



ANALISIS PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN DENGAN VARIABEL KONTROL UKURAN PERUSAHAAN DAN *GROWTH OPPORTUNITY* (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2009-2013)

Nobert Steven Sinaga, Prasetiono¹
nobertstevensinaga@gmail.com

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to determine the effects of corporate governance mechanism on the financial performance of manufacturing companies with control variables firm size and growth opportunity. Financial performance is proxied by Cash Flow Return On Assets (CFROA) as a measure of financial performance based on the company's operations.

The sample in this study were manufacturing companies listed in Indonesian Stock Exchange (IDX) in the periode 2009-2013. The number of sample used were 20 companies listed were taken by purposive sampling. The method of analysis of this research used multiple linear regression.

The result of this research showed that board of directors had positive and significant influence to CFROA; board of commissioners and firm size had positive and not significant influence to CFROA; institutional ownership had negative and significant influence to CFROA; meanwhile managerial ownership and Growth Opportunity had negative and not significant influence to CFROA.

Keywords: Corporate Governance, Board of Commissioners, Board of Directors, Institutional Ownership, Managerial Ownership, Firm Size, Growth Opportunity, CFROA

PENDAHULUAN

Kinerja perusahaan merupakan suatu gambaran tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis dengan alat-alat analisis keuangan, sehingga dapat diketahui mengenai baik buruknya keadaan keuangan suatu perusahaan yang mencerminkan prestasi kerja dalam periode tertentu. Hal ini sangat penting agar sumber daya digunakan secara optimal dalam menghadapi perubahan lingkungan. Penilaian kinerja keuangan merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan oleh pihak manajemen agar dapat memenuhi kewajibannya terhadap para penyandang dana dan juga untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan oleh perusahaan (Dwiermayanti, 2009). Kinerja keuangan perusahaan merupakan prestasi kerja yang telah dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode tertentu dan tertuang dalam laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan (Anggitasari dan Mutmainah, 2012).

Dalam hubungannya dengan kinerja, laporan keuangan sering dijadikan dasar untuk penilaian kinerja perusahaan. Salah satu jenis pengukuran kinerja keuangan perusahaan adalah dengan metode analisa *cash flow ratio*. Agar dapat menganalisis kinerja keuangan perusahaan dengan metode analisis rasio-rasio *cash flow*, maka Laporan Arus Kas yang memuat dinamika *cash flow* perlu dipilah kedalam kelompok aktivitas utama yang dinamakan *trichotomy cash flows* (Nurnberg dan LargayIII, 1996; Figlewics dan Zeller, 1991; Ikatan Akuntan Indonesia, 1994: PSAK No.2). Hal ini mengacu pada aktivitas pokok perusahaan yang berkaitan dengan tiga

¹ Corresponding author



keputusan pokok perusahaan : 1) *operating decision* 2) *investing decision* dan 3) *financing decision*.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori keagenan merupakan konsep dasar dari *corporate governance*, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana mereka (investor) yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan mencuri, menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana atau kapital yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny 1997). Dapat ditarik kesimpulan bahwa penerapan *corporate governance* dapat menekan atau menurunkan biaya keagenan (*agency cost*).

Teori keagenan dilandasi oleh beberapa asumsi (Eisenhardt, 1989). Asumsi-asumsi tersebut dibedakan menjadi tiga jenis, yaitu asumsi tentang sifat manusia, asumsi keorganisasian dan asumsi informasi. Asumsi sifat manusia menekankan bahwa manusia memiliki sifat mementingkan diri sendiri (*self interest*), manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*). Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria efektivitas dan adanya asimetri informasi antara principal dan agent. Asumsi informasi adalah bahwa informasi sebagai barang komoditi yang dapat diperjualbelikan. Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia dijelaskan bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara prinsipal dan agen.

Dewan Komisaris

Dewan komisaris sebagai puncak dari sistem pengelolaan internal perusahaan, memiliki peranan terhadap aktivitas pengawasan. Dewan komisaris dapat melakukan tugasnya sendiri maupun dengan mendelegasikan kewenangannya pada komite yang bertanggung jawab pada dewan komisaris. Peran dewan komisaris dalam suatu perusahaan lebih ditekankan pada fungsi monitoring dari implementasi kebijakan direksi. Peran komisaris ini diharapkan akan meminimalisir permasalahan agensi yang timbul antara dewan direksi dengan pemegang saham.

Dewan Direksi

Dewan direksi perusahaan memiliki pengaruh cukup besar dalam proses pengambilan keputusan perusahaan. Oleh karena itu, agar pengambilan keputusan dapat dilakukan dengan tepat dan cepat, maka komposisi jumlah dewan direksi harus diperhatikan. Keanggotaan dewan direksi terdiri atas beberapa direktur dan dipimpin oleh seseorang sebagai direktur utama atau CEO (*Chief Executive Officer*). Direksi bertugas dan bertanggungjawab untuk mengelola perusahaan.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Monitoring tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen Sujono dan Soebiantoro (2007). Struktur kepemilikan manajerial dapat dijelaskan melalui dua sudut pandang, yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan ketidakseimbangan. Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu instrumen atau alat yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim terhadap sebuah perusahaan. Pendekatan

ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dengan *outsider* melalui pengungkapan informasi didalam perusahaan.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan salah satu variabel penting dalam pengelolaan perusahaan. Ukuran perusahaan mencerminkan seberapa besar penjualan yang diperoleh perusahaan. Penjualan merupakan kegiatan utama suatu perusahaan yang memiliki pengaruh strategis terhadap perusahaan dan berkaitan dengan kompetisi dalam industri. Agar dapat melakukan penjualan perusahaan membutuhkan aktiva perusahaan. Peningkatan penjualan harus diikuti dengan peningkatan aktiva perusahaan (Weston dan Brigham, 1998).

Growth Opportunity

Perusahaan yang memiliki tumbuh tinggi pada umumnya membutuhkan dana eksternal untuk melakukan ekspansi, sehingga mendorong perusahaan untuk melakukan perbaikan dalam penerapan *corporate governance* dalam rangka untuk menurunkan biaya modal (La Porta *et al.*, 1999; Klapper dan Love, 2002; Himmelberg *et al.*, 1999; Himmelberg *et al.*, 2001). Jika nilai Tobin's Q lebih tinggi untuk perusahaan yang memiliki kesempatan tumbuh tinggi, hal ini bisa disebabkan adanya endogenitas pada variabel *corporate governance* dalam asosiasi antara *corporate governance* dengan kinerja. Perusahaan yang memiliki kemampuan tumbuh atau berinvestasi akan lebih *profitable* yang pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja yang baik pada perusahaan (Sabrinna, 2010).

Cash Flow Return On Assets (CFROA)

Salah satu pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan metode analisa *cash flow ratio* yang berguna untuk mengetahui kas yang dihasilkan oleh perusahaan dengan asset yang tersedia (Giacomino dan Mielke, 1993). Peningkatan kinerja keuangan (CFROA) menunjukkan bahwa perusahaan dapat menjaga kinerjanya dengan baik dan menggambarkan efektivitas penggunaan aset perusahaan. Dalam hal ini arus kas mempunyai nilai lebih untuk menjamin kinerja perusahaan di masa mendatang. Pradhono (2004) menyatakan bahwa arus kas (*cash flow*) menunjukkan hasil operasi yang dananya telah diterima tunai oleh perusahaan serta dibebani dengan beban yang bersifat tunai dan benar-benar sudah dikeluarkan oleh perusahaan. *Cash Flow Return On Asset* (CFROA) merupakan salah satu pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan metode analisa *cash flow ratio* yang merupakan bagian dari rasio efisiensi, dan berguna untuk mengetahui kas yang dihasilkan oleh perusahaan dengan asset yang tersedia (Giacomino dan Mielke, 1993).

Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap Kinerja Keuangan

Peran dewan komisaris dalam suatu perusahaan lebih ditekankan pada fungsi monitoring dari implementasi kebijakan direksi. Peran komisaris ini diharapkan akan meminimalisir permasalahan agensi yang timbul antara dewan direksi dengan pemegang saham. Menurut Jensen (1993) bahwa fungsi monitoring yang dilakukan oleh komisaris diambil dari teori agensi. Dari perspektif teori agensi, dewan komisaris mewakili mekanisme internal utama untuk mengontrol perilaku oportunistik manajemen sehingga dapat membantu menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer. Dari fungsi dewan tersebut, terlihat bahwa jumlah komisaris berpengaruh terhadap nilai/kinerja perusahaan. Fungsi monitoring yang dilakukan oleh dewan komisaris dipengaruhi oleh jumlah atau ukuran dewan komisaris. Ukuran dewan komisaris merupakan jumlah yang tepat agar dewan komisaris dapat bekerja secara efektif dan menjalankan *corporate governance* dengan bertanggung jawab kepada pemegang saham (Ruvisky, 2005). Jumlah yang tepat berarti jumlah yang dianggap proporsional untuk mewakili pemegang saham. Jadi, ukuran dewan komisaris merupakan jumlah yang dianggap proporsional untuk mewakili pemegang saham perusahaan agar dewan komisaris dapat bekerja secara efektif dan menjalankan *corporate governance* dengan bertanggung jawab kepada pemegang saham (Puspitasari dan Ernawati, 2010).

Penelitian Haque *et al.* (2013) menemukan adanya pengaruh positif dan signifikan antara ukuran dewan komisaris dengan kinerja keuangan perusahaan. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian Martsila (2013) yang menunjukkan bahwa adanya pengaruh positif dan signifikan antara ukuran dewan komisaris dengan kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis pada penelitian ini adalah:

H₁: Ukuran Dewan komisaris memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan

Pengaruh Dewan Direksi Terhadap Kinerja Keuangan

Menurut Sam'ani (2008) bahwa dewan direksi dalam suatu perusahaan akan menentukan kebijakan yang akan diambil atau strategi perusahaan secara jangka pendek maupun jangka panjang. Oleh karena itu proporsi dewan (baik dewan direksi maupun dewan komisaris) berperan dalam kinerja perusahaan dan dapat meminimalisasi kemungkinan terjadinya permasalahan agensi dalam perusahaan. Semakin besar kebutuhan akan hubungan eksternal yang semakin efektif, maka kebutuhan akan dewan dalam jumlah yang besar akan semakin tinggi (Pfeffer & Salancik 1978). Hasil penelitian Sheikh *et al.* (2011) menemukan adanya pengaruh positif antara ukuran dewan direksi dengan kinerja keuangan perusahaan. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian Haque *et al.* (2013) yang menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan antara ukuran dewan direksi dengan kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah :

H₂: Ukuran Dewan direksi memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan

Menurut Kartikawati (2007) bahwa kepemilikan oleh institusi akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Bathala, *et al.* (1994) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol *agency cost*. Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan juga akan meningkat. Bino dan Tomar (2012) menjelaskan bahwa adanya pengaruh positif signifikan antara kepemilikan institusional dan kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan Haque *et al.* (2013) yang menemukan adanya pengaruh positif antara kepemilikan institusional dan kinerja keuangan perusahaan. Kepemilikan Institusional dianggap sebagai kontroler bagi perusahaan untuk menciptakan kinerja yang baik dan semakin meningkat (Arifani, 2013). Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah:

H₃: Kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kinerja Keuangan

Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh manajemen maka berkurang kecenderungan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya sekaligus mengurangi biaya agensi akibat adanya perbedaan kepentingan. Hal ini terjadi karena, manajer yang memiliki keterlibatan dalam perusahaan melalui kepemilikan manajerial akan ikut merasa memiliki perusahaan sehingga segala keputusan yang diambil oleh manajer akan dilakukan dengan lebih hati-hati mengingat segala konsekuensi yang terjadi akibat keputusan yang diambil akan berdampak pula pada manajer. Penelitian yang dilakukan Bino dan Tomar (2012) menemukan bahwa adanya pengaruh positif signifikan antara kepemilikan manajerial dan kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian tersebut didukung penelitian yang dilakukan oleh Haque *et al.* (2013) yang menemukan adanya pengaruh positif signifikan antara kepemilikan manajerial dan kinerja keuangan perusahaan. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer cenderung melakukan strategi untuk meningkatkan kinerja keuangan jangka panjangnya. Insentif berupa saham yang diberikan kepada pihak manajer memacu mereka untuk bekerja lebih keras dan cerdas dalam meningkatkan nilai badan usaha, yang juga merupakan milik pihak manajer (Arifani, 2013). Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah:

H₄: Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis

Variabel Independen :

Ukuran Dewan Komisaris
Ukuran Dewan Direksi
Kepemilikan Institusional
Kepemilikan Manajerial

Variabel Dependen :

Kinerja Keuangan :
CFROA

Variabel Kontrol :

Ukuran Perusahaan
Growth Opportunity

Sumber : Dikembangkan untuk penelitian ini

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terbagi menjadi tiga yaitu variabel dependen, variabel kontrol, dan variabel independen. Variabel dependen adalah kinerja keuangan perusahaan yang dihitung dengan menggunakan *Cash Flow Return On Assets* (CFROA) yang berdasarkan kinerja operasional perusahaan. Variabel independennya adalah dewan komisaris, dewan direksi, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial. Variabel kontrolnya adalah ukuran perusahaan dan *growth opportunity*.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013. Sektor manufaktur dipilih karena sektor ini memiliki peran strategis terhadap pembangunan perekonomian Indonesia dan sektor manufaktur diminati oleh kalangan investor yang ingin berinvestasi di perusahaan manufaktur. Ditambah dengan prospek ekspansi manufaktur di Indonesia masih sangat luas. Populasi penelitian ini berjumlah 100 perusahaan.

Penentuan Sampel

Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik non random sampling atau *nonprobability sampling*, yaitu dengan cara pengambilan sampel yang setiap anggota populasi tidak mempunyai kemungkinan yang sama untuk dijadikan sampel. Salah satu teknik pengambilan sampling yang termasuk dalam teknik *non random sampling* adalah metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* adalah pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan subjektif peneliti dimana syarat yang harus dipenuhi oleh sampel.

Analisis data penelitian ini adalah analisis kuantitatif. Teknik analisis statistik dalam penelitian ini menggunakan regresi linier berganda (*multiple linear regression*). Sebelum melakukan analisis regresi linier berganda terlebih dahulu dilakukan uji statistik deskriptif dan uji asumsi klasik. Uji statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan secara ringkas variabel-variabel dalam penelitian ini. Analisis deskriptif dilakukan untuk mengetahui gambaran data yang akan dianalisis. Ghazali (2006) menyebutkan bahwa alat analisis yang digunakan dalam uji statistik deskriptif antara lain adalah nilai maksimum, minimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi. Statistik deskriptif menyajikan ukuran-ukuran numerik yang sangat penting bagi data sampel.

Ukuran numerik ini merupakan bentuk penyederhanaan data ke dalam bentuk yang lebih ringkas dan sederhana yang pada akhirnya mengarah pada suatu penjelasan dan penafsiran.

Uji asumsi klasik digunakan untuk mengetahui apakah data tersebut memenuhi asumsi-asumsi dasar. Hal ini penting dilakukan untuk menghindari estimasi yang bias. Pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji Normalitas, uji Multikolinearitas, uji Heteroskedastisitas, dan uji Autokorelasi.

Tujuan melakukan uji normalitas adalah untuk mengetahui apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Model regresi yang baik memiliki distribusi data normal atau mendeteksi normal, untuk mendeteksi apakah distribusi normal atau tidak dapat dilakukan dengan cara analisis statistik. Menurut Ghazali (2006), ada dua cara untuk mengetahui apakah residual memiliki distribusi normal atau tidak. Cara tersebut adalah dengan analisis grafik dan uji statistik. Uji normalitas dengan analisis grafik seringkali menyesatkan jika tidak dilakukan dengan seksama. Hal ini karena secara visual data terlihat normal, padahal secara statistik bisa sebaliknya. Oleh karena itu, selain menggunakan analisis grafik, penelitian ini juga menggunakan analisis statistik.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam suatu model regresi terdapat adanya korelasi antar variabel bebas (*independent*). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi suatu korelasi diantara variabel-variabel bebasnya. Jika variabel bebas saling berkorelasi maka variabel-variabel ini tidak orthogonal (Ghozali, 2006).

Pengujian heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan kepengamatan lain. Jika variance dari residual satu pengamatan kepengamatan lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas (Ghozali, 2006).

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengguna pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (Ghozali, 2005).

Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan analisis regresi linier berganda (*multiple linear regression*), sebagai berikut :

Model regresi 1:

$$Y_1 = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + e$$

Penelitian ini menggunakan variabel kontrol sebagai perbandingan, maka dapat maka dapat disusun persamaan sebagai berikut:

Model regresi 2:

$$Y_1 = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + e$$

Keterangan :

Y_1 = Cash Flow Return On Asset (CFROA)

a = Konstanta

b = Koefisien regresi

X_1 = Dewan Komisaris

X_2 = Dewan Direksi

X_3 = Kepemilikan Institusional

X_4 = Kepemilikan Manajerial

X_5 = Ukuran Perusahaan

X_6 = Growth Opportunity

e = standard error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pada penelitian ini yang dijadikan objek penelitian adalah kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang diukur dengan CFROA. CFROA adalah rasio yang mengukur kinerja keuangan perusahaan yang dihitung dengan *cash flow from operating* (cfft) sebelum bunga dan pajak dibagi dengan *total assets* dikali 100%. Dalam penelitian ini jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder adalah data-data yang diambil dari sumber lain yang telah ada sebelumnya. Data sekunder yang digunakan merupakan data laporan tahunan perusahaan manufaktur tahun 2009-2013.

Teknik pemilihan sampel dalam penelitian kali ini dilakukan dengan *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* yaitu dengan pemilihan sampel melalui syarat atau kriteria tertentu untuk dijadikan sampel penelitian. Model analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan bantuan program SPSS 20 for Windows.

Analisis Regresi

Berdasarkan uji-uji pada regresi awal, karena data tidak terdistribusi normal, maka dilakukan transformasi pada variabel dependen (CFROA). Transformasi yang digunakan adalah akar kuadrat (SQRT), analisis regresi yang telah dilakukan diperoleh koefisien regresi, nilai t hitung dan tingkat signifikansi sebagaimana ditampilkan pada tabel 1 berikut:

Tabel 1
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	,342	,066		5,201	,000		
1 Dekom	,018	,010	,209	1,863	,066	,696	1,436
Dedir	,013	,006	,237	2,098	,039	,687	1,455
Kep_Institusional	-,261	,091	-,378	-2,873	,005	,508	1,969
Kep_Manajerial	-,073	,151	-,060	-,483	,630	,566	1,768

a. Dependent Variable: sqrtcfroa

Sumber: Output SPSS, data diolah

$$\text{CFROA} = + 0,342 + 0,018 \text{ Dekom} + 0,013 \text{ Dedir} - 0,261 \text{ Kep_Institusional} - 0,073 \text{ Kep_Manajerial}$$

Persamaan regresi linier berganda tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel dewan komisaris (Dekom) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap CFROA.
2. Variabel dewan direksi (Dedir) berpengaruh positif dan signifikan terhadap CFROA.
3. Variabel kepemilikan institusional (Kep_Institusional) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CFROA.
4. Variabel kepemilikan manajerial (Kep_Manajerial) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap CFROA.

Berdasarkan uji-uji pada regresi awal, karena data tidak terdistribusi normal, maka dilakukan transformasi pada variabel dependen (CFROA). Transformasi yang digunakan adalah akar kuadrat (SQRT), analisis regresi yang telah dilakukan dengan menggunakan variabel kontrol diperoleh koefisien regresi, nilai t hitung dan tingkat signifikansi sebagaimana ditampilkan pada tabel 2 berikut:

Tabel 2
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	,304	,079		3,868	,000		
Dekom	,018	,010	,206	1,867	,065	,693	1,443
Dedir	,014	,006	,246	2,212	,029	,684	1,463
1 Kep_Institusional	-,299	,091	-,433	-3,268	,002	,483	2,069
Kep_Manajerial	-,097	,149	-,080	-,649	,518	,561	1,783
Size	,005	,004	,109	1,110	,270	,886	1,128
GO	-,079	,035	-,214	-2,257	,026	,943	1,060

a. Dependent Variable: sqrtcfroa

Sumber: Output SPSS, data diolah

$$CFROA = + 0,304 + 0,018 \text{ Dekom} + 0,014 \text{ Dedir} - 0,229 \text{ Kep_Institusional} - 0,097 \text{ Kep_Manajerial} + 0,005 \text{ Size} - 0,079 \text{ GO}$$

Persamaan regresi linier berganda tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel dewan komisaris (Dekom) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap CFROA.
2. Variabel dewan direksi (Dedir) berpengaruh positif dan signifikan terhadap CFROA.
3. Variabel kepemilikan institusional (Kep_Institusional) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CFROA.
4. Variabel kepemilikan manajerial (Kep_Manajerial) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap CFROA.
5. Variabel ukuran perusahaan (Size) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap CFROA.
6. Variabel *Growth Opportunity* (GO) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CFROA.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dijelaskan, maka kesimpulan yang dapat diperoleh adalah sebagai berikut:

Berdasarkan hasil pengujian, hipotesis 1 ditolak karena hasil menunjukkan bahwa dewan komisaris berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap CFROA. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi sebesar 0,018, besar nilai t hitung 1,863, dan nilai signifikansi 0,066 (>0,05). Berdasarkan hasil pengujian menggunakan variabel kontrol, hipotesis 1 ditolak karena hasil menunjukkan bahwa dewan komisaris berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap CFROA. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi sebesar 0,018, besar nilai t hitung 1,867, dan nilai signifikansi 0,065 (>0,05).

Jensen (1993) dan Yenmark (1996) menyatakan bahwa hal tersebut dapat dijelaskan dengan adanya *agency problem* (masalah keagenan), yaitu dengan makin banyaknya anggota dewan komisaris maka badan ini akan mengalami kesulitan dalam menjalankan peran. Diantaranya kesulitan dalam berkomunikasi dan mengkoordinir kerja dari masing-masing anggota dewan itu

sendiri, kesulitan dalam mengawasi dan mengendalikan tindakan manajemen, serta kesulitan dalam mengambil keputusan yang berguna bagi perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian, hipotesis 2 diterima karena hasil menunjukkan bahwa dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap CFROA. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi sebesar 0,013, besar nilai t hitung 2,048 dan nilai signifikansi 0,039 ($<0,05$). Berdasarkan hasil pengujian menggunakan variabel kontrol, hipotesis 2 diterima karena hasil menunjukkan bahwa dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap CFROA. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi sebesar 0,014, besar nilai t hitung 2,212 dan nilai signifikansi 0,029 ($<0,05$).

Board size atau ukuran dewan direksi adalah jumlah dewan direksi dalam perusahaan, semakin banyak dewan dalam perusahaan akan memberikan suatu bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang semakin lebih baik, dengan kinerja perusahaan yang baik dan terkontrol, maka akan menghasilkan profitabilitas yang baik dan nantinya akan dapat meningkatkan harga saham perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan pun juga akan ikut meningkat. Penelitian Sheikh *et al.* (2011) menemukan adanya pengaruh positif antara ukuran dewan direksi dengan kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian tersebut membuktikan teori yang menyatakan bahwa indikator dewan direksi merupakan salah satu indikator penting *corporate governance* dalam menunjang peningkatan kinerja perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian, hipotesis 3 ditolak karena hasil menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CFROA. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi sebesar -0,261, besar nilai t hitung -2,873, dan nilai signifikansi 0,005 ($<0,05$). Berdasarkan hasil pengujian menggunakan variabel kontrol, hipotesis 3 ditolak karena hasil menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CFROA. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi sebesar -0,299, besar nilai t hitung -3,268, dan nilai signifikansi 0,002 ($<0,05$).

Jika dilihat dari pola hubungannya, maka pengaruhnya adalah negatif. Artinya, semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin rendah kinerja pada laporan keuangan. Persentase saham tertentu yang dimiliki oleh institusi dapat mempengaruhi proses penyusunan laporan keuangan yang tidak menutup kemungkinan terdapat akrealisasi sesuai kepentingan pihak manajemen (Boediono, 2005).

Berdasarkan hasil pengujian, hipotesis 4 ditolak karena hasil menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap CFROA. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi sebesar -0,073, besar nilai t hitung -0,483, dan nilai signifikansi 0,630 ($>0,05$). Berdasarkan hasil pengujian menggunakan variabel kontrol, hipotesis 4 ditolak karena hasil menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap CFROA. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi sebesar -0,097, besar nilai t hitung -0,649 dan nilai signifikansi 0,518 ($>0,05$).

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Arifani (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Kepemilikan manajerial yang minoritas tidak dapat mempengaruhi peningkatan kinerja keuangan karena pengambilan keputusan manajemen dalam rangka untuk meningkatkan kinerja keuangan masih dipengaruhi oleh pemegang saham yang lebih besar.

Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat keterbatasan, antara lain :

Nilai R^2 yang menjelaskan tentang besarnya kemampuan variabel independen dan variabel kontrol dalam menjelaskan variabel dependen pada penelitian ini tergolong kecil yaitu CFROA sebesar 16,1%. Sehingga banyak variabel diluar variabel penelitian ini yang perlu dilakukan penelitian dalam pengaruhnya terhadap CFROA.

Perusahaan manufaktur yang memiliki kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial di Indonesia terbatas dan proporsi setiap perusahaan yang memiliki perbedaan sehingga data yang digunakan dalam penelitian relatif berbeda.

Saran

Bagi Perusahaan, semakin banyaknya anggota dewan komisaris dalam perusahaan, maka para dewan komisaris akan mengalami kesulitan dalam menjalankan perannya. Diantaranya kesulitan dalam berkomunikasi dan mengkoordinir kerja dari masing masing anggota dewan itu sendiri, kesulitan dalam mengawasi dan mengendalikan tindakan manajemen, serta kesulitan dalam mengambil keputusan yang berguna bagi perusahaan.

Dewan direksi memiliki peranan yang sangat vital dalam suatu perusahaan. Dengan adanya pemisahan peran dengan dewan komisaris, dewan direksi memiliki kuasa yang besar dalam mengelola segala sumber daya yang ada dalam perusahaan. Dewan direksi memiliki tugas untuk menentukan arah kebijakan dan strategi sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan, baik untuk jangka pendek maupun jangka panjang. Jumlah dewan direksi secara logis akan sangat berpengaruh terhadap kecepatan pengambilan keputusan perusahaan.

Persentase saham tertentu yang dimiliki oleh institusi dapat mempengaruhi proses penyusunan laporan keuangan yang tidak menutup kemungkinan terdapat akualisasi sesuai kepentingan pihak manajemen yang dapat merugikan perusahaan.

Kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial yang minoritas tidak dapat mempengaruhi peningkatan kinerja keuangan perusahaan, karena pengambilan keputusan manajemen dalam rangka untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan masih dipengaruhi oleh pemegang saham yang lebih besar.

Bagi investor dan calon investor yang ingin berinvestasi serta mengharapkan return, maka dapat melihat dewan direksi dan kepemilikan institusional perusahaan tersebut. Karena berdasarkan hasil penelitian variabel-variabel yang berpengaruh terhadap kinerja keuangan menunjukan hasil yang signifikan adalah yaitu dewan direksi dan kepemilikan institusional, sehingga dapat menjadi pertimbangan utama. Melihat hasil penelitian tersebut investor dapat menentukan investasinya yang pertama adalah melihat jumlah dewan direksi perusahaan tersebut, karena perusahaan yang memiliki dewan direksi yang lebih banyak akan memberikan suatu bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang semakin lebih baik, dengan kinerja perusahaan yang baik dan terkontrol, maka akan menghasilkan profitabilitas yang baik dan nantinya akan dapat meningkatkan harga saham perusahaan. Setelah itu melihat kepemilikan institusional sebagai opsi kedua. Banyaknya jumlah saham yang dimiliki oleh institusi akan menyebabkan semakin rendahnya kinerja pada laporan keuangan, karena presentase saham yang dimiliki oleh institusi dapat mempengaruhi proses penyusunan laporan keuangan yang tidak menutup kemungkinan terdapat akualisasi sesuai kepentingan pihak manajemen dan menyebabkan return terhadap investor akan semakin rendah.

Bagi peneliti yang akan datang nilai R^2 yang masih kecil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa masih terdapat faktor penjelas yang lain diluar variabel penelitian yang dapat menjelaskan varian variabel dependen, sehingga diharapkan pada penelitian selanjutnya faktor-faktor lain yang mempengaruhi CFROA dimasukkan dalam penelitian.

REFERENSI

- Ahmad, Susanto. 2010. "Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur Publik 2007-2008: Membandingkan Kinerja Rasio Keuangan Dengan Economic Value Added (EVA)". Jurnal Manajemen & Agribisnis IPB. <http://jma.mb.ipb.ac.id/>, diakses tanggal 21 Maret 2014.
- Arifani, Rizky. 2013. "Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Studi pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia". Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya, Vol. 1, No.2.
- Bathala, T.C. Moon, K.R. and Rao, R.P. 1994. "Managerial Ownership, Debt policy, and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective, Financial Management". Autumn 94. 23. 38-50
- Berghe, L. V., dan Ridder, L. D. 1999. International Standardization of Good Corporate governance: Best Practices for the Board of Directors. Boston: Kluwer Academic Publishers.



- Bukhori, Iqbal, dan Raharja. 2012. "Pengaruh Good Corporate Governance dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan Studi Empiris pada Perusahaan yang terdaftar di BEI 2010". <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>, diakses tanggal 17 April 2014.
- Brigham, Eugene, F., Gapenski, Louis, C., and Davis Philip, R, 1999, Intermediate Financial Management, Sixth Edition, The Dryden Press, Orlando.
- Cornett M.M, J. Marcuss, Saunders dan Tehranian H. (2006). "Earnings Management, Corporate Governance, and True Financial Performance" <http://papers.ssrn.com/>, diakses 20 Maret 2014.
- Christina, Diane. 2012. "Penilaian Mandiri atas Penerapan Tata Kelola Perusahaan (GCG) pada BUMN" <http://dianechristina.wordpress.com/2012/11/06/penilaian-mandiri-atas-penerapan-tata-kelola-perusahaan-gcg-pada-bumn-bagian-1/>, diakses 21 Maret 2014
- Daniri, M.A. 2005. Good Corporate Governance : Konsep dan Penerapannya di Indonesia. Jakarta : Ray Indonesia.
- Dwiermayanti, 2009. "Kinerja Keuangan Perusahaan" <http://dwiermayanti.wordpress.com/2009/10/15/kinerja-keuangan-perusahaan/>, diakses 20 Maret 2014.
- Ehikioya, B.I. (2009), "Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria". Corporate Governance, Vol. 9 No. 3, pp. 231-43.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., Wells, M. 1998. "Larger board size and decreasing firm value in small firms". Journal of Financial Economics, Vol. 48, 1998, pp. 35-54.
- Eisenhardt, Kathleem. M. 1989. "Agency Theory: An Assesment and Review". Academy of Management Review, 14, hal 57-74.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI), 2001 Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI), "Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit Dalam Pelaksanaan Corporate Governance (Tata Kelola Perusahaan)". Jakarta: FCGI, 2001.
- Ghozali, Imam, 2005. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS, Edisi Ketiga, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang..
- Ghozali, Imam. 2006. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ghozali, I. dan A. Chariri. 2007. Teori Akuntansi. Semarang: Badan Penerbit UNDIP, Edisi 3.
- Giacomino D.E. dan David E. Mielke 1993. "Cash flows, Another Approach To ratio Analysis". Jurnal Accountancy. (March), 55-58
- Gompers, P.A, Ishii, J.L., and Metrick, A. 2003. " Corporate Governance and Equity Prices". The Quarterly Journal of Economics. Vol. 118, No. 11, pp. 107-156
- Herawaty, Vinola (2008). "Peran Praktik Corporate Governance Sebagai Moderating Variable dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan". Jurnal Akuntansi dan Keuangan. Vol. 10.



- Himmelberg C. P., Hubbard, R. G. and Palia, D. 1999. "Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance". *Journal of Financial Economics*. Vol. 53, No. 3, pp. 353-384.
- Hoque, Mohammad Ziaul and Islam, Rabiul Md. and Ahmed, Hasnan. 2013. "Corporate Governance and Bank Performance: The Case of Bangladesh". <http://papers.ssrn.com/>, diakses 25 Maret 2014.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 1994. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Isshaq, Zangina, Godfred A. Bokpin, Joseph Mensah Onumah. 2009. "Corporate governance, Ownership Structure, Cash Holdings, and Firm Value On The Ghana Stock Exchange". *The Journal of Risk Finance*, Vol. 10 Iss: 5 pp. 488 – 499.
- 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, pp. 305-360.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Overs". *American Economic Review*. Vol. 76 May. pp. 323-329.
- Jensen, M.C, 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit and The Failure Of Internal Control System". *Journal Of Finance* 48 (Juli): 831-880
- Kartikawati, Wening. 2007. "Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan". <http://hana3.wordpress.com/2009/05/17/pengaruh-kepemilikaninstitusional-terhadap-kinerja-keuangan-perusahaan/>, diakses tanggal 21 Maret 2014.
- Kieso dan Weygandt. 1995. *Intermediate Accounting : Akuntansi Intermediate*. Diterjemahkan Herman Wibowo. Edisi ketujuh. Jilid 1. Jakarta : Binarupa Aksara.
- Klapper, L.F. and Love, I. 2002. "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 195.
- Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). 2006. "Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia". Jakarta.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei. 1999. "Corporate Ownership Around the World". *Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2: 471-517.
- Martsila, I.S dan W. Meiranto. 2013. "Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan". *Diponegoro Journal of Accounting*, Vol. 2, No.4.
- Mizruchi, M. S., 1983. "Who Control Whom? An Examination Of The Relation Between Management and Boards of Directors In Large American Corporation". *Academy of Management Review*, 8, 426-435.
- Morck, R, Shleifer, A.& Vishny, R. 1988. "Management Ownership and Corporate Performance: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, 20;293-315
- Mursal, 2012. "Good Corporate Governance" http://vivimursal.blogspot.com/2012_05_01_archive.html, diakses tanggal 21 maret 2014.



- Nadeem Ahmed Sheikh, Zongjun Wang, Shoaib Khan. 2013. "The Impact of Internal Attributes of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence From Pakistan". *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 23 Iss: 1, pp.38 – 55.
- Obradovich, John and Gill, Amarjit. 2013 "The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms". *Faculty Publications and Presentations*. Paper 25.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. 1978. *The external control of organizations*. New York: Harper & Row
- Puspitasari, Filia, dan Endang Ernawati. 2010. "Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha". *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, Tahun 3, No. 2, Agustus 2010.
- Pradhono dan Y.J. Cristiawan. (2004). "Pengaruh Economic Value Added, Residual Income, Earnings dan Arus Kas Operasi terhadap Return yang diterima oleh Pemegang Saham (Studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 6, No. 2, Nopember. hal 140-166.
- Ruvinsky, Jessica, 2005, "Building a Better Board: How Nonprofit Board Size and Independence Relate to Board Performance". *Social Stanford Innovation Review* (www.ssireview.com), diakses tanggal 22 Maret 2014.
- Sabrina, I.A, 2010. "Pengaruh Corporate Governance Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan". <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>, diakses tanggal 20 Mei 2014.
- Santoso, Singgih. 2000. *SPSS: Mengolah Data Statistik secara Profesional*. PT. Elex Media Komputindo Kelompok Gramedia. Jakarta.
- Sekaredi, Sawitri. 2011. "Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan". <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>, diakses tanggal 27 Mei 2014.
- Shleifer, Andrei. dan Vishny, R.W., 1997. "A Survey of Corporate Governance". *The Journal of Finance*. June, Vol. 52 (2), 737-783.
- Shorouq, Tomar and Adel, Bino. 2012. "Corporate Governance and Bank Performance: Evidence from Jordanian Banking Industry". Vol. 8, No.2.
- Sujoko, dan Ugy Soebiantoro. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9, No. 1, h. 41-48.
- Sukamulja, Sukmawati. 2004. "Good Corporate Governance Di Sektor Keuangan Dampak GCG Terhadap Kinerja Perusahaan (Kasus Di Bursa Efek Jakarta)". *Benefit Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Vol. 8, No.1, h. 1-25.
- Ujiyanto, Muh.Arif dan Bambang Agus Pramuka. 2007. "Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan." *Simposium Nasional Akuntansi X*. Makassar 26-28 Juli 2007
- Ujunwa, Augustine. 2012. "Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms". *Corporate Governance*, Vol. 12 Iss: 5 pp. 656 – 674.



- Wardhani, Ratna. 2006. "Mekanisme Corporate Governance Dalam Perusahaan Yang Mengalami Masalah Keuangan (Financial Distressed Firms)". Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang, 23-26 Agustus 2006.
- Wijayanti, Sri., dan Mutmainah, Siti. 2012. "Pengaruh Penerapan Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011". *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 1, No 2, Hal 1-15.
- Yermack, D., 1996. "Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors". *Journal of Financial Economics*. 40, 185-211.