

Peran Tata Kelola Perusahaan dan Risiko Sistematis terhadap Masalah Keagenan

Ari Purwanti
Universitas Dian Nusantara
ari.purwanti@undira.ac.id

Abstrak

Upaya untuk meminimalkan risiko yang dihadapi perusahaan dalam rangka menurunkan masalah agensi melalui tata kelola perusahaan yang baik, mendorong penelitian ini untuk menyelidiki peran tata kelola perusahaan dan risiko sistematis pada biaya ekuitas pada perusahaan-perusahaan yang berinisiatif mengikuti program pemeringkatan di IICG. Dengan menggunakan regresi berganda untuk melihat bagaimana tata kelola dan risiko sistematis mempengaruhi biaya ekuitas sebagai proksi dari masalah keagenan. Hasilnya membuktikan secara empiris bahwa risiko sistematis memberikan pengaruh negatif signifikan pada biaya ekuitas. Sementara, tata kelola perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap biaya ekuitas. Hasil ini memberikan implikasi perlunya evaluasi kualitas peran tata kelola perusahaan yang lebih memadai untuk menurunkan masalah keagenan dan peran risiko sistematis dapat menurunkan biaya ekuitas.

Kata kunci: tata kelola, risiko sistematis, biaya ekuitas.

Abstract

Efforts to minimize the risks faced by companies in order to reduce agency problems through good corporate governance, prompted this research to investigate the role of corporate governance and systematic risks to the cost of equity in companies that take the initiative to participate in rating programs at IICG. By using multiple regression to see how systematic governance and risk affect the cost of equity as a proxy of agency issues. The results prove empirically that systematic risks exert a significant negative influence on the cost of equity. Meanwhile, corporate governance has an insignificant effect on the cost of equity. These results have implications for the need for a more adequate evaluation of the quality of corporate governance roles to lower agency issues and the role of systematic risks can lower equity costs.

Keywords: governance, systematic risk, cost of equity.

Pendahuluan

Pada upaya mengeliminasi masalah keagenan, teori keagenan memberikan arahan dalam tujuan untuk menyelaraskan kepentingan pemilik dengan kepentingan agen, maka perusahaan dapat menjalankan mekanisme insentif dan mekanisme pemantauan (Shleifier dan Vishny, 1986). Penelitian ini mencoba menyelidiki bagaimana mekanisme pemantauan dapat mengurangi masalah keagenan dengan cara menurunkan biaya ekuitas melalui proksi Capital Asset Pricing Model (CAPM) pada

penelitian Lintner (1975) dan Sharpe (1964). Pada penelitian sebelumnya telah banyak memberikan membuktikan bahwa tata kelola perusahaan memberikan pengaruh yang berbeda-beda terhadap tingkat biaya ekuitas (Srivastava et al., 2019; Adiputra et al., 2017; Regalli dan Soana, 2012).

Biaya ekuitas merupakan bagian dari biaya modal (cost of capital) yang didiskontokan pada saat evaluasi pengambilan keputusan penganggaran modal dan valuasi saham. Sehingga, bila tingkat diskonto tinggi, itu membuat nilai sekarang

bersih dan tingkat pengembalian internal lebih rendah, yang mengakibatkan penolakan bahkan proyek keuangan yang layak. Hal ini mengakibatkan pertumbuhan yang rendah dan pemanfaatan sumber daya keuangan yang tidak efisien di perusahaan (Ross et al., 1996).

Kondisi ini tentunya menjadi perhatian penting bagi para pemegang saham. Bagaimana investor yang menghindari risiko memilih portofolio yang seharusnya membantu mereka memaksimalkan pengembalian yang diharapkan selaras dengan tingkat risiko portofolio yang dapat diterima secara individual (Teori Portofolio Modern). Dalam konteks ini, teori pasar modal berusaha memberikan landasan teoritis generik untuk mengungkapkan hubungan antara pengembalian yang diharapkan dan risiko investasi. Portofolio yang optimal didefinisikan dan disebut sebagai portofolio tertentu yang memberikan pengembalian yang diharapkan memuaskan, mengingat tingkat risiko tertentu (Markowitz, 1952). Pemegang saham/investor harus memprediksi pengembalian dan porsi risiko yang sistematis dengan menggunakan alat atau model yang berfungsi dengan baik berdasarkan satu atau lebih faktor (risiko) sebagai penentu pengembalian yang diharapkan, di antaranya dengan menggunakan dasar CAPM (capital asset-pricing model). Semua risiko yang tidak sistematis atau istimewa dapat dihilangkan atau diminimalkan melalui diversifikasi portofolio yang memadai. Sehingga portofolio hanya memiliki risiko yang sistematis atau tidak dapat diversifikasi. Dengan demikian hubungan antara risiko dan pengembalian mengklaim bahwa pengembalian saham yang lebih tinggi dikaitkan dengan tingkat risiko sistematis yang lebih tinggi.

Melalui tata kelola yang memadai, perusahaan yang diatur dengan lebih baik

memiliki akses yang lebih besar ke keuangan, biaya modal yang lebih rendah, kinerja yang lebih baik, dan perlakuan yang lebih menguntungkan bagi semua pemangku kepentingan (Claessens dan Yurtoglu, 2013) melalui peningkatan arus kas yang diharapkan (Zhu, 2014). Sejalan dengan literatur yang ada, penelitian ini mencoba menyelidiki pengaruh atribut tata kelola perusahaan yang telah terindeks oleh organisasi Indonesian Institute for Corporate Governance terhadap biaya dan tingkat risiko dengan menggunakan CAPM terhadap biaya ekuitas suatu perusahaan.

Penelitian ini memberikan kontribusi pada penggunaan indeks yang diterbitkan oleh Indonesian Institute for Corporate Governance – GCPI pada pengukuran tata kelola dan menambahkan variabel risiko sistematis dalam menyelidiki tingkat biaya ekuitas sebagai proksi dari bagaimana mengeliminasi masalah keagenan.

Kerangka Teori dan Pengembangan Hipotesis

Teori agensi memberikan landasan untuk penelitian ini. Teori agensi berbicara tentang meningkatkan kualitas tata kelola mengurangi biaya agensi, menurunkan risiko, meningkatkan akses ke sumber daya keuangan dan menurunkan biaya ekuitas. Prinsip-prinsip tata kelola perusahaan mulai dikembangkan OECD untuk membantu pemerintah dalam menciptakan kerangka hukum dan peraturan untuk tata kelola perusahaan di setiap negara. Prinsip-prinsip tata kelola menyoroti aspek-aspek penting dari karakteristik khusus perusahaan yang harus dipertimbangkan saat merancang struktur tata kelola perusahaan yang spesifik untuk perusahaan atau negara. Aspek utama yang termasuk adalah tanggung jawab dewan, pengungkapan dan transparansi, peran pemangku kepentingan dalam tata kelola perusahaan, perlindungan hak-hak pemegang saham dan peran perantara pasar.

Mengikuti prinsip-prinsip ini, berbagai negara merancang seperangkat standar tata kelola perusahaan mereka sendiri untuk memastikan bahwa praktik terbaik diikuti. Indonesia, sebagai anggota G-20, memperkenalkan seperangkat norma tata kelola perusahaan yang sejalan dengan prinsip-prinsip OECD.

Sistem hukum penting bagi tata kelola perusahaan dan mereka mengarah pada variasi yang signifikan dalam undang-undang perlindungan investor di seluruh negara (La Porta et al., 1998). Beberapa penelitian sebelumnya telah membangun indeks penerapan tata kelola untuk melihat tidak hanya ketaatan perusahaan atas aturan yang berlaku, namun diharapkan organ tata kelola telah berfungsi dengan baik (Ararat et al., 2017 dan Sawicki, 2009). Demikian halnya dengan Indonesia yang juga memiliki indeks pemeringkatan penerapan tata kelola yang mulai dibangun oleh lembaga *Indonesian Institute for Corporate Governance*.

Upaya untuk mencapai kesesuaian terbaik antara kegiatan manajerial dalam pengelolaan perusahaan dan hak pemegang saham sangat terkait dengan nilai pasar perusahaan. Hasil penelitian sebelumnya pun memberikan hasil yang bervariasi (Ararat et al., 2017; Hamza dan Mselmi, 2017; Diavtopoulos dan Fodor, 2016). Selain itu, kualitas tata kelola ditemukan memiliki hubungan negatif dengan risiko total pasar saham dan risiko idiosinkratik dan terdeteksi bahwa ada hubungan antara institusi yang stabil dan berkurangnya fluktuasi pengembalian ekuitas. Hal ini memberikan implikasi bahwa negara-negara yang dengan sistem tata kelola yang lebih baik memiliki pasar saham dengan pengembalian ekuitas yang lebih tinggi dan tingkat risiko yang lebih rendah. Investor membayar premi yang lebih tinggi untuk berinvestasi di perusahaan dengan standar tata kelola perusahaan yang efektif di pasar negara berkembang dan

berkembang, dibandingkan dengan pasar maju (Teti et al., 2016). Tata kelola perusahaan terbukti memberikan pengaruh terhadap biaya ekuitas juga memperlihatkan hasil pengaruh yang bervariasi (Doğan dan Acar, 2020; Gupta et al., 2018;) dan mengendalikan risiko sistematis (Ok dan Kim, 2019). Tata kelola perusahaan memiliki dampak stabil pada volatilitas pengembalian saham yang lebih rendah. Juga ditemukan bahwa tata kelola perusahaan yang lebih baik hanya akan mengurangi volatilitas pengembalian saham untuk perusahaan dengan eksposur asing yang lebih sedikit (Lee et al., 2019). Kebanyakan penelitian menggunakan pengukuran biaya ekuitas yang dianggap masih valid di antaranya adalah dengan menggunakan CAPM (Young dan Saadi, 2011).

Untuk itu, penelitian ini menduga bahwa perusahaan yang memiliki tata kelola yang memadai dapat menurunkan biaya ekuitas. Artinya, semakin baik perusahaan memiliki tata kelola yang memadai, maka semakin rendah masalah keagenan yang timbul karena rendahnya biaya ekuitas.

Ha1: Tata kelola perusahaan memberikan pengaruh signifikan terhadap biaya ekuitas.

Dugaan senada juga terjadi pada tingkat risiko sistematis yang dihadapi perusahaan. Asimetri informasi yang dimiliki investor yang disebutkan dalam teori sinyal membuat investor tidak memiliki informasi tingginya risiko sistematis yang dihadapi perusahaan. CAPM hadir sebagai suatu model yang menghubungkan tingkat return harapan dari suatu asset berisiko, dimana risiko dari asset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang. Oleh karenanya, ekspektasi nilai perusahaan akan tinggi selaras dengan tingkat risiko yang harus ditanggung investor akibat asimetri informasi tersebut. Hal ini yang diduga dapat mempengaruhi naik

turunnya biaya ekuitas. Hal ini diduga perusahaan yang memiliki risiko sistematis, artinya risiko yang tidak dapat terdiversifikasi, maka biaya ekuitasnya juga akan terpengaruh.

Ha2: Risiko sistematis memberikan pengaruh signifikan terhadap biaya ekuitas.

Metode Penelitian

Untuk menguji hipotesis yang dikembangkan, maka penelitian ini akan menggunakan regresi berganda dengan populasi penelitian adalah perusahaan yang berinisiatif untuk mengikuti pemeringkatan yang diselenggarakan IICG atas indeks penerapan tata kelola perusahaan – CGPI (Corporate Governance Perception Index) mulai dari tahun 2015 sampai dengan 2019. Dimulainya penelitian ini dari tahun 2015 karena tahun 2015 dinilai sebagai tonggak perusahaan mulai bangkit dari krisis dan berakhir pada tahun 2019 karena tahun sebelum terjadinya pandemi Covid-19. Hal ini dilakukan karena penelitian ini ingin melihat kualitas tata kelola perusahaan pada situasi dan kondisi yang normal tanpa ada nya faktor eksternal yang dapat mempengaruhi. Asumsinya adalah apabila perusahaan tanpa gangguan faktor eksternal, perusahaan seyogyanya dapat menerapkan peraturan tata kelola dengan memadai.

Selain itu, tingkat biaya ekuitas mulai dari tahun 2015 memperlihatkan cenderung mengalami kenaikan. Fenomena ini yang akan diselidiki lebih lanjut.

Untuk penentuan sampelnya, penelitian ini menggunakan *purposive sampling*, yaitu dengan memilih perusahaan-perusahaan yang konsisten mengikuti CGPI selama 5 tahun tersebut. Hasilnya diperoleh 10 perusahaan yang konsisten mengikuti CGPI, dengan 60% adalah perusahaan perbankan dan 40% adalah perusahaan non-perbankan (tambang, konstruksi, dan telekomunikasi).

Dalam menguji hipotesis yang dikembangkan, penelitian ini menggunakan model regresi berganda sebagai berikut:

$$COE = a_0 + b_1CG + b_2BETA + b_3SIZE + e$$

Adapun operasionalisasi variabel yang digunakan: COE adalah Biaya Ekuitas diukur melalui CAPM dengan mengikuti Sharpe (1964), Lintner (1965), Setiany et al. (2017), dan Young dan Saadi (2011). CG adalah proksi tata kelola perusahaan diukur dengan menggunakan indeks CGPI. BETA (β) adalah risiko sistematis yang mengacu pada Young dan Saadi (2011) dan Shah dan Butt (2009). β telah diukur dengan kovarians sekuritas dan pasar dibagi dengan varians pasar seperti pada persamaan berikut:

$$\beta = \text{Cov Sekuritas \& Pasar} / \text{Var Pasar}$$

Sementara itu, penelitian ini menggunakan SIZE adalah ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol atas biaya ekuitas. Asumsinya adalah ukuran perusahaan dapat sebagai pengendali variasi hasil pengujian biaya ekuitas yang telah terbukti pada penelitian-penelitian sebelumnya.

Pembahasan Hasil Penelitian

Sebelum memaparkan hasil pengujian hipotesis, penelitian ini mencoba untuk memperlihatkan karakter data yang digunakan dalam pengujian hipotesis dalam statistik deskriptif. Data biaya ekuitas dengan menggunakan CAPM memperlihatkan sebaran mulai dari -18,7% sampai dengan 9,5% dengan rata-rata sebesar -0,94%. Kondisi data ini menunjukkan dengan menggunakan pengukuran CAPM, return saham perusahaan sampel memiliki variasi dari negatif return dan positif return. Masih banyak perusahaan sampel yang memiliki return yang diharapkan negatif, meskipun sudah melewati masa krisis. Boleh jadi, hal

ini disebabkan banyak perusahaan terdampak akibat krisis.

Selanjutnya, sebaran data CGPI mulai dari 75,68 sampai dengan 93,29 dengan rata-rata 86.67. Penilaian CGPI menggunakan interval nilai antara 70,00 – 84,99 mendapatkan predikat/kategori sebagai perusahaan “terpercaya” dan interval nilai antara 85,00 – 100 mendapatkan predikat/kategori sebagai perusahaan “sangat terpercaya”. Kondisi ini menunjukkan perusahaan sampel dinilai telah menerapkan tata kelola perusahaan dengan baik karena berada pada interval nilai terpercaya dan sangat terpercaya.

Untuk data risiko sistematis, beta, sebaran data dari -0,264 sampai dengan 4,287 dengan rata-rata 1,25. Kondisi data ini menunjukkan beberapa perusahaan dengan beta negatif adalah saham dengan kepekaan rendah terhadap pasar atau defensif. Apabila IHSG melandai, saham perusahaan justru akan mengalami kenaikan. Sementara, perusahaan dengan beta positif memiliki kepekaan tinggi terhadap pasar atau agresif. Bahkan untuk beta perusahaan yang lebih dari 1 menunjukkan saham perusahaan memiliki volatilitas harga di atas pasar.

Sedangkan, untuk sebaran data ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol, memperlihatkan sebaran logaritma natural total aset dari 8,72 sampai dengan 13,72 dengan rata-rata 11,69. Kebanyakan perusahaan sampel berada pada ukuran dua digit. Artinya, perusahaan yang mengikuti CGPI secara konsisten adalah perusahaan-perusahaan dengan total aset besar.

Setelah deskripsi atas data yang akan digunakan dalam pengujian telah diperoleh, maka penelitian ini mulai menguji asumsi klasik dalam pemodelannya. Hasilnya membuktikan bahwa model yang digunakan terbebas dari semua indikasi heterokedastisitas, autokorelasi, dan multikolinearitas.

Selanjutnya, model penelitian diuji dengan regresi berganda. Hasilnya sebagai berikut.

Variabel	Koefisien	t-sig
Constant	0,052	0,322
CG	0,001	0,430
BETA	-0,060	0,000
SIZE	-0,003	0,070
R-Square	0,945	
Adj R-Square	0,941	
F-test	0,000	
Dependen Variabel: COE		

Hasil pengujian regresi berganda membuktikan model penelitian memiliki kecocokan (goodnes of fit) yang lebih kecil dari alpha 5% dan R-square memperlihatkan bahwa 94,5% biaya ekuitas dapat dijelaskan oleh tata kelola, beta, dan ukuran perusahaan, sedangkan 5,5% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diujikan pada model penelitian.

Hasil t-sig membuktikan tata kelola perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap biaya ekuitas (tidak dapat menolak H_0 pada H_{a1}) dan beta sebagai risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap biaya ekuitas (Tolak H_0 pada H_{a2}). Sedangkan, ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol, berpengaruh negatif signifikan pada alpha 10%.

Berdasarkan hasil pengujian untuk hipotesis, tata kelola perusahaan tidak terbukti dapat secara signifikan mempengaruhi penurunan biaya ekuitas memberikan implikasi bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki penilaian terpercaya, bahkan sangat terpercaya, bahwa mereka telah menerapkan tata kelola perusahaan dengan baik, tidak mendorong penurunan masalah keagenan melalui penurunan biaya ekuitas. Hal ini dapat memberikan indikasi masalah keagenan dapat tetap ada, meskipun penerapan tata

kelola perusahaan telah dilakukan dengan baik.

Hasil ini boleh jadi disebabkan karena menggunakan satu pengukuran, indeks, yang merupakan hasil operasi dari berbagai indikator pengukuran. Sehingga, penelitian ini tidak dapat mengetahui penyebab indikator mana yang membuat dominasi hasil tata kelola perusahaan menjadi tidak memberikan hasil sesuai dengan hipotesis yang dikembangkan secara konstruksi teori yang mendasarinya.

Dalam teori sinyal, pasar akan bereaksi positif saat mengetahui bahwa perusahaan telah dikelola dengan baik, maka return saham perusahaan akan positif, atau sebaliknya. Namun, dengan hasil pengujian ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan predikat sangat terpercaya sekalipun penerapan tata kelolanya, tidak menjamin bahwa masalah keagenannya dapat diminimalkan. Temuan ini juga menyiratkan bahwa jika perusahaan yang mengikuti CGPI lebih fokus pada melengkapi persyaratan kelengkapan dengan mempertimbangkan norma-norma peraturan dan standar keterlibatan sukarela dalam industri, maka akan jauh lebih mudah bagi mereka untuk mengakses modal ekuitas dari pasar.

Indeks ini dapat digunakan untuk menentukan tolok ukur industri dari skor tata kelola perusahaan yang akan memperkenalkan kualitas tata kelola perusahaan sebagai ukuran daya saing yang dapat diukur di antara berbagai perusahaan di industri. Indeks tata kelola perusahaan ini dapat digunakan untuk merancang portofolio investasi dengan menilai dasar kualitas praktik tata kelola perusahaan yang dijalankan perusahaan.

Kemudian untuk pengujian Ha2, hasil pengujian membuktikan biaya ekuitas yang diukur dengan menggunakan CAPM dapat memberikan pengaruh negatif terhadap biaya ekuitas. Hasil ini mendukung hipotesis 2. Dimana, setiap kenaikan risiko sistematis

1%, akan mendorong penurunan ekspektasi tingkat pengembalian sebesar 0,6%. Artinya, tingginya beta yang merupakan ukuran risiko sistematis, dapat mendorong rendahnya biaya ekuitas karena investor menurunkan tingkat pengembalian yang minimum, boleh jadi akibat investor tidak memiliki informasi yang memadai saat melakukan investasi.

Beta, adalah risiko yang tidak dapat terdiversifikasi, akan mendorong investor untuk berhitung tingkat pengembalian minimal yang akan mereka peroleh. Tren pasar dan memahami kondisi makro menjadi hal penting bagi investor. Apabila investor memiliki pemahaman yang kurang memadai mengenai kedua hal tersebut, maka besar kemungkinan investor akan terjebak pada perolehan tingkat pengembalian yang rendah karena biaya modal merupakan tingkat diskonto atas arus kas di masa yang akan datang. Sehingga, seharusnya semakin tinggi risiko akan dapat menaikkan tingkat pengembalian yang diharapkan. Namun, karena risiko yang dihadapi adalah risiko yang tidak terdiversifikasi dan investor tidak memproses semua informasi kuantitatif dan kualitatif, maka kompensasi tingkat pengembalian yang diharapkan boleh jadi akan turun.

Penutup

Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki pengaruh tata kelola dan risiko sistematis terhadap biaya ekuitas sebagai proksi dari bagaimana menurunkan biaya keagenan. Hasilnya membuktikan bahwa pada sample perusahaan yang berinisiatif mengikuti penilaian CGPI secara konsisten 5 tahun berturut-turut, risiko sistematis memberikan pengaruh negatif signifikan terhadap biaya ekuitas (sejalan dengan hipotesis yang dikembangkan). Namun, justru penerapan tata kelola memberikan pengaruh yang tidak signifikan terhadap biaya ekuitas.

Hasil ini memberikan implikasi untuk penelitian selanjutnya untuk menggunakan pengukuran tata kelola yang meliputi beberapa dimensi pengukuran agar dapat melihat dimensi tata kelola mana yang dapat

memberikan pengaruh dominan terhadap upaya perusahaan untuk menurunkan biaya kualitas sebagai proksi dari meminimalkan masalah keagenan.

Daftar Pustaka

- Adiputra, I.M.P., Siregar, S.V. and Wardhani, R. (2017), "Social responsibility disclosure, corporate governance and cost of equity capital", paper presented at the 6th International Accounting Conference (IAC 2017), Atlantis Press.
- Ararat, M., Black, B. and Yurtoglu, B. (2017), "The effect of corporate governance on firm value and profitability: time-series evidence from Turkey", *Emerging Markets Review*, Vol. 30, pp. 113-132.
- Claessens, S. and Yurtoglu, B. (2013), "Corporate governance in emerging markets: a survey", *Emerging Markets Review*, Vol. 15, pp. 1-33.
- Diavatopoulos, Dean, and Andy Fodor. (2016). Does Corporate Governance Matter for Equity Returns? *Journal of Accounting and Finance* 16: 39–59.
- Doğan, Berna, and Melek Acar. (2020). The impact of corporate governance on cost of capital: An application on the firms in the manufacturing industry in Borsa Istanbul. *CES Working Papers* 12: 65–88.
- Gupta, Kartick, Chandrasekhar Krishnamurti, and Alireza Tourani-Rad. (2018). Financial Development, corporate governance and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 14: 65–82.
- Hamza, Taher, and Nada Mselmi. (2017). Corporate Governance and Equity Prices: The Effect of Board of Directors and Audit Committee Independence. *Management International* 21: 152–64.
- Markowitz, Harry. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance* 7: 71–91.
- La Porta, R., Silanes, F.L., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106 No. 6, pp. 1113-1155.
- Lee, See-Nie, Chee-Wooi Hooy, and Fauziah Md Taib. (2019). The Effect of Corporate Governance on Firm Stock Volatility. *Journal of Asia-Pacific Business* 20: 25–47.
- Lintner, J. (1975), *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets Stochastic Optimization Models in Finance*, Elsevier, pp. 131-155.
- Ok, Youngkyung, and Jungmu Kim. (2019). Which Corporate Social Responsibility Performance Affects the Cost of Equity? Evidence from Korea. *Sustainability Journal* 11: 2947.
- Regalli, M. and Soana, M.-G. (2012), "Corporate governance Quality and Cost of Equity in financial companies", *International Journal of Business Administration*, Vol. 3 No. 2, pp. 1-15, doi: 10.5430/ijba.v3n2p2.

Ari Purwanti : 1023 - 1030

Ross, S.A., Westerfield, R. and Jaffe, J.F. (1996), *Corporate Finance*, Irwin Professional Publishing, Chicago, IL

Sawicki, J. (2009), “Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis”, *The European Journal of Finance*, Vol. 15 No. 2, pp. 211-230.

Setiany, E., Suhardjanto, D., Lukviarman, N. and Hartoko, S. (2017), “Board independence, voluntary disclosure, and the Cost of Equity Capital”, *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol. 6 No. 4, pp. 389-399.

Sharpe, W.F. (1964), “Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk”, *The Journal of Finance*, Vol. 19 No. 3, pp. 425-442.

Shleifier, A. and Vishny, R.W. (1986), “Large shareholders and corporate control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 94 No. 3, pp. 461-488.

Srivastava, V., Das, N. and Pattanayak, J.K. (2019), “Impact of corporate governance attributes on cost of equity: evidence from an emerging economy”, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 34 No. 2, pp. 142-161.

Zhu, F. (2014), “Corporate governance and the cost of capital: an international study”, *International Review of Finance*, Vol. 14 No. 3, pp. 393-429.