

## BAB 2

### LANDASAN TEORI

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

*Organization of Economic Cooperation and Development (OECD)* mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai berikut:

*Corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The Corporate Governance structure specifies the distribution of the right and responsibilities among different participants in the corporation, such as the board, managers, shareholders, and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides this structure through which the company objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance.*

OECD melihat *Corporate Governance* sebagai suatu sistem yang mana sebuah perusahaan atau entitas bisnis diarahkan dan diawasi. Sejalan dengan itu, maka struktur dari *Corporate Governance* menjelaskan distribusi hak-hak dan tanggungjawab dari masing-masing pihak yang terlibat dalam sebuah bisnis, yaitu antara lain Dewan Komisaris dan Direksi, Manajer, Pemegang saham, serta pihak-pihak lain yang terkait sebagai *stakeholders*. Selanjutnya, struktur dari *Corporate Governance* juga menjelaskan bagaimana aturan dan prosedur dalam pengambilan dan pemutusan kebijakan sehingga dengan melakukan itu semua maka tujuan perusahaan dan pemantauan kinerjanya dapat dipertanggungjawabkan dan dilakukan dengan baik.

Sedangkan *good corporate governance (GCG)* merupakan praktik 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 kinerja perusahaan (Tim BPKP, 2003). Praktik terbaik ini mencakup praktik bisnis, aturan main, struktur proses, dan prinsip yang dimiliki.

Perusahaan dengan praktik CG yang baik akan dapat meningkatkan nilai perusahaan bagi pemegang saham karena visi, misi dan strategi perusahaan dinyatakan dengan 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 (Price Waterhouse Coopers, 2000).

Terdapat enam prinsip *corporate governance* dalam Prinsip-prinsip OECD 2004. Prinsip – prinsip ini melandasi beberapa riset tentang pengukuran tingkat penerapan *corporate governance* pada perusahaan. Keenam prinsip tersebut adalah:

### **1. Menjamin Kerangka Dasar *Corporate Governance* yang Efektif**

Prinsip pertama menyatakan bahwa *corporate governance* harus dapat mendorong terciptanya pasar yang transparan dan efisien, sejalan dengan perundangan dan peraturan yang berlaku, dan dapat dengan jelas memisahkan fungsi dan tanggung jawab otoritas-otoritas yang memiliki pengaturan, pengawasan, dan penegakan hukum.

### **2. Hak-hak Pemegang Saham dan Fungsi-fungsi Penting Kepemilikan Saham**

Prinsip *corporate governance* yang kedua dari OECD pada dasarnya mengatur mengenai hak-hak pemegang saham dan fungsi – fungsi kepemilikan saham. Hal ini terutama mengingat investor saham terutama dari suatu perusahaan publik, memiliki hak-hak khusus seperti saham tersebut dapat dibeli, dijual ataupun ditransfer. Pemegang saham tersebut juga berhak atas keuntungan perusahaan sebesar porsi kepemilikannya. Selain itu kepemilikan atas suatu saham mempunyai hak atas semua informasi perusahaan dan mempunyai hak untuk mempengaruhi jalannya perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

### **3. Perlakuan yang sama terhadap Pemegang Saham**

Pada prinsip ketiga ini ditekankan perlunya persamaan perlakuan kepada seluruh pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing.

Prinsip ini menekankan pentingnya kepercayaan investor di pasar modal. Untuk itu industri pasar modal harus dapat melindungi investor dari perlakuan yang tidak benar yang mungkin dilakukan oleh manajer, dewan komisaris, dewan direksi, atau pemegang saham utama perusahaan.

Untuk melindungi investor, perlu suatu informasi yang jelas mengenai hak dari pemegang saham, seperti hak untuk memesan efek terlebih dahulu dan hak pemegang saham utama untuk memutuskan suatu keputusan tertentu dan hak untuk mendapatkan perlindungan hukum jika suatu saat terjadi pelanggaran atas hak pemegang saham tersebut.

#### **4. Peranan *Stakeholders* dalam *Corporate Governance***

Secara umum, prinsip ini menyatakan bahwa kerangka *corporate governance* harus mengakui hak *stakeholders* yang dicakup oleh perundang-undangan atau perjanjian (*mutual agreements*) dan mendukung secara aktif kerjasama antara perusahaan dan *stakeholders* dalam menciptakan kesejahteraan, lapangan pekerjaan, dan pertumbuhan yang berkelanjutan (sustainability) dari kondisi keuangan perusahaan yang dapat diandalkan.

Para pemangku kepentingan (*stakeholder*) seperti investor, karyawan, kreditur dan pemasok memiliki sumberdaya yang dibutuhkan oleh perusahaan. Sumberdaya yang dimiliki oleh *stakeholder* tersebut harus dialokasikan secara efektif untuk meningkatkan efisiensi dan kompetisi perusahaan dalam jangka panjang. Alokasi yang efektif dapat dilakukan dengan cara memelihara dan mengoptimalkan kerja sama para *stakeholder* dengan perusahaan. Hal tersebut dapat tercapai dengan penerapan kerangka *corporate governance* dalam pengelolaan perusahaan yaitu dengan adanya jaminan dari perusahaan tentang perlindungan kepentingan para pemangku kepentingan baik melalui perundang-undangan maupun perjanjian.

## 5. Keterbukaan dan Transparansi

Pada prinsip kelima ini ditegaskan bahwa kerangka kerja *corporate governance* harus memastikan bahwa keterbukaan informasi yang tepat waktu dan akurat dilakukan atas semua hal yang material berkaitan dengan perusahaan, termasuk di dalamnya keadaan keuangan, kinerja, kepemilikan dan tata kelola perusahaan.

Dalam rangka perlindungan kepada pemegang saham, perusahaan berkewajiban untuk melakukan keterbukaan (*disclosure*) atas informasi atau perkembangan yang material baik secara periodik maupun secara insidental. Pengalaman di banyak negara yang mempunyai pasar modal yang aktif menunjukkan bahwa keterbukaan menjadi alat yang efektif dalam rangka mempengaruhi perilaku perusahaan dan perlindungan investor. Keyakinan yang kuat di pasar modal dengan sendirinya akan menarik investor untuk menanamkan modalnya.

## 6. Tanggung Jawab Dewan Komisaris dan Direksi

Dalam prinsip ini dinyatakan bahwa kerangka kerja tata kelola perusahaan harus memastikan pedoman strategis perusahaan, monitoring yang efektif terhadap manajemen oleh dewan, serta akuntabilitas dewan terhadap perusahaan dan pemegang saham.

Menurut prinsip ini, tanggung jawab dewan yang utama adalah memonitor kinerja manajerial dan mencapai tingkat imbal balik (*return*) yang memadai bagi pemegang saham. Di lain pihak, dewan juga harus mencegah timbulnya benturan kepentingan dan menyeimbangkan berbagai kepentingan di perusahaan. Agar dewan dapat menjalankan tanggung jawab tersebut secara efektif, maka dewan perlu dapat melakukan penilaian yang obyektif dan independen. Selain itu, tanggung jawab lain yang tidak kalah penting yaitu memastikan bahwa perusahaan selalu mematuhi ketentuan peraturan hukum yang berlaku, terutama di bidang perpajakan, persaingan usaha, perburuhan, dan lingkungan hidup.

Dewan perlu memiliki akuntabilitas terhadap perusahaan dan pemegang saham serta bertindak yang terbaik untuk kepentingan mereka. Dewan juga diharapkan bertindak secara adil kepada pemangku kepentingan (*stakeholder*) lainnya, seperti kepada karyawan, kreditur, pelanggan, pemasok dan masyarakat sekitar perusahaan.

## **2.2 Pengukuran *Corporate Governance***

Kualitas penerapan *corporate governance* di perusahaan perlu diuji bukan hanya terhadap adanya pedoman *corporate governance* yang dimiliki perusahaan tetapi juga terhadap efektivitas pelaksanaan pedoman tersebut untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham tanpa merugikan kepentingan para pemangku kepentingan lainnya. Maka dari itu suatu analisis atas kajian mengenai praktik *corporate governance* diperlukan untuk membantu investor dalam memperoleh gambaran yang jelas mengenai *governance* di suatu perusahaan. Sistem pemeringkatan dengan skor atau indeks *corporate governance* dapat memberikan informasi tentang sebaik apa perusahaan – perusahaan menerapkan *corporate governance* karena indeks tersebut dapat merepresentasikan tingkat penerapan CG yang komprehensif di perusahaan.

Berikut ini adalah beberapa studi yang terkait dengan pengukuran *corporate governance* perusahaan.

### **1. Survei CLSA**

Menurut Arsajah (2002) pada tahun 2001, *Credit Lyonnaise Securities Asia (CLSA)* menerbitkan pemeringkatan *corporate governance* dari 495 perusahaan di 25 *emerging market* dan dari 18 sektor ekonomi. Dari Indonesia terpilih 18 perusahaan. Survei CLSA dilakukan melalui kuesioner yang dikembangkan dari prinsip – prinsip *corporate governance*. Kuesioner tersebut mencakup tujuh kategori besar, yaitu disiplin manajemen, transparansi, independen, akuntabilitas, responsibilitas, keadilan, dan kepedulian sosial.

Studi CLSA menemukan korelasi yang kuat antara angka peringkat CG dengan rasio keuangan, valuasi (*Price to Book Value* atau PBV) dan kinerja harga saham dalam 64 perusahaan-perusahaan terbesar (dalam hal kapitalisasi pasar) dari sampel. Hubungan tersebut diperoleh dengan menganalisa kelompok-kelompok perusahaan ke dalam kuartil dari pemeringkatan CG untuk berbagai pasar/sector. Dari 495 sampel perusahaan di *emerging markets*, rata-rata angka peringkat untuk CG adalah 55.9% dari 100%. Perusahaan-perusahaan tersebut memiliki peringkat lebih baik pada kesadaran sosial dan *fairness* tapi berperingkat buruk untuk akuntabilitas dan disiplin. Hasil pemeringkatan mencerminkan bahwa masalah yang lebih besar pada akuntabilitas manajemen terhadap dewan komisaris atau direksi dan pada kemampuan perusahaan untuk memperbaiki kesalahan manajemen.

## 2. Survei IICG

Riset yang dilakukan oleh *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) bekerja sama dengan majalah *Swa Sembada* ini telah dilakukan secara rutin setiap tahun sejak tahun 2001. Riset dilakukan terhadap perusahaan yang secara sukarela bersedia mengikuti survey pemeringkatan CG. Tujuh dimensi *corporate governance* yang menjadi acuan penilaian yang dilakukan oleh IICG meliputi:

- a. Komitmen perseroan terhadap CG, hal ini menjelaskan sejauh mana perseroan menaruh perhatian terhadap semangat GCG
- b. Pelaksanaan RUPS dan perlakuan terhadap *minority shareholders*, mencakup ketepatan waktu pelaksanaan RUPS dan adanya jaminan perlindungan hak pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas
- c. Dewan komisaris, dimilikinya dewan komisaris yang kompeten di bidangnya serta seberapa optimal peran dan tanggung jawab mereka dalam penyelenggaraan tata kelola perusahaan yang baik
- d. Struktur direksi, dimilikinya direksi yang kompeten di bidangnya serta bagaimana peran dan tanggung jawab direksi dalam penyelenggaraan tata kelola perusahaan yang baik

- e. Hubungan dengan *stakeholders*, bagaimana hubungan dan tanggung jawab perusahaan dengan pihak-pihak yang terkait dengan perusahaan
- f. Transparansi dan akuntabilitas, mewajibkan adanya informasi yang terbuka, tepat waktu, jelas, dapat diperbandingkan terutama menyangkut masalah keuangan, pengelolaan dan kepemilikan perusahaan
- g. Tanggapan terhadap riset IICG, sejauh mana keseriusan responden untuk mengikuti riset ini.

Metode riset IICG ini dilakukan melalui empat tahap, yaitu:

- 1) Pengisian kuesioner *self assessment* oleh perusahaan seputar penerapan konsep CG di perusahaannya
- 2) Pengumpulan dokumen dan bukti yang mendukung penerapan CG di perusahaannya
- 3) Pembuatan makalah dan presentasi tentang kegiatan perusahaan dalam menerapkan prinsip-prinsip GCG
- 4) Observasi tim peneliti ke perusahaan untuk menelaah kepastian penerapan prinsip-prinsip GCG

### 3. Survei IICD

Penelitian tentang penerapan CG di perusahaan-perusahaan publik di Indonesia mengalami perkembangan dengan riset yang dilakukan oleh *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD) untuk pertama kalinya pada tahun 2005 yang melibatkan 61 perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Studi ini kemudian dilanjutkan pada tahun 2006 dan 2008 atas laporan tahun 2005 dan 2007 yang melibatkan 329 perusahaan publik yang terdaftar di BEI.

Penelitian ini menggunakan metode *corporate governance scorecard* yang dikembangkan berdasarkan *International Standard Code on GCG* dari *Organization of Economic Cooperation and Development* (OECD) yang meliputi lima area studi, yaitu:

- 1) Hak-hak pemegang saham
- 2) Perlakuan yang sama terhadap pemegang saham
- 3) Peran para pemangku kepentingan
- 4) Pengungkapan dan transparansi
- 5) Tanggung jawab Dewan Direksi dan Komisaris

Untuk melakukan penilaian praktik CG dari perusahaan sampel, penelitian ini menggunakan data dan informasi yang tersedia pada website perusahaan, BAPEPAM, BEI, hasil RUPS, dan dari sumber – sumber lain yang dipublikasikan.

Hasil riset IICD menemukan rata-rata angka pemeringkatan CG bagi 20 perusahaan teratas mengalami kenaikan dari 79,3% pada tahun 2005 menjadi 81,4% pada tahun 2007 pada skala 100%. Sedangkan rata-rata angka pemeringkatan CG bagi perusahaan pada kuartil atas meningkat dari 71,5% pada tahun 2005 menjadi 75.3% pada tahun 2007. Sementara itu rata-rata angka pemeringkatan bagi perusahaan pada kuartil bawah yang masih buruk dalam praktik CG juga mengalami kenaikan dari 52,7% pada tahun 2005 menjadi 56.4 % pada tahun 2007.

Hasil riset terbaru dari IICD *Research Report on Indonesian Corporate Governance Scorecard* tahun 2009 yang melibatkan 329 perusahaan sampel memberikan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Implementasi dari hak-hak pemegang saham masih buruk dan jauh dari standar lokal dan Dewan Komisaris sebagai perwakilan dari pemegang saham belum sepenuhnya melaksanakan kewajiban untuk melindungi hak-hak pemegang saham terutama pemegang saham minoritas.
2. Ketiadaan hukum dan peraturan menimbulkan praktik *governance* yang buruk karena perusahaan belum secara sukarela mengadopsi praktik terbaik dengan menetapkan kebijakan dan mekanisme yang diperlukan untuk melindungi hak-hak pemegang saham minoritas.
3. Perusahaan semakin baik dalam mengimplementasikan peran para pemangku kepentingan dalam kerangka CG mereka dimana kepentingan karyawan,



pemegang saham, masyarakat, dan kreditor nampak lebih diutamakan daripada kepentingan para pemangku kepentingan yang lain untuk dapat mencapai arahan strategis perusahaan.

4. Aspek pengungkapan dan transparansi menjadi semakin baik dalam hal pengungkapan dan transparansi atas informasi keuangan, bisnis dan operasi, aksesibilitas informasi, dan akuntabilitas dewan direksi dan komisaris. Sementara pengungkapan informasi tentang struktur kepemilikan tidak semakin baik.
5. Karena pengungkapan yang sifatnya wajib memiliki skor yang lebih tinggi dibandingkan dengan pengungkapan sukarela, maka BAPEPAM-LK perlu meminta perusahaan untuk:
  - a) memiliki website yang memuat informasi penting mengenai Laporan Tahunan dan Laporan Keuangan, struktur kepemilikan, serta pengumuman dan hasil RUPS
  - b) mengungkapkan pemilik atau pemegang saham utama
  - c) mengungkapkan tingkat kehadiran secara individu dewan direksi dan komisaris dalam rapat
  - d) menjelaskan dasar remunerasi dewan direksi dan komisaris
  - e) mengungkapkan kebijakan khusus perusahaan yang menghendaki komisaris / direksi untuk melaporkan transaksi yang berkaitan dengan saham perusahaan
6. Kerangka CG belum sesuai dengan praktik terbaik dan kode etik standar tidak mendukung praktik CG yang baik. Selain itu masih terdapat masalah terkait independensi dalam memonitor manajemen. Kualitas komite audit buruk dan gagal dalam memberikan masukan kepada dewan komisaris sebagai dasar bagi pelaksanaan kewajiban mereka. Ketiadaan komite remunerasi dan nominasi juga memperburuk kinerja dewan komisaris.
7. Dewan direksi nampak kurang peduli untuk memperbarui dan meningkatkan kompetensi baik keterampilan maupun pengetahuan, menolak penilaian kinerja termasuk *self-assessment* untuk dewan komisaris.
8. Secara keseluruhan, orientasi praktik *corporate governance* perusahaan-perusahaan sampel masih diarahkan pada kepatuhan terhadap hukum dan

peraturan. Kesadaran untuk secara sukarela mengimplementasikan praktik terbaik masih dalam proses, paling tidak oleh perusahaan-perusahaan besar.

Secara keseluruhan, beberapa hasil riset di atas menggunakan prinsip-prinsip *corporate governance* sebagai landasan dalam pengembangan metode pengukuran indeks *corporate governance* sehingga hasil pengukuran dapat merepresentasikan tingkat penerapan *corporate governance* secara komprehensif.

### 2.3 Kinerja

Istilah kinerja atau *performance* merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengalokasikan sumber dayanya. Informasi kinerja perusahaan, terutama profitabilitas, diperlukan untuk menilai perubahan potensial sumber daya ekonomi yang mungkin dikendalikan di masa depan. Informasi kinerja bermanfaat untuk memprediksi kapasitas perusahaan dalam menghasilkan arus kas dari sumber daya yang ada. Disamping itu, informasi tersebut juga berguna dalam perumusan pertimbangan tentang efektifitas perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya (IAI, 2001) dalam Hakim (2006).

### 2.4 Return (Imbal Hasil)

*Return* merupakan keuntungan yang diperoleh oleh investor dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi ataupun *return* ekspektasi. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan serta sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) untuk mengukur risiko di masa yang akan datang. Sedangkan *return* ekspektasi adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang, jadi sifatnya belum terjadi (Kurniawan, 2006).

### **2.5 Abnormal Return (Imbal Hasil Tidak Normal)**

*Abnormal return* merupakan kelebihan dari imbal hasil yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap imbal hasil normal. Imbal hasil normal merupakan imbal hasil ekspektasi (*expected return*) atau imbal hasil yang diharapkan oleh investor. Dengan demikian imbal hasil tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara imbal hasil sesungguhnya yang terjadi dengan imbal hasil ekspektasi. Salah satu model yang dapat digunakan untuk mengukur *expected return* adalah *market-adjusted model* (Jogiyanto, 2000: 416).

Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar.

### **2.6 Pengertian Studi Peristiwa (Event Study)**

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya, yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. (Jogiyanto Hartono, 2003: 410).

## 2.7 Penelitian Terdahulu

### 2.7.1 *Corporate Governance* dan Kinerja

Klapper dan Love (2002) menguji hubungan antara *corporate governance* dengan proteksi investor dan kinerja perusahaan di pasar modal negara-negara yang sedang berkembang. Penelitian ini melibatkan 495 perusahaan di 25 negara yang memperoleh indeks CG dari hasil studi *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA). Indeks CG dalam studi CLSA dibangun dari beberapa elemen yang meliputi disiplin manajemen, transparansi, independensi, akuntabilitas, tanggung jawab, keadilan, dan kepedulian sosial. Sedangkan ukuran kinerja yang digunakan adalah Tobin's Q sebagai ukuran penilaian kinerja pasar perusahaan dan *return on assets* (ROA) sebagai ukuran kinerja operasional. Hasil penelitian menunjukkan ada hubungan positif yang signifikan antara Tobin's Q dan indeks CG. Perusahaan dengan tingkat CG yang lebih baik mempunyai penilaian pasar yang lebih tinggi. Hasil lain menunjukkan hubungan positif yang signifikan antar perilaku *corporate governance* dengan ROA.

Black, et.al. (2003) menguji pengaruh tingkat penerapan CG terhadap nilai perusahaan pada 515 perusahaan publik berukuran besar dan kecil yang terdaftar pada *Korea Stock Exchange* (KSE). Indikator yang digunakan sebagai ukuran tingkat penerapan CG dalam penelitian tersebut adalah *Korean Corporate Governance Index* (KCGI) yang dikeluarkan oleh KSE. Sedangkan nilai perusahaan diwakili oleh nilai Tobin's Q. Pada pengujian antara indeks CG dan nilai Tobin's Q ditemukan hubungan signifikan, yaitu bahwa peningkatan indeks CG dari yang terburuk sampai yang terbaik akan meningkatkan 0.47 poin nilai Tobin's Q atau meningkatkan sekitar 160% nilai saham.

Arsjah (2002) dalam Afriani (2008) meneliti hubungan rasio PBV sebagai *proxy* kinerja perusahaan dan angka peringkat (*score*) CG sebagai *proxy* untuk CG di Bursa Efek Jakarta, Indonesia. Model penelitian ini menetapkan PBV sebagai variabel dependen, dan *CG Score*, ROE, Growth, dan Beta sebagai variabel

independen. Sampel penelitian diambil dari survei CLSA dan survei IICG. Hasil uji sensitivitas pada sampel CLSA untuk hipotesis hubungan *Score* CG dan ROE dengan PBV didukung data (semua data observasi nilainya positif) dan signifikan, sementara hasil uji sensitivitas untuk hipotesis hubungan *Growth* dan Beta dengan PBV didukung data juga namun tidak signifikan. Untuk sampel IICG hubungan *Score* dan PBV didukung data hanya pada regresi berganda dan tetap tidak signifikan, namun koefisien regresi Beta yang pada awal sesuai hipotesis yaitu negatif dan signifikan menjadi positif dan tidak signifikan. Oleh karena itu secara umum dapat dikatakan bahwa hasil uji sensitivitas menunjukkan perbaikan terhadap hasil uji awal, namun hasil uji masih tetap *mixed*. Uji lanjutan yang dilakukan adalah dengan melakukan regresi berganda tujuh komponen CG terhadap PBV. Hasil uji lanjutan menunjukkan bahwa tidak semua komponen berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap PBV. Yang menarik dari uji lanjutan ini adalah dari kedua survei tampak bahwa komponen Transparansi (yang mengandung pertanyaan yang cukup berbeda pada kedua survei) sama-sama mempunyai hubungan negatif dengan PBV.

Darmawati, dkk (2005) menguji keterkaitan CG dengan kinerja perusahaan. Sampel penelitian adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan memperoleh pemeringkatan CG dari hasil studi *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) tahun 2001 dan 2002. Sedangkan ukuran kinerja perusahaan yang digunakan adalah Tobin's Q sebagai ukuran kinerja pasar dan *Return on Equity* (ROE) sebagai ukuran kinerja operasional. Sebagai variabel kontrol digunakan komposisi aktiva perusahaan, kesempatan pertumbuhan, dan ukuran perusahaan. Untuk menguji hipotesis digunakan model regresi linier berganda. Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara indeks CG dengan Tobin's Q, namun terdapat hubungan positif signifikan antara indeks CG dengan ROE. Hal ini menunjukkan bahwa implementasi CG di perusahaan memberikan dampak terhadap kinerja operasional perusahaan, namun tidak mendapatkan respon dari pasar. Hal ini mungkin disebabkan pasar membutuhkan waktu untuk merespon tingkat penerapan CG perusahaan. Temuan ini

mendukung hasil studi Gompers, et.al. (2003) yang menemukan adanya hubungan antara indeks CG dengan kinerja perusahaan jangka panjang.

Penelitian Putri (2006) menguji pengaruh penerapan CG dan jumlah Komisaris terhadap Kinerja Perusahaan. Penerapan CG diukur dengan indeks CG dan kinerja perusahaan dengan nilai Tobin's Q. Sampel diambil dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2004 dan 2005. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa tingkat penerapan CG dan jumlah komisaris secara statistik mempengaruhi kinerja perusahaan.

Penelitian Pranata (2007) menguji pengaruh penerapan CG terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penelitiannya bertujuan untuk mengetahui pengaruh penerapan GCG yang diukur dengan indeks CG terhadap *Return on Equity* (ROE), *Net Profit Margin* (NPM), dan Tobin's Q. Sampel penelitian diambil secara *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2002-2005 dan masuk dalam kelompok sepuluh besar perusahaan berdasarkan indeks CG yang dikeluarkan oleh IICG. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa indeks CG berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE, NPM, dan Tobin's Q.

Wardhani (2008) meneliti pengaruh CG terhadap Kinerja Perusahaan. *Corporate governance* di-proxy-kan dengan Indeks CG berdasarkan hasil survei pemeringkatan oleh IICG dan kinerja perusahaan di-proxy-kan dengan nilai *Return on Equity* (ROE) dan Tobin's Q. Sebagai variabel kontrol digunakan komposisi aktiva perusahaan, kesempatan pertumbuhan, dan ukuran perusahaan. Sampel penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan mengikuti survei yang dilakukan oleh IICG tahun 2001-2005 dan termasuk dalam pemeringkatan CGPI. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tingkat penerapan CG tidak mempengaruhi ROE, namun hasil lainnya menunjukkan bahwa tingkat penerapan CG secara positif signifikan mempengaruhi Tobin's Q.

Hidayah (2008) menguji keterkaitan penerapan CG dengan kinerja perusahaan dan menguji pengaruh pengungkapan wajib dan ketepatan waktu penyampaian informasi terhadap hubungan antara CG dengan kinerja perusahaan. Tingkat penerapan CG di-*proxy*-kan dengan indeks CG hasil studi IICG tahun 2001-2004 dan kinerja di-*proxy*-kan oleh nilai Tobin's Q. Sedangkan pengungkapan diwakili oleh indeks pengungkapan dengan rumus  $n/k$  dimana  $n$  adalah jumlah informasi yang dipenuhi dan  $k$  jumlah seluruh informasi yang mungkin dapat dipenuhi. Ketepatan waktu penyampaian informasi diwakili oleh variabel dummy dimana 1 untuk penyampaian informasi tepat waktu (tidak lebih dari 3 bulan sejak tanggal laporan keuangan) dan 0 untuk penyampaian informasi tidak tepat waktu. Metode yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah statistik regresi linier dan uji interaksi. Metode regresi linier digunakan sebagai model prediksi terhadap hubungan satu variabel dependen dengan satu variabel independen. Sedangkan uji interaksi digunakan sebagai model prediksi hubungan antara satu variabel independen dan satu variabel dependen dengan satu variabel *moderating*. Temuannya adalah penerapan CG tidak mempengaruhi kinerja pasar perusahaan. Demikian juga untuk pengungkapan wajib dan ketepatan waktu penyampaian informasi, ternyata bukan merupakan variabel *moderating*.

Penelitian berikutnya oleh Sayidah (2009) menguji hubungan indeks CG hasil studi IICG tahun 2003, 2004, dan 2005 dan kinerja operasional perusahaan. Ukuran kinerja operasional di-*proxy*-kan dengan Profit Margin, ROA, ROE, dan ROI. Sebagai variabel kontrol digunakan komposisi aktiva perusahaan, kesempatan pertumbuhan, dan ukuran perusahaan. Untuk menguji hubungan tersebut digunakan model regresi linier berganda. Berbeda dengan penelitian Klapper dan Love (2002) dan Darmawati, dkk (2005), hasil penelitian ini tidak memberikan bukti adanya hubungan yang positif dan signifikan antara penerapan CG dan kinerja perusahaan. Hasil ini mungkin dipengaruhi oleh keterbatasan jumlah sampel yang hanya menggunakan 22 perusahaan yang termasuk dalam 10 besar peringkat GCG dari IICG. Selain itu perusahaan sampel kurang merepresentasikan populasi dari

perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia karena pemeringkatan IICG bersifat *voluntary* dimana hanya perusahaan yang bersedia mengikuti survei pemeringkatan saja yang memperoleh indeks CG.

### **2.7.2 Corporate Governance dan Reaksi Pasar**

Arifin (2003) melakukan penelitian *event study* pengumuman *earnings* perusahaan yang masuk dalam *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). Dengan menggunakan data *return* saham, penelitian ini ingin mengetahui kandungan informasi atas pengumuman *earnings* dan volume transaksi perdagangan saham pada perusahaan dengan penerapan CG yang baik dan yang kurang baik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kandungan informasi yang diukur oleh *abnormal return* atas pengumuman *earnings* oleh perusahaan dengan penerapan CG yang baik tidak secara signifikan lebih tinggi daripada perusahaan dengan penerapan CG yang kurang baik, sedangkan dilihat dari volume perdagangan, pengumuman *earnings* oleh perusahaan dengan penerapan CG yang baik secara signifikan lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan penerapan CG yang kurang baik.

Penelitian Lastanti (2005) menguji perbedaan reaksi pasar atas pengumuman Bursa Efek Jakarta (BEJ) tentang kepatuhan dan ketidakpatuhan perusahaan terhadap aturan tentang pelaksanaan *corporate governance* yang dikeluarkan oleh BEJ. Aturan tentang pelaksanaan *corporate governance* dimaksud adalah Peraturan Pencatatan Efek No. 1A butir C tentang pembentukan Komisaris Independen, Komite Audit, dan Sekretaris Perusahaan tertanggal 30 Juni 2000 yang diubah dengan KEP-339/BEJ/07-2001 tertanggal 20 Juli 2001. Sedangkan pengumuman dimaksud adalah pengumuman Bursa Efek Indonesia No. Peng-74/BEJ-PEM/01-2003 tertanggal 10 Januari 2003, pengumuman No. Peng-577/ BEJ-PSJ/KI/06-2003 tertanggal 19 Juni 2003, dan pengumuman No. Peng-123/BEJ-PSR/10-2003 tertanggal 17 Oktober 2003. Penelitian tersebut menguji apakah pengumuman tersebut mampu mempengaruhi pasar yang ditunjukkan dengan *cumulative abnormal return* selama *event window* (periode pengamatan). Pengambilan sampel dilakukan



secara *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan terdaftar di BEJ pada tahun 2002-2003 dan memiliki tingkat kepatuhan yang sama pada tiga tanggal pengumuman kepatuhan atas aturan GCG yang dikeluarkan BEJ. Dari kriteria tersebut terambil 50 perusahaan yang dikelompokkan menjadi dua kategori, yaitu perusahaan yang sudah mematuhi aturan BEJ tentang GCG dan perusahaan yang belum mematuhi aturan tersebut. Dengan menggunakan model *dummy regression*, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan reaksi pasar dalam merespon pengumuman kepatuhan dan ketidakpatuhan perusahaan terhadap peraturan GCG dari BEJ antara perusahaan yang sudah mematuhi aturan GCG dengan perusahaan yang belum mematuhi aturan tersebut.

Penelitian Almilia dan Sifa (2006) yang menguji reaksi pasar terhadap publikasi *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) tahun 2001-2003 pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk peringkat sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman, namun tidak terdapat perbedaan *abnormal return* dan volume perdagangan yang signifikan pada saat pengumuman CGPI antara perusahaan yang termasuk peringkat sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI.

Santoso dan Shanti (2007) menguji perbedaan reaksi pasar atas pengumuman CGPI antara perusahaan yang termasuk peringkat sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI tahun 2004-2006. Pengujian dilakukan dengan *independent t-test*. Temuannya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* dan volume perdagangan antara perusahaan yang masuk dalam sepuluh besar dan non sepuluh besar peringkat CGPI. Hal ini menunjukkan bahwa informasi mengenai pengumuman CGPI tidak efektif dalam mempengaruhi keputusan investor.

## 2.8 Model Penelitian

Model merupakan suatu penjelasan dari kondisi aktual sebagai suatu sistem atau proses. Model mencoba untuk menjelaskan, memprediksi, dan mengontrol kondisi aktual itu. Penelitian ini menggunakan model regresi untuk data panel sebagai gabungan data *cross section* dan data *time series*. Model regresi yang ditawarkan didasarkan pada model yang dikembangkan Nachrowi, 2006, hal. 310, sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_i \quad (2.1)$$

$$i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T$$

di mana :     N : banyaknya observasi

              T : banyaknya waktu

              N x T : banyaknya pengamatan data panel

Model regresi pertama menggunakan *return on equity* (ROE) sebagai ukuran kinerja operasional perusahaan, sedangkan model regresi kedua menggunakan Tobin's Q sebagai ukuran kinerja pasar perusahaan. Analisis regresi ini digunakan untuk mengetahui apakah hipotesis penelitian terbukti signifikan atau tidak signifikan, dengan persamaan sebagai berikut:

Model ke-1:

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 ASSET_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.2)$$

di mana:

ROE           : *Return on Equity*

$\alpha$            : konstanta

$\beta$             : koefisien regresi

CG<sub>it</sub>         : indeks CG

ASSETit : komposisi aktiva  
 GROWTHit : kesempatan pertumbuhan  
 SIZEit : ukuran perusahaan  
 $\varepsilon_{it}$  : *error* (tingkat kesalahan)

Model ke-2:

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 ASSET_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.3)$$

di mana:

Q : nilai Tobin's Q  
 $\alpha$  : konstanta  
 $\beta$  : koefisien regresi  
 CGit : indeks CG  
 ASSETit : komposisi aktiva  
 GROWTHit : kesempatan pertumbuhan  
 SIZEit : ukuran perusahaan  
 $\varepsilon_{it}$  : *error* (tingkat kesalahan)