

**PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE*
PERCEPTION INDEX (CGPI) DAN UKURAN PERUSAHAAN (*SIZE*)
TERHADAP *ABNORMAL RETURNS* SAHAM
(Studi Kasus pada Peserta CGPI 2006-2009)**

Agus Salim
BPRS Bhakti Sumekar
Email: agussalim_112@yahoo.co.id

Abstrak

Corporate Governance Perception Index (CGPI) merupakan informasi tentang penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Informasi CGPI secara konsisten disampaikan pada setiap tahunnya sejak tahun 2001. Informasi ini diharapkan dapat memicu perusahaan untuk meningkatkan kualitas penerapan konsep *Corporate Governance*. Karena CGPI dinilai dapat mempengaruhi kepercayaan investor terhadap perusahaan yang menerapkan prinsip *Corporate Governance* yang secara konsisten.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar di sekitar tanggal publikasi CGPI serta menguji pengaruh *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) dan *Size* (ukuran perusahaan) terhadap *abnormal return* saham perusahaan yang masuk CGPI tahun 2006-2009. Penelitian ini termasuk kategori penelitian empiris dengan pendekatan studi peristiwa (*event study*). Alat analisis yang akan digunakan adalah regresi linear berganda. Hasil pengujian menunjukkan terdapat reaksi pasar di seputar publikasi CGPI yaitu pada t_0 , $t+1$, $t+3$, dan $t+5$. Hasil pengujian secara simultan menunjukkan bahwa variabel-variabel yang digunakan berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return*. *Adjusted R square* (R^2) menunjukkan bahwa variabel-variabel yang digunakan dapat menjelaskan variabilitas *abnormal return* sebesar 7,7%, sedangkan sisanya ($100\% - 7,7\% = 92,3\%$) dijelaskan oleh variabel-variabel diluar model regresi linear yang digunakan. Pengujian secara parsial menunjukkan bahwa CGPI tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal returns* sedangkan *Size* berpengaruh negatif signifikan terhadap *abnormal return*.

Kata Kunci: *CGPI, SIZE, Abnormal Return*.

Abstract

Corporate Governance Perception Index (CGPI) is a kind of information about the application of *Good Corporate Governance* (GCG) to companies in Indonesia. Since 2001, CGPI information has been consistently delivered annually. This information is expected to trigger the company to improve the quality of the application of the *Corporate Governance* concept. Because CGPI is considered to affect investor confidence to the companies consistently applying the principles of *Corporate Governance*.

This research aims to determine the market reaction around the date of CGPI publication and examine the effect of Corporate Governance Perception Index (CGPI) and Size (company size) against the abnormal return of the company's shares that entered CGPI in 2006-2009. This research belongs to empirical research category by using event study approach. The analyzer instrument that used in this research is multiple linear regressions. The test results shows that there is a market reaction around CGPI publication namely at t_0 , $t + 1$, $t + 3$, and $t + 5$. The test results simultaneously shows that the variables used significantly affect the abnormal return. The adjusted R square (R^2) indicated that the variables used can explain the abnormal return variability of 7.7%, while the remainder ($100\% - 7.7\% = 92.3\%$) is explained by variables outside the linear regression model used. The partial test indicated that CGPI has no significant effect on abnormal return while the size has significant negative effect to abnormal return one.

Keywords: CGPI, SIZE, Abnormal Return.

Pendahuluan

Perkembangan dunia usaha yang semakin pesat dewasa ini telah banyak mengubah iklim usaha di Indonesia. Seiring dengan perkembangan perekonomian tersebut, saat ini tumbuh beragam perusahaan baru yang bergerak diberbagai bidang. Sehingga, persaingan antar perusahaan semakin ketat. Untuk mengikuti perkembangan bisnis yang semakin kompleks diperlukan keseimbangan informasi yang sesuai dan memadai. Perusahaan dituntut untuk lebih transparan dalam mengungkapkan informasi perusahaannya.

Tujuan suatu perusahaan didirikan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan memberikan manfaat serta meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang sahamnya. Namun yang terjadi, manajer sebagai pengelola perusahaan mempunyai tujuan yang berbeda terutama dalam hal peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima, yang akan menyebabkan jatuhnya harapan investor tentang pengembalian (*return*) atas dana yang telah mereka tanamkan. Oleh karena itu, perlu adanya suatu sistem yang menjembatani adanya pemisahan kepentingan antara pemilik dan pengelola di dalam suatu perusahaan. Pemisahan ini diharapkan dapat mensejajarkan kepentingan pemilik atau pemegang saham dengan kepentingan manajer selaku pengelola perusahaan. Sistem tersebut adalah dengan pengelolaan perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance - GCG*). Dengan adanya *Corporate Governance (CG)* diharapkan bisa

berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan.

Disamping itu, desakan terhadap penerapan *good corporate governance* disebabkan oleh adanya laporan *World Bank* pada tahun 1999. Dalam laporan tersebut dijelaskan bahwa krisis ekonomi di Asia Timur disebabkan oleh kegagalan sistematis penerapan *corporate governance* yang berasal dari sistem kerangka hukum yang lemah, standar akuntansi dan standar auditing yang tidak konsisten, praktik perbankan yang buruk, pengawasan *board of director* yang tidak efektif, serta kurangnya mempertimbangkan hak saham minoritas. Dalam kajiannya, Bank Pembangunan Asia menarik kesimpulan bahwa krisis ekonomi yang menimpa negara-negara ASEA adalah terutama akibat sistem *corporate governance* yang buruk dalam perekonomian.

Good Corporate Governance merupakan sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah (*value added*) untuk semua *stakeholder*. Jadi *Good Corporate Governance* merupakan prinsip dalam pengelolaan perusahaan, yang tidak hanya melihat dari sisi peningkatan nilai perusahaan, tetapi juga tetap melindungi kepentingan seluruh *stakeholder* perusahaan. Untuk mendorong penerapan *Good Corporate Governance* di Indonesia terdapat *The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)*. IICG merupakan lembaga organisasi independen yang didirikan untuk memasyarakatkan konsep praktik dan manfaat *Corporate Governance* kepada dunia usaha khususnya dan masyarakat luas pada umumnya.

Salah satu bentuk kegiatan yang dilakukan IICG adalah penilaian penerapan GCG di Indonesia yang dikenal dengan CGPI (*Corporate Governance Perception Index*). *Corporate Governance Perception Index* adalah program riset dan pemeringkatan penerapan GCG pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. CGPI diikuti oleh Perusahaan Publik (Emiten), BUMN, Perbankan, dan Perusahaan Swasta lainnya. Program CGPI secara konsisten telah diselenggarakan pada setiap tahunnya sejak tahun 2001. CGPI diselenggarakan oleh IICG sebagai lembaga swadaya masyarakat independen bekerjasama dengan Majalah SWA sebagai mitra media publikasi. Program ini dirancang untuk memicu perusahaan dalam meningkatkan kualitas penerapan konsep *Corporate Governance* melalui perbaikan yang berkesinambungan (*continous improvement*) dengan melaksanakan evaluasi dan melakukan studi banding.

IICG melalui program CGPI melakukan penilaian pelaksanaan CG perusahaan. Manfaat dilakukannya CGPI yaitu: (1) Perusahaan dapat membenahi faktor-faktor internal organisasinya yang belum sesuai dan belum mendukung terwujudnya GCG berdasarkan hasil temuan selama survey CGPI berlangsung. (2) Kepercayaan investor dan publik meningkat terhadap perusahaan karena adanya hasil publikasi IICG tentang pelaksanaan konsep CG yang dilakukan perusahaan. (3) Peningkatan kesadaran bersama di kalangan internal perusahaan dan stakeholders terhadap pentingnya GCG dan pengelolaan perusahaan ke arah pertumbuhan yang berkelanjutan. (4) Pemetaan masalah-masalah strategis yang terjadi di perusahaan dalam penerapan GCG sebagai dasar dalam pembuatan kebijakan yang diperlukan. (5) CGPI dapat dijadikan sebagai indikator atau standar mutu yang ingin dicapai

perusahaan dalam bentuk pengakuan dari masyarakat terhadap penerapan prinsip-prinsip GCG. (6) Perwujudan komitmen dan tanggungjawab bersama serta upaya yang mendorong seluruh anggota organisasi perusahaan untuk menerapkan GCG.

Secara empiris terbukti bahwa investor bersedia memberi premium yang cukup tinggi kepada perusahaan yang menerapkan prinsip *Corporate Governance* yang secara konsisten. McKinsey menemukan bukti tambahan bahwa saham perusahaan yang disurvei menikmati valuasi pasar sampai dengan 10%-12%. Hal ini merefleksikan kepercayaan investor terhadap konsep *Corporate Governance* tersebut. Selain itu, bukti empiris juga menyatakan bahwa perusahaan yang menerapkan *Corporate Governance* akan cenderung meningkat kinerjanya. Sejalan dengan penelitian tersebut, survei yang dilakukan terhadap 189 perusahaan publik di enam *emerging market* – India, Malaysia, Meksiko, Korea Selatan, Taiwan, dan Turki – menunjukkan kaitan yang erat antara penerapan *Corporate Governance* dengan harga saham perusahaan-perusahaan tersebut. Hal tersebut disebabkan hampir 75% investor menganggap keterbukaan dan informasi mengenai penerapan *Corporate Governance* sama pentingnya dengan informasi keuangan yang dipublikasikan oleh suatu perusahaan. Bahkan beberapa pihak menganggap informasi mengenai penerapan *Corporate Governance* tersebut lebih penting daripada laporan keuangan perusahaan.

Informasi adalah segala pemberitaan di dalam pasar modal maupun di luar pasar modal yang diterima investor dengan harapan dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi yang efisien. Informasi yang masuk ke bursa efek

memiliki pengaruh terhadap segala aktivitas perdagangan di pasar modal. Hal ini disebabkan karena para investor akan menganalisa lebih lanjut mengenai informasi yang masuk di pasar modal. Suatu informasi dianggap informatif, jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan para pengambil keputusan. Adanya suatu informasi yang baru akan membentuk suatu kepercayaan yang baru dikalangan investor. Kepercayaan yang baru ini akan mengubah harga melalui perubahan *demand* dan *supply* surat-surat berharga.

CGPI merupakan salah satu informasi yang masuk di pasar modal. Informasi mengenai CGPI diharapkan dapat memberikan dampak positif terutama yang menyangkut kepercayaan investor atas dana yang diinvestasikan. Pengaruh pengumuman CGPI dimungkinkan akan memberikan reaksi positif investor serta mampu mengubah harapan investor tentang perusahaan yang bersangkutan. Informasi tentang CGPI akan membentuk kepercayaan baru di kalangan investor yang akan mempengaruhi keputusan investasinya yang tercermin dalam permintaan dan penawaran saham, yang selanjutnya akan mempengaruhi *abnormal return* saham.

Berdasarkan paparan latar belakang masalah di atas, yaitu bahwa *Good Corporate Governance* memang memberikan manfaat yang sangat besar bagi perusahaan, namun apakah *Good Corporate Governance* khususnya *Corporate Governance Perception Index* dapat meningkatkan kepercayaan masyarakat, terutama para investor atau *stakeholders*-nya, perlu diteliti kembali, terutama untuk perusahaan-perusahaan di negara berkembang seperti Indonesia.

Disamping itu, nilai pasar perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan dikelola (*corporate governance*). Ada banyak hal lain yang bisa jadi ikut menentukan tinggi atau rendahnya nilai pasar perusahaan, antara lain *Size* (ukuran perusahaan). *Size* diukur dengan menggunakan *total asset* perusahaan. Perusahaan yang memiliki *total asset* besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan *total asset* yang kecil. Dengan demikian, dalam penelitian ini memasukkan *Size* sebagai variabel independen.

Berdasarkan asumsi, pertimbangan dan alasan tersebut maka muncullah dorongan untuk mengetahui dan mempelajari tentang *Good Corporate Governance* yang berkaitan dengan *Corporate Governance Perception Index*.

Kerangka Berfikir

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksa dana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain, dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya.

Bursa efek merupakan salah satu lembaga keuangan di bawah pasar modal sebagai lembaga yang menyelenggarakan kegiatan perdagangan sekuritas. Para pelaku modal dapat membeli ataupun menjual saham di bursa efek. Investor lebih berminat pada saham karena memberikan keuntungan yang menarik berupa dividen. Selain memberikan keuntungan, investasi dalam saham juga memberikan kemungkinan kerugian. Oleh karena itu investor harus lebih berhati-hati serta membutuhkan informasi yang akurat dan lengkap dalam pengambilan keputusan.

Salah satu informasi yang masuk di pasar modal adalah *Corporate Governance Perception Index*(CGPI).CGPI adalah program riset dan pemeringkatan penerapan GCG pada perusahaan-perusahaan di Indonesia yang dilakukan *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG).Informasi mengenai CGPI diharapkan dapat memberikan dampak positif terutama yang menyangkut kepercayaan investor atas dana yang diinvestasikan. Pengaruh pengumuman CGPI dimungkinkan akan memberikan reaksi positif investor serta mampu mengubah harapan investor tentang perusahaan yang bersangkutan.

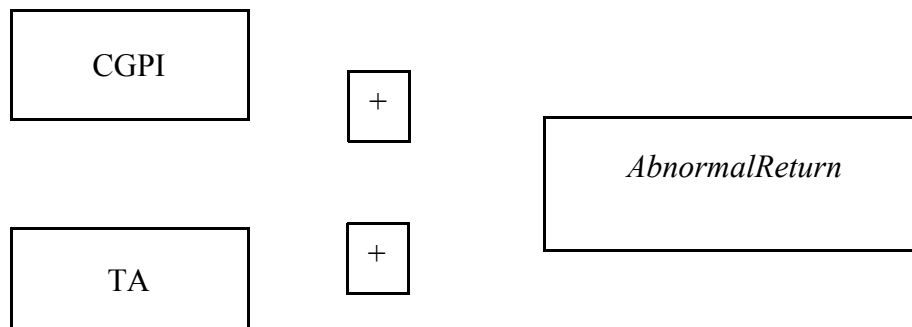
Xiaonian, et. al. menyatakan bahwa pemegang saham saat ini sangat aktif dalam meninjau kinerja perusahaan karena mereka menganggap bahwa *good corporate governance* yang lebih baik akan memberikan imbalan hasil yang lebih tinggi bagi mereka. Penerapan *good corporate governance* yang baik berfokus pada proses manajemen risiko dan pengendalian internal yang efektif akan meningkatkan kinerja dan daya saing serta kreatifitas nilai perusahaan yang pada nantinya dapat mencapai tujuan yang diinginkan. *Good corporate governance* dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, mengurangi risiko yang mungkin dilakukan oleh

dewan dengan keputusan yang menguntungkan sendiri, umumnya *good corporate governance* dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya yang akan berdampak terhadap kinerjanya.

Dengan demikian *Corporate Governance Perception Index* sebagai informasi hasil riset dan pemeringkatan penerapan GCG pada suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap perusahaan yang bersangkutan. Informasi tentang CGPI akan membentuk kepercayaan baru di kalangan investor yang akan mempengaruhi keputusan investasinya yang tercermin dalam permintaan dan penawaran saham, yang selanjutnya akan mempengaruhi *abnormal return* saham. Karena dengan bersedia mengikuti survei saja, perusahaan sudah menunjukkan adanya itikad menjadi perusahaan yang terpercaya dan terbuka.

Ukuran perusahaan (*size*) menjadi salah satu pertimbangan investor dalam memutuskan investasinya. Salah satu tolok ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan tersebut. Aktiva merupakan sumber dana yang dikuasai oleh perusahaan sebagai akibat dari peristiwa masa lalu yang diharapkan akan memberikan manfaat ekonomi bagi perusahaan dimasa depan. Semakin besar aktiva menunjukkan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk melakukan aktivitas operasionalnya sehingga kinerja perusahaan semakin baik. Ketika kinerja perusahaan membaik maka harga saham perusahaan di pasar modal cenderung naik dan hal itu akan berdampak pada meningkatnya *return* saham.

Berdasarkan telaah literatur di atas, maka bisa dibuat suatu kerangka teoritis yang dapat digambarkan dalam bentuk diagram skematik sebagai berikut:



Hipotesis Penelitian

Adapun Hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. :Terdapat reaksi pasar di sekitar tanggal publikasi CGPI tahun2006-2009.
2. :CGPI berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal returns*saham.
3. :Totalaktiva berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* saham.

Jenis dan Sifat Penelitian

Berdasarkan tujuannya, penelitian ini termasuk dalam jenis penelitian empiris tentang studi peristiwa (*event study*) yaitu penelitian yang meneliti dampak

adanya suatu peristiwa tertentu terhadap sesuatu yang dipelajari. Peristiwa yang dimaksud di sini adalah suatu peristiwa yang memiliki arti tersendiri bagi hidup dan kehidupan perusahaan pengeluar saham (emiten), baik yang terjadi di dalam atau diluar emiten. Peristiwa atau *event* yang dipilih dalam penelitian ini adalah peristiwa publikasi hasil survei CGPI dimana fokus penelitian ini adalah dampak dari *event* tersebut terhadap *Abnormal Return* saham untuk tahun 2006-2009. Adapun *event window* yang digunakan dalam penelitian ini adalah selama 11 hari (5 hari sebelum peristiwa, 1 hari peristiwa dan 5 hari sesudah hari peristiwa).

Penelitian ini bersifat eksplanasi. Penelitian eksplanasi adalah penelitian yang dimaksudkan untuk menjelaskan suatu generalisasi sampel terhadap populasinya atau menjelaskan hubungan, perbedaan, atau pengaruh suatu variabel dengan variabel lain. Lebih lanjut, Sugiyono menjelaskan bahwa berdasarkan tingkat eksplanasinya penelitian ini dapat dimasukkan dalam kategori penelitian asosiatif. Penelitian ini bersifat asosiatif yaitu dengan cara menemukan hubungan-hubungan atau ide-ide baru antara variabel dependen terhadap variabel independen. Variabel dependen terdiri dari CGPI serta satu variabel control yaitu *Size*, sedangkan variabel independennya adalah *abnormal return*.

Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk *Corporate Governance Perception Index* tahun 2006-2009. Berikut adalah nama-nama perusahaan yang menjadi populasi untuk penelitian ini:

Tabel 3.1
Nama-Nama Perusahaan Peserta CGPI 2006

NO	PERUSAHAAN	SKOR
1	PT Bank Niaga Tbk.	87,90
2	PT Aneka Tambang Tbk.	82,07
3	PT Adhi Karya Tbk.	81,79
4	PT United Tractors Tbk.	81,53
5	PT Tambang Batubara Bukti Asam Tbk.	80,87
6	PT Astra Graphia Tbk.	80,30
7	PT Kalbe Farma Tbk.	79,70
8	PT Bank BNI (Persero) Tbk.	79,46
9	PT Bank Permata Tbk.	78,85
10	PT Apexindo Pratama Duta Tbk.	77,61
11	PT Indosat Tbk.	77,42
12	PT Bakrie & Brorhe Tbk.	76,31
13	PT Citra Marga Nusaphala Tbk.	69,78
14	PT Wijaya Karya (Persero)	68,53
15	PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk.	67,50

Sumber: Majalah SWA 01/XXV/9-23 JANUARI 2008

Tabel 3.2
Nama-Nama Perusahaan Peserta CGPI 2007

NO	PERUSAHAAN	SKOR
1	PT Bank CIMB Niaga Tbk.	88,30
2	PT United Tractors Tbk.	83,42
3	PT Aneka Tambang Tbk.	83,41
4	PT Adhi Karya (persero) Tbk.	82,07
5	PT Tambang Batubara Bukti Asam Tbk.	81,23
6	PT Indosat Tbk	80,24
7	PT Bank NISP Tbk	79,83
8	PT Wijaya Karya Tbk	78,55
9	PT Elnusa Tbk	78,28
10	PT BFI Finance Indonesia Tbk.	74,49
11	PT Citra Marga Nusapala Persada Tbk.	69,66
12	PT Bakrieland Developmene Tbk.	69,17
13	PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk.	68,82
14	PT Panorama Transportasi Tbk.	60,55

Sumber: Majalah SWA 27/XXIV/18 DESEMBER 2008 –
7 JANUARI 2009

Tabel 3.3
Nama-Nama Perusahaan Peserta CGPI 2008

NO	PERUSAHAAN	SKOR
1	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk.	88,67
2	PT Bank CIMB Niaga Tbk.	88,37
3	PT Aneka Tambang Tbk.	85,87
4	PT United Tractors Tbk.	85,44
5	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk.	82,27
6	PT Elnusa Tbk.	81,74
7	PT Bank Negara Indonesia Tbk.	81,63
8	PT Jasa Marga (Persero) Tbk.	81,62
9	PT Adhi Karya (Persero) Tbk.	81,54
10	PT Krakatau Steel (Persero)	80,75
11	PT Bakrieland Development Tbk.	76,93
12	PT Bumi Resources Tbk.	73,82
13	PT Panorama Transportasi Tbk.	68,71

Sumber: Majalah SWA 27/XXV/21 DESEMBER 2009 – 6 JANUARI 2010

Tabel 3.4
Nama-Nama Perusahaan Peserta CGPI 2009

NO	PERUSAHAAN	SKOR
1	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk.	89,04
2	PT United Tractors Tbk.	86,89
3	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk.	85,99
4	PT Bukit Asam (Persero) Tbk.	84,11
5	PT Krakatau Steel (Persero)	82,98
6	PT Asuransi Jasa Indonesia (Persero)	82,74
7	PT Jasa Marga (Persero) Tbk.	82,65
8	PT Elnusa Tbk.	82,55
9	PT Adhi Karya (Persero) Tbk.	82,23
10	PT Astra Otoparts Tbk.	76,99
11	PT Bakrieland Development Tbk.	76,96
12	PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.	70,69
13	PT Bank ICB Bumiputera Tbk.	77,60
14	PT Timah (Persero) Tbk.	73,19
15	PT Panorama Transportasi Tbk.	69,97
16	PT Bakrie Telecom Tbk.	69,42
17	PT Bumi Resources Tbk.	69,33

Sumber: Majalah SWA 26/XXV/9 - 19 DESEMBER 2010

Pengujian Reaksi Pasar

Reaksi pasar di sekitar tanggal publikasi CGPI dapat diketahui dengan melihat hasil perhitungan *average abnormal return* pada *event window* yang digunakan. Hasil perhitungan *average abnormal return* dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.4
Hasil Perhitungan *Average Abnormal Return*(AAR)

Hari ke	AAR
5	0,00191
4	-0,00151
3	0,00712
2	-0,00080
1	0,00868
0	0,01245
-1	-0,00631
-2	-0,00763
-3	-0,01355
-4	-0,00097
-5	-0,00419

Sumber: Data diolah

Hasil perhitungan *average abnormal return* Pada Tabel 4.4 menunjukkan bahwa reaksi pasar terjadi pada hari publikasi (t_0) sebesar 0,01245, satu hari setelah publikasi ($t+1$) sebesar 0,00868, tiga hari setelah publikasi ($t+3$) sebesar 0,00712, serta lima hari setelah publikasi ($t+5$) sebesar 0,00191. Dengan demikian maka hasil yang akan digunakan untuk menguji pengaruh CGPI dan *Size* terhadap *abnormal return* adalah hari dengan nilai *average abnormal return* tertinggi yaitu pada hari publikasi (t_0) dengan AAR sebesar 0,01245. Pengujian tersebut juga bisa membuktikan apakah adanya *abnormal return* pada beberapa hari pengujian disebabkan oleh publikasi CGPI.

Uji Asumsi Klasik

Pengujian hipotesis dengan model regresi linear berganda harus menghindari adanya penyimpangan asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik ini dimaksudkan agar variabel *Corporate Governance Perception Index* dan *Size* (ukuran perusahaan) menjadi variabel pengaruh atas variabel dependen *Abnormal Return* tidak bias. Variabel tersebut dinyatakan tidak bias apabila tidak ada gejala asumsi klasik yaitu: multikolonieritas, heteroskedastisitas, dan normalitas. Dalam pengujian hipotesis dengan model yang digunakan, maka diharapkan dapat menghasilkan suatu model yang baik, sehingga hasil analisisnya juga baik dan tidak bias.

1. Uji Multikolonieritas

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel saling berhubungan secara linier. Uji multikolonieritas dapat dilihat dari *Variance Inflation Faktor* (VIF) dan nilai *tolerance*. Kedua ukuran ini menunjukkan sikap variabel independen manakah yang dijelaskan variabel independen lainnya. Multikolonieritas terjadi jika nilai $tolerance < 0,10$ atau sama dengan $VIF > 10$.

Hasil uji multikolonieritas (uji VIF) dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.5
Hasil Uji Multikolonieritas
(Uji VIF)

Variabel independen	Tolerance	VIF
CGPI	0.784	1.276
LnTA	0.784	1.276

Sumber: Data diolah

Hasil uji multikolonieritas (uji VIF) Pada Tabel 4.5 menunjukkan bahwa nilai VIF kurang dari 10 dan *tolerance* lebih dari 0.1, maka dapat disimpulkan bahwa pada model regresi tidak terdapat gejala *Multikolonieritas*. Sehingga

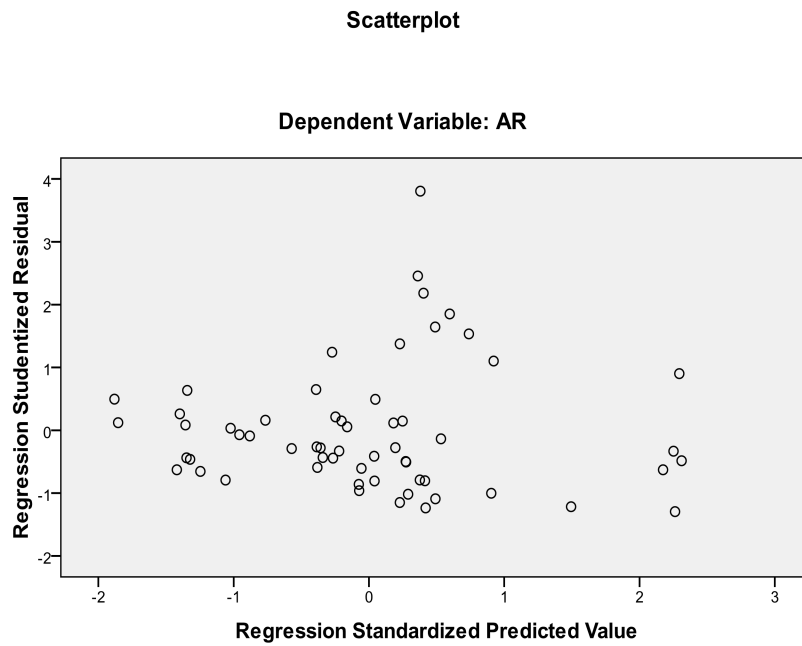
model regresinya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen.

2. Uji Heteroskedastisitas

Model regresi yang baik adalah varian residualnya bersifat homoskedastisitas atau tidak terjadi gejala heteroskedastisitas. Metode yang digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam penelitian ini dengan menggunakan *Scatterplot* nilai residual variabel dependen. Pengambilan kesimpulan bisa diambil dengan memperhatikan sebaran *plot* data. Jika sebaran data tidak mengumpul di satu sudut atau bagian maka disimpulkan tidak terjadi *heteroskedastisitas*, sehingga dikatakan data adalah homogen.

Dari gambar 4.1 dapat dilihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi *heteroskedastisitas* pada model regresi karena *plot* yang didapatkan tidak mengumpul di satu sudut atau bagian.

Gambar 4.1 Scatterplot



Sumber: Data diolah

3. Uji Normalitas

Regresi yang baik adalah regresi yang memiliki data residual yang terdistribusi normal. Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan uji

statistik *non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S)*.

Dengan pengambilan keputusannya adalah:

- 1) Jika nilai $\text{sig} < \alpha$ maka H_0 ditolak
- 2) Jika nilai $\text{sig} > \alpha$ maka H_0 diterima

Jika signifikansi pada nilai *Kolmogorov-Smirnov* < 0.05 , maka H_0 ditolak, jadi data residual berdistribusi tidak normal. Jika signifikansi pada nilai *K-S* > 0.05 , maka H_0 diterima, jadi data residual berdistribusi normal.

Dari hasil perhitungan dengan jumlah sampel 59, diperoleh nilai *Kolmogorov-Smirnov* $Z = 1.269$, sedangkan *Asymp. Sig* = 0.080.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai *Asymp. Sig* sebesar 0.080, hal ini menunjukkan bahwa nilai *sig.* lebih besar dari nilai tingkat kepercayaan ($\alpha = 0,05$). Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa H_a ditolak dan menerima H_0 sehingga dalam model regresi ini variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal.

Jadi secara keseluruhan dari hasil uji asumsi klasik yang digunakan, dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini memenuhi semua persyaratan uji asumsi klasik.

Analisis Regresi Berganda

Analisis pengaruh *Sizedan Corporate Governance Perception Index* terhadap *Abnormal return* dapat dilihat dari analisis regresi berganda yang lengkapnya dapat dilihat pada lampiran dan terangkum pada tabel berikut ini:

Tabel 4.6

Hasil Uji Analisis Regresi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Standar Error	Beta		
(Constant)	0.282	0.108		2.620	0.011
CGPI	0.00086	0.001	0.028	0.199	0.843
LnTA	-0.010	0.004	0.017	-2.456	0.017

Variabel Dependen: AAR

Sumber : data diolah

Berdasarkan hasil analisis regresi seperti tertera pada ringkasan tabel 4.6di atas diperoleh persamaan model regresi yaitu:

$$Abnormal\ return = 0.282 + 0.00086CGPI - 0.010LnTA + e$$

Uji Model

1. Uji F

Pengujianhipotesisyang menyatakanadapengaruh secara simultan CGPI dan *Size* terhadap *Abnormal return* dapat dilihat dari hasil uji F. Kriteria pengujiannya apabila nilai p value < 0,05, dapat disimpulkan bahwa Ha diterima.

Dari hasil perhitungan dengan jumlah sampel 59, diperoleh nilai F hitung = 3.584, sedangkan nilai Signifikansi = 0.034.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa F hitung (3.584) dengan nilai p value = 0.034 lebih kecil dari 0.05 (0.034 < 0.05). Hal ini menunjukkan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *abnormal return* perusahaan.

2. Koefisien Determinasi

Koefisien Determinasi (R²) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen.

Namun penggunaan koefisien determinasi R² memiliki kelemahan, yaitu bias

terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel maka R² meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen atau tidak. Oleh karena itu, koefisien determinasi dalam penelitian ini menggunakan nilai *Adjusted R²*.

Dari hasil perhitungan koefisien determinasi diperoleh nilai $R = 0.337(a)$, $R\ Square = 0.113$, sedangkan $Adjusted\ R\ Square = 0.082$.

Berdasarkan hasil tersebut, dimana *R-square* sebesar 0.113 yang berarti bahwa kontribusi CGPI dan *Size* secara simultan berpengaruh terhadap *abnormal return* sebesar 11,3%. Sedangkan nilai *adjusted R square* sebesar 0,082. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 8,2%. Sedangkan sisanya ($100\% - 8,2\% = 91,8\%$) dijelaskan oleh variabel-variabel diluar model regresi linear yang digunakan.

3. Uji t

Pengujian hipotesis yang menyatakan ada pengaruh secara parsial CGPI dan *Size* terhadap *Abnormal return* dapat dilihat dari hasil uji t. Kriteria pengujiannya apabila nilai p value < 0,05, dapat disimpulkan bahwa H_a diterima.

Hasil uji t dapat dilihat pada Tabel berikut ini:

Tabel 4.7
Hasil Uji t

Keterangan	Prediksi	koefisien	Sig.	Ho
(Constanta)		0.082	0.011	Ditolak
CGPI	+	0.00086	0.843	Tidak Ditolak
LnTA	+	-0.010	0.017	Tidak Ditolak
Variabel dependen: <i>Abnormal return</i> (AAR) *Signifikan pada $\alpha = 0.05$				

Sumber: Data diolah

- a. Pada tabel 4.7 di atas, nilai koefisien regresi α (constant) = 0.082 dengan signifikansi t sebesar 0.011 lebih kecil dari 0.05 ($0.011 < 0.05$). Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan untuk memprediksi *abnormal return* perusahaan terlalu sederhana yang disebabkan oleh kurangnya variabel yang digunakan dalam penelitian. Sehingga untuk peneliti selanjutnya sebaiknya menambah variabel-variabel lain yang disinyalir dapat mempengaruhi *abnormal return* saham. Variabel yang dapat digunakan antara lain adalah:

- 1) *Return On Asset (ROA)*.

ROA adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset tertentu. Rasio ini dapat digunakan untuk mengukur seberapa besar laba bersih yang diperoleh dari seluruh kekayaan (aktiva) yang dimiliki perusahaan. Kenaikan pada rasio ini berarti terjadi kenaikan laba bersih perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan harga saham dan pada gilirannya akan meningkatkan *return* saham.

- 2) *Net Income*.

Net income merupakan selisih antara total penghasilan dan beban. Penghasilan tersebut meliputi pendapatan maupun keuntungan. Keberhasilan suatu perusahaan tercermin dari keuntungan yang diperoleh setiap tahunnya. Suatu perusahaan yang mampu meraih keuntungan setiap tahunnya mengindikasikan suatu kemajuan, sedangkan jika menderita kerugian setiap tahunnya maka mengindikasikan kebangkrutan. Semakin besar *net income* menunjukkan semakin efektif aktivitas operasional suatu

perusahaan, sehingga kinerja keuangan perusahaan semakin meningkat. Dengan meningkatnya kinerja suatu perusahaan maka dapat berdampak positif terhadap *return* saham.

b. Pengujian Hipotesis Pertama

:Tidak terdapat reaksi pasar di sekitar tanggal publikasi CGPI tahun

2006-2009.

Pada Tabel 4.4 menunjukkan bahwa reaksi pasar terjadi pada hari publikasi (t_0) sebesar 0,01245, satu hari setelah publikasi ($t+1$) sebesar 0,00868, tiga hari setelah publikasi ($t+3$) sebesar 0,00712, serta lima hari setelah publikasi ($t+5$) sebesar 0,00191. Dengan demikian, yang menyatakan bahwa tidak

terdapat reaksi pasar di sekitar tanggal publikasi CGPI tahun 2006-2009 ditolak.

c. Pengujian Hipotesis Kedua

:*Corporate Governance Perception Index* tidak berpengaruh positif

signifikan terhadap *abnormal return saham*.

Pada tabel 4.7 di atas, nilai koefisien regresi $CGPI = 0.00086$ menunjukkan bahwa setiap kenaikan CGPI sebesar 1%, maka nilai AR akan mengalami kenaikan sebesar 0.086%, dengan asumsi variabel yang lain konstan. Signifikansi t sebesar 0.843 lebih besar dari 0.05 ($0.843 > 0.05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa CGPI tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki arah yang positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, yang menyatakan bahwa CGPI tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* tidak ditolak.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa kandungan informasi tentang CGPI akan membentuk kepercayaan baru di kalangan investor yang akan mempengaruhi keputusan investasinya yang tercermin dalam permintaan dan penawaran saham, yang selanjutnya akan mempengaruhi *abnormal return* saham. Tidak adanya pengaruh signifikan antara CGPI terhadap *abnormal return* salah satu penyebabnya adalah

lambatnya publikasi CGPI tersebut. Publikasi CGPI dilaksanakan akhir tahun pada tahun berikutnya, jadi untuk CGPI tahun 2007 dipublikasikan pada Desember 2008 dan seterusnya.

Pada dasarnya publikasi CGPI menggambarkan tentang pelaksanaan konsep *Corporate Governance* pada suatu perusahaan selama satu tahun. Jadi ketika publikasi CGPI dilaksanakan akhir tahun pada tahun berikutnya maka kemungkinan investor untuk menjadikan informasi tersebut sebagai acuan dalam keputusan investasinya sangat kecil, bahkan hal yang wajar ketika informasi tersebut sama sekali tidak direspon oleh investor, karena informasi tersebut menggambarkan pelaksanaan konsep *Corporate Governance* suatu perusahaan pada satu tahun sebelumnya.

Hasil tersebut sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa, ketepatan waktu sebuah informasi akan mempengaruhi proses pengambilan keputusan. Apabila informasi tidak disampaikan dengantepat waktu akan menyebabkan informasi tersebut kehilangan nilai di dalam mempengaruhi kualitas keputusan. Meskipun ketepatan waktu tidak menjamin relevansi tetapi relevansi tidaklah mungkin tanpa ketepatan waktu. Oleh sebab itu, proses akumulasi, peringkasan, dan penyajian informasi harus dilakukan secepat mungkin untuk menjamin tersedia informasi ditangan pemakai atau *stakeholder*. Ketepatan waktu memiliki dua sub-dimensi, yaitu (1) frekuensi pelaporan berkenaan dengan seberapa sering informasi diberikan pada *stakeholder* (2) kecepatan tersedianya informasi berkenaan dengan ketinggalan waktu antara ketika *stakeholder* membutuhkan informasi dan ketika informasi tersedia (*up-to date / out-to date*).

d. Pengujian Hipotesis Ketiga

:Total aktiva tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* saham.

Pada tabel 4.7 di atas, nilai koefisien regresi -0.010 menunjukkan bahwa setiap kenaikan total aktiva sebesar 1%, maka nilai AR akan mengalami penurunan sebesar 1%, dengan asumsi variabel yang lain konstan. Signifikansi t sebesar 0.017 lebih kecil dari 0.05 ($0.017 < 0.05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa total aktiva berpengaruh negatif signifikan terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, H_03 yang menyatakan bahwa total aktiva tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal returns* saham tidak ditolak.

Hasil tersebut tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa total aktiva perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal returns* saham. Hal tersebut dikarenakan penelitian ini merupakan penelitian studi peristiwa (*event study*) dimana peristiwa atau *event* yang diteliti adalah publikasi *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* tahun 2006-2009 dengan populasi perusahaan yang masuk CGPI 2006-2009. Dengan demikian, maka investor dalam keputusan investasinya tidak hanya mempertimbangkan ukuran perusahaan sebagai salah satu faktor yang dapat meningkatkan *abnormal returns* saham. Akan tetapi juga memperhatikan bahwa dalam penerapan *good corporate governance*, perusahaan besar dapat memiliki masalah keagenan yang lebih besar (karena lebih sulit untuk dimonitor) sehingga membutuhkan *corporate governance* yang lebih baik. Jadi semakin besar ukuran perusahaan maka penerapan *corporate governance* semakin sulit. Dengan demikian, ukuran

perusahaan berpengaruh negatif terhadap penerapan *corporate governance*. Adanya pengaruh negatif *size* terhadap penerapan *corporate governance* akan berakibat pada kepercayaan investor terhadap perusahaan berukuran besar menurun. Sehingga hal tersebut akan berpengaruh negatif terhadap *abnormal returns* saham perusahaan.

Hasil tersebut sesuai dengan teori akuntansi positif (*positive accounting theory*). Dalam teori tersebut dijelaskan bahwa perusahaan besar cenderung menginvestasikan dananya ke proyek yang mempunyai varian rendah dengan Beta yang rendah untuk menghindari laba yang berlebihan. Dengan menginvestasikan ke proyek dengan Beta yang rendah akan menurunkan risiko dari perusahaan. Dengan demikian maka hubungan antara ukuran perusahaan dan *return* adalah negatif.

Disamping itu, terdapat beberapa penelitian yang menemukan bahwa *size* berpengaruh negatif terhadap *abnormal returns* saham. Salah satunya adalah Gordon dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *return-return* saham pada umumnya berhubungan kebalikan dengan ukuran perusahaan. Banz menemukan pula bahwa selama 40 tahun sampai tahun 1975, perusahaan-kecil di NYSE memberikan return yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan yang besar, ketika *return-return* tersebut disesuaikan dengan risiko yang menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Cahyani Nuswandari, Trinanda, Yudha Pranata, Diah Kusuma Wardani, Ary Wirajaya, Lutfirrahman AM, Nur Hidayati, dan Tulasmi yang menemukan hubungan yang

signifikan antara *Corporate Governance* (CGPI) dengan kinerja perusahaan (*abnormal return*) dan *Size* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Namun hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Sri Mulyati, Anindya Ardiansari, Luciana Spica Almilia, Lailul L. Sifa, Gordon dan Banz yang mengungkapkan bahwa tidak terdapat hubungan positif yang signifikan *Corporate Governance* (CGPI) dengan kinerja perusahaan (*abnormal return*) dan *Size* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data, pengujian hipotesis, dan pembahasan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil perhitungan *average abnormal return* terdapat reaksi pasar di seputar publikasi CGPI yaitu pada t_0 , $t+1$, $t+3$, dan $t+5$.
2. Secara simultan, semua variabel independen yang dipakai yaitu, *corporate governance perception index* dan *total asset* berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return* saham pada perusahaan yang masuk dalam *Corporate Governance Perception Index 2006-2009*.
3. Berdasarkan koefisien regresi, *corporate governance perception index* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal returns* saham pada perusahaan yang masuk dalam *Corporate Governance Perception Index 2006-2009*. Dengan demikian H_1 yang menyatakan bahwa CGPI berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* saham ditolak.

4. Berdasarkan koefisien regresi, *total asset* secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap *abnormal return* saham pada perusahaan yang masuk dalam *Corporate Governance Perception Index 2006-2009*. Dengan demikian H₂ yang menyatakan bahwa TA berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* saham ditolak.

DAFTAR PUSTAKA

- Daniel Ngantu Rahina, “Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Beta Terhadap Return Saham LQ45 pada Pasar *Bullish* dan *Bearish* di Bursa Efek Jakarta Periode 1997-1999”, *Tesis* tidak dipublikasikan, Universitas Diponegoro Semarang (2003)
- Hessel Nogi S. Tangkilisan, *Mengelola Kredit Berbasis Good Corporate Governance*, (Yogyakarta: Balairung & Co, 2003)
- Hadi, Syamsul, *Metodologi Penelitian Kuantitatif Untuk Akuntansi & Keuangan* (Yogyakarta: EKONESIA, 2006)
- Hanafi, Mamduh M, Abdul Halim, *Analisis Laporan Keuangan*, (Yogyakarta: UPP YKPN, 2007)
- Jos Luhukay, “Tata Pamong dan Nilai Perusahaan”, *Warta Ekonomi*, No. 21/XIV/2 September, 2002.
- M. Burhan Bungin, *Metodologi Penelitian Kuantitatif: Komunikasi, Ekonomi, dan Kebijakan Publik serta Ilmu-ilmu Sosial Lainnya* (Jakarta: Prenada Media Group, 2005)
- Sudarsosno, dan Mei Pendiriani, Pemanfaatan Pelaporan Interim Bagi Investor Dan Kreditur, Serta Ketepatan Waktu Penyampaian Laporan Tahunan, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 2, No. 1 (April, 2009)
- Samsul, Muhammad. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, (Jakarta: Erlangga, 2006)
- Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis* (Bandung: CV. Alfabeta, 2008)

Sukmawati sukamulja, “*Good Corporate Governance Di Sektor Keuangan: Dampak GCG Terhadap Kinerja Perusaha*”, *Jurnal BENEFIT* Vol. 8, No. 1 (Juni 2004)

Yudha Pranata, “Pengaruh Penerapan *Corporate Governance* Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan”, *Skripsi* tidak dipublikasikan, Universitas Islam Indonesia Yogyakarta (2007)