	Total	4.041	79			

a. Predictors: (Constant), Years, Book To Market, Log\_TA, CGPI

b. Dependent Variable: D/TA

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.462 <sup>a</sup>	.213	.171	.2058862977268

a. Predictors: (Constant), Years, Book To Market, Log\_TA, CGPI

b. Dependent Variable: D/TA

**Tabel 4**  
**Hasil Uji F (Uji Model) model D/TE**

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.007	4	1.752	2.703	.038 <sup>a</sup>
	Residual	42.772	66	.648		
	Total	49.779	70			

a. Predictors: (Constant), Log\_TA, CGPI, Book To Market, Years

b. Dependent Variable: D/TE

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.375 <sup>a</sup>	.141	.089	.8050257241549

a. Predictors: (Constant), Log\_TA, CGPI, Book To Market, Years

b. Dependent Variable: D/TE

Berdasarkan hasil uji F untuk menguji model regresi seperti tampak pada tabel 3 dan 4 menunjukkan bahwa nilai F hitung sebesar 5.083 dan 2.703 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.001 dan 0.038. Kedua tingkat signifikansi tersebut lebih kecil dari 0.05 yang berarti bahwa model regresi dinyatakan fit. Hal ini menunjukkan bahwa model dengan variable independen CGPI, variable control *book to market*, total aktiva dan umur perusahaan serta variable dependen leverage adalah linier. Artinya GCPI dan variable kontrol dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan leverage. Daya penjas dapat dilihat dari adjusted R square. Adjusted R square untuk model D/TA sebesar 0.171 atau 17.1%, artinya variasi D/TA yang dapat dijelaskan oleh variasi CGPI, *book to market*, total aktiva dan umur perusahaan adalah sebesar 17.1% dan sisanya 82.9% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Sedangkan untuk model D/TE nilai adjusted R square 0.089 atau 8.9%, artinya variasi D/E yang dapat dijelaskan oleh variasi CGPI, *book to market*, total aktiva dan umur sebesar 8.9% dan sisanya 91.1% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Kemampuan memprediksi dari variable independen dapat dilihat dari uji t seperti dtunjukkan di table 5 dan 6 berikut ini.

**Tabel 5**  
**Hasil Uji t (Uji Parsial) model D/TA**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.199	.261		.763	.448		
CGPI	-.003	.001	-.279	-2.686	.009	.975	1.026
Log_TA	.086	.039	.228	2.210	.030	.987	1.013
Book To Market	-.013	.005	-.267	-2.603	.011	.995	1.005
Years	.000	.001	-.054	-.515	.608	.959	1.043

a. Dependent Variable: D/TA

**Tabel 6**  
**Hasil Uji t (Uji Parsial) model D/TE**

Coefficients <sup>a</sup>							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.131	1.058		-.124	.902		
CGPI	-.009	.004	-.244	-2.113	.038	.974	1.027
Years	-.004	.004	-.105	-.905	.369	.968	1.033
Book To Market	.015	.024	.070	.613	.542	.985	1.015
Log_TA	.326	.157	.238	2.076	.042	.987	1.013

a. Dependent Variable: D/TE

Hasil uji t (parsial) atas masing-masing variabel yang tampak pada tabel 5 dan 6 menunjukkan bahwa variabel CGPI mempunyai tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 yang berarti bahwa  $H_0$  ditolak, artinya CGPI berpengaruh signifikan terhadap leverage. Sedangkan untuk variabel control hanya years (umur) perusahaan pada model D/TA serta years dan BM pada model D/TE yang tidak signifikan. Persamaan kedua regresi linier tersebut adalah sebagai berikut:

$$1. D/TA = -0.003 CGPI + 0.086 \text{ Log TA} - 0.013 \text{ BM}$$

$$2. D/TE = -0.009 CGPI + 0.326 \text{ Log TA}$$

Berdasarkan kedua persamaan, dapat dijelaskan bahwa GCPI mempunyai pengaruh negative terhadap leverage. Artinya menurunnya kualitas corporate governance akan meningkatkan tingkat leverage dan sebaliknya meningkatnya kualitas corporate governance akan menurunkan tingkat leverage. Total Aset mempunyai pengaruh positif terhadap leverage. Semakin besar perusahaan, semakin tinggi leveragenya. Sedangkan yang terakhir adalah Book to Market mempunyai pengaruh negative terhadap D/TA.

### **Pembahasan dan Diskusi**

Temuan mengenai pengaruh negative GCPI terhadap leverage perusahaan dalam penelitian ini mendukung Harford (2005), dan Black et. al (2003) tetapi tidak mendukung temuan dari Sayidah & Pujiati (2008), Litov (2005), Salman & Farid (2007). Harford (2005) menemukan perusahaan dengan hak pemegang saham yang kuat (hak manajerial yang lemah) percaya lebih banyak pada ekuitas untuk memenuhi kebutuhan pembiayaannya dan lebih sedikit menerbitkan hutang. Perusahaan dengan pemegang saham yang lemah (hak manajerial yang kuat) mempunyai cadangan kas yang lebih kecil dan meningkatkan kas dalam jumlah yang lebih besar dari aktivitas pembiayaan hutang.



Black et.al (2003) menemukan leverage dan kualitas *corporate governance* mempunyai hubungan negative atau berlawanan. Semakin tinggi CGPI maka rasio hutang semakin rendah. Sedangkan penelitian Salman dan Farid (2007) menemukan CGPI secara signifikan tidak mempengaruhi leverage perusahaan. Sayidah & Pujiati (2008) dan Litov (2005) menunjukkan adanya bukti bahwa *corporate governance* yang buruk berhubungan dengan leverage/rasio hutang yang lebih kecil. Artinya *corporate governance* yang baik berhubungan dengan leverage/rasio hutang yang lebih besar. Perusahaan dengan *corporate governance* yang baik adalah perusahaan dimana hak pemegang saham adalah kuat.

Masih kontroversialnya hasil penelitian ini menarik untuk didiskusikan. Pertama perbedaan temuan bisa disebabkan karena perbedaan metode penelitian terutama sampel yang diambil. Bagaimanapun seorang peneliti tidak akan mampu mengambil sampel yang seratus persen representative. Sampel antar peneliti tentu saja berbeda karakteristiknya akibat perbedaan ruang dan waktu ketika penelitian dilakukan. Penelitian selanjutnya masih sangat diperlukan untuk tujuan generalisasi.

Kedua, apabila dikaitkan dengan hipotesis *bonus plan* temuan ini menunjukkan bahwa hipotesis tersebut masih perlu dibuktikan secara terus menerus. Dalam hipotesis *bonus plan*, manajer akan cenderung untuk memaksimalkan utilitasnya (bonus) dengan cara melakukan manajemen laba. Manajer akan menaikkan *reported net income* dengan beberapa cara. Salah satunya adalah menurunkan hutang usaha atau kewajiban akrual. Misalnya dengan alasan kondisi lebih baik manajer optimis sehingga cadangan klaim garansi akan diturunkan (Scott, 2000). Perilaku oportunistik seperti ini akan sangat mungkin terjadi di perusahaan yang kualitas *corporate governance*nya rendah. Tetapi untuk perusahaan yang *corporate governance*nya baik, manajer akan mempunyai ruang yang lebih sempit untuk melakukan ini. Pemegang saham mempunyai hak yang kuat sehingga kontrol terhadap manajemen dapat dilakukan dengan ketat. Implikasinya hipotesis *bonus plan* akan sangat mungkin diuji dengan mempertimbangkan kualitas *corporate governance*.

Ketiga, perbedaan temuan menunjukkan bahwa memburuknya atau membaiknya kualitas *corporate governance* akan bisa meningkatkan maupun menurunkan leverage. Temuan adanya pengaruh negative (Sayidah & Pujiati, 2008; Litov, 2005) dan positive (penelitian ini, Harford, 2005; dan Black et. Al, 2003) antara kualitas *corporate governance* dan leverage menunjukkan control terhadap manajer dalam perusahaan yang *corporate governance*nya baik tidak cukup untuk mengubah perilaku manajer yang oportunistik (misalnya menurunkan cadangan klaim garansi). Ada nilai-nilai dalam diri manajer yang sangat mungkin mempengaruhi perilakunya. Nilai-nilai tersebut misalnya kejujuran, amanah, tanggung jawab kepada Tuhan. Tanpa ada control yang kuatpun

manajer yang mempunyai nilai-nilai tersebut tidak akan melakukan perilaku oportunistik dengan menaikkan leverage yang bertujuan memaksimalkan utilitasnya.

Keempat, walaupun temuan ini menunjukkan adanya pengaruh positif kualitas corporate governance dan leverage tetapi adjusted R squarenya kecil. Hal ini menunjukkan masih banyak factor lain yang dapat menjelaskan tingkat leverage. Diantara factor-faktor tersebut telah didiskusikan.

Mengenai variable control, temuan menunjukkan TA dan Years yang mempunyai pengaruh negatif terhadap leverage, sementara BM mempunyai pengaruh negatif. Total aktiva menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Semakin besar perusahaan akan ditandai dengan besarnya jumlah aktiva, semakin kecil perusahaan maka jumlah aktiva juga semakin kecil. Secara teori jika jumlah aktiva semakin tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan semakin besar dan pada akhirnya juga semakin dipercaya oleh masyarakat, kreditor dan investor. Dengan demikian kemampuan untuk memperoleh hutang juga akan semakin tinggi.

## **KESIMPULAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN**

### **Kesimpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh kualitas corporate governance terhadap leverage perusahaan. Kualitas corporate governance yang merupakan variabel independen diproksi dengan skor CGPI (Corporate Governance Perception Index) yang dikeluarkan oleh IICG (Indonesian Institute of Corporate Governance). Leverage perusahaan diproksi dengan rasio hutang terhadap total aktiva (D/TA), rasio hutang terhadap ekuitas (D/E), rasio laba terhadap beban bunga dan rasio penutupan bunga. Sampel yang digunakan adalah perusahaan non perbankan dan lembaga keuangan yang mempunyai pemeringkatan CGPI tahun 2001-2007. Untuk tahun 2003-2007 sampel meliputi pemeringkatan CGPI yang dipublikasikan oleh majalah Swa sembada.

Hasil analisis statistik regresi menunjukkan CGPI berpengaruh negatif terhadap leverage. Membaiknya kualitas corporate governance akan menurunkan leverage. Pemegang saham mempunyai hak kuat di perusahaan dengan *corporate governance* baik. Hak pemegang saham yang kuat (hak manajerial yang lemah) percaya lebih banyak pada ekuitas untuk memenuhi kebutuhan pembiayaannya dan lebih sedikit menerbitkan hutang. Perusahaan dengan pemegang saham yang lemah (hak manajerial yang kuat) mempunyai cadangan kas yang lebih kecil dan meningkatkan kas dalam jumlah yang lebih besar dari aktivitas pembiayaan hutang.

### **Keterbatasan Penelitian**

Ada beberapa keterbatasan dalam penelitian ini sehingga masih diperlukan penelitian selanjutnya.

Beberapa keterbatasan antara lain:

1. pertama, penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan yang masuk dalam publikasi pemeringkatan CGPI tahun 2001-2007 yang dilakukan majalah Swa sembada dimana sampel tahun 2003-2005 hanya mendapatkan sampel yang masuk dalam pemeringkatan 10 besar sedangkan data perusahaan yang masuk non 10 besar tidak didapatkan peneliti. Penelitian selanjutnya dapat mengambil sampel seluruh perusahaan yang bersedia disurvey oleh IICG.
2. Variabel dependen yang digunakan hanya leverage. Penelitian selanjutnya dapat menambah variabel dependen misalnya kinerja perusahaan yang diuji bersama-sama dengan leverage.
3. Penelitian ini hanya memasukkan perusahaan non bank dan lembaga keuangan. Penelitian selanjutnya dapat memasukkan perusahaan perbankan dan lembaga keuangan non bank.

## DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, Ronald C. dkk., 2000, Corporate Governance and Firm Diversification, *Financial Management*, Spring, Hal. 5-22.
- Ashbaugh, Hollis dkk, 2004, Corporate Governance and Cost of Equity Capital, SSRN, Desember.
- Black, Bernard. dkk., 2005, Does Corporate Governance Predict Firm's Market Values? Evidence From Korean, *Working Paper*.
- Coglianesi, Carry dkk., 2004, *The Role of Government in Corporate Governance*, Havard University.
- Chung, 1993, Assets Characteristics and Corporate Debt Policy, *Journal of Bussiness Finance and Accounting*, Hal.83-98.
- Darmawati dkk., 2005, Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 8, No. 6, Hal. 65-81.
- Fidyati, Nisa, 2003, Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Ekonomi, Manajemen & Akuntansi* Vol. 1 No.1, Hal. 17-33.
- Friend, I and L. Lang, 1988, Determinant of Capital Structure. *Research in Finance*, Hal. 1-19
- Forker, John J., 1992, Corporate Governance and Disclosure Quality, *Accounting and Business Research*, Vol. 22, No. 86, Hal. 111-124.
- Hart, O., 1995, Corporate Governance: Some Theory and Implication, *Economic Journal*, 105, Hal. 678-689.
- Kelley, dkk, Accountability and Value Creation Roles of Corporate Governance, [www.ssm.com](http://www.ssm.com)
- Klapper, Leora dan Love Inessa, 2002, Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Market, *World Bank Policy Research Working Paper*, April.
- Lambert, C dan Sponem, S, 2006, *Corporate governance and profit manipulation: a French field study*, *Critical Perspectives on Accounting* 16: 717-748
- Litov, Lubomir, 2005, Corporate Governance and Financing Policy: New Evidence, *New York University Working Paper*, Maret.
- Majalah Swa-sembada, 2004, Edisi 04 / XX / 19 Feb – 3 Maret.
- Majalah Swa-sembada, 2005, Edisi 09 / XXI / 28 April – 11 Mei.
- Majalah Swa-sembada, 2006, Edisi 26 / XXII / 11 – 20 Desember
- Majalah Swa-sembada, 2008, Edisi 01 / XXIV / 9 – 3 Januari  
IICG, Laporan GCPI 2007

PriceWaterhouse Coopers, Prinsip-prinsip Penerapan Good Corporate Governance di BUMN,  
Makalah pelatihan yang disampaikan di PT. Krakatau Steel pada tanggal 7 November 2000.

Short, Helen dkk., 1999, Corporate Governance: From Accountability to Enterprise, *Accounting and Business Research*, Vol. 29, No. 4, Hal. 337-352.

Siauw Hong, 2005, Rahasia Sukses Value Creation Adhi Karya, Jakarta: Ray Indonesia.

Sulistiyanto, H. Sri dan Linggar Y. Nugrahni, 2002, Good Corporate Governance: Berhasilkah diterapkan di Indonesia, *Konvensi III dan Forum Komunikasi Hasil Penelitian ITS dan Akademi Manajemen Indonesia*, Penerbit Guna Widya, Hal. 1-7.

Suranta, Edy dan P.P. Midiastuti, 2005, Corporate Governance, Earning dan Return Saham, *Simposium Riset Ekonomi II*

Tim Corporate Governance BPKP, 2003, *Modul 1 GCG: Dasar-Dasar Corporate Governance*, Penerbit BPKP.

Waluyo, Agus Joko dan Hermeindito Ka,aro, Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen Serta Leverage Terhadap Keputusan Pendanaan, 2002, *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 2 No. 1, Hal. 1-19.

# GCG dan Rasio Utang

## ORIGINALITY REPORT

11%

SIMILARITY INDEX

11%

INTERNET SOURCES

2%

PUBLICATIONS

%

STUDENT PAPERS

## PRIMARY SOURCES

1	<a href="https://repository.uki.ac.id">repository.uki.ac.id</a> Internet Source	3%
2	<a href="https://library.um.ac.id">library.um.ac.id</a> Internet Source	3%
3	<a href="https://danielstephanus.wordpress.com">danielstephanus.wordpress.com</a> Internet Source	2%
4	<a href="https://nanopdf.com">nanopdf.com</a> Internet Source	2%
5	<a href="https://repository.stei.ac.id">repository.stei.ac.id</a> Internet Source	2%

Exclude quotes On

Exclude matches < 2%

Exclude bibliography Off