

BAB II

**REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN CORPORATE
GOVERNANCE PERCEPTION INDEX TAHUN 2001-2008 DAN
PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

II.1. *Corporate Governance*

Corporate governance merupakan serangkaian mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas dari ekspropriasi yang dilakukan oleh manajer dan pemegang saham pengendali dengan penekanan pada mekanisme legal (Shleiver dan Vishny, 1997 dalam Darmawati dkk., 2004). Mekanisme legal yang dimaksudkan dalam *corporate governance* memiliki arti bahwa mekanisme kunci dari *corporate governance* adalah proteksi investor eksternal baik pemegang saham maupun kreditor melalui sistem legal, yaitu: dengan hukum dan pelaksanaannya. Tujuan dari *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi pihak-pihak pemegang kepentingan.

II.1.1. Pengertian *Corporate Governance*

Luasnya aspek yang dikelola dalam *corporate governance* membuat definisi dari *corporate governance* sendiri ada berbagai macam, sesuai dengan cara pandang pencetusnya. Beberapa peneliti yang mengajukan definisi *corporate governance* antara lain:

1. Komite Cadbury

Corporate governance adalah sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan dengan tujuan, agar mencapai keseimbangan antara kekuatan kewenangan yang diperlukan oleh perusahaan untuk menjamin kelangsungan eksistensinya dan pertanggungjawaban kepada *stakeholders*. Hal ini berkaitan dengan peraturan kewenangan pemilik, direktur, manajer, pemegang saham dan sebagainya.

2. Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI)

Corporate Governance adalah seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan.

3. Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)

Corporate Governance adalah suatu proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan, dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* yang lain.

4. Organization Economic Cooperation and Development (OECD)

Corporate Governance merupakan struktur hubungan serta kaitannya dengan tanggung jawab di antara pihak-pihak terkait yang terdiri dari pemegang saham, anggota dewan direksi dan komisaris termasuk manajer, yang dirancang untuk mendorong terciptanya suatu kinerja yang kompetitif yang diperlukan dalam mencapai tujuan utama perusahaan.

5. Berdasarkan Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara No. KEP-117/M-MBU/20U2.

Corporate Governance adalah suatu proses dari struktur yang digunakan oleh organ BUMN untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya, berlandaskan peraturan perundang-undangan dan nilai-nilai etika.

6. Robert Monks dan Nell Minow

Corporate governance merupakan hubungan antara berbagai pihak untuk menentukan pengelolaan dan kinerja perusahaan. Pihak yang paling utama adalah pemegang saham, manajemen perusahaan yang dipimpin oleh *chief executive officer* (CEO) dan dewan komisaris.

7. Bank Dunia (World Bank)

Corporate governance adalah kumpulan hukum, peraturan dan kaidah-kaidah yang wajib dipenuhi yang dapat mendorong kinerja sumber-sumber perusahaan untuk bekerja secara efisien, menghasilkan nilai ekonomi jangka panjang yang berkesinambungan bagi para pemegang saham maupun masyarakat sekitar secara keseluruhan.

8. Ernst & Young

Corporate governance terdiri dari sekumpulan mekanisme yang saling berkaitan yang terdiri dari pemegang saham institusional, dewan direksi dan komisaris, para manajer, yang dibayar berdasarkan kinerjanya, pasar sebagai pengendali perseroan, struktur kepemilikan, struktur keuangan, investor terkait dan persaingan produk.

II.1.2. Prinsip *Corporate Governance*

Pada April 1998, OECD telah mengeluarkan seperangkat prinsip *corporate governance* yang dikembangkan seuniversal mungkin. Hal itu mengingat bahwa prinsip ini disusun untuk digunakan sebagai referensi di berbagai negara yang memiliki karakteristik sistem hukum, budaya dan lingkungan yang berbeda. Dengan demikian, prinsip yang *universal* tersebut akan dapat dijadikan pedoman oleh semua negara atau perusahaan namun diselaraskan dengan sistem hukum, aturan atau nilai yang berlaku di negara masing-masing bila mana diperlukan.

Prinsip-prinsip *corporate governance* yang dikembangkan oleh OECD meliputi 5 hal sebagai berikut:

1. Perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham

Kerangka yang dibangun dalam *corporate governance* harus mampu melindungi hak-hak para pemegang saham. Hak tersebut meliputi hak-hak dasar pemegang saham, yaitu hak untuk: (1) menjamin keamanan metode pendaftaran kepemilikan, (2) mengalihkan atau memisahkan saham yang dimilikinya, (3) memperoleh informasi yang relevan tentang perusahaan secara berkala dan teratur, (4) ikut berperan dan memberikan suara dalam RUPS, (5) memilih anggota dewan komisaris dan direksi, serta (6) memperoleh pembagian keuntungan perusahaan.

2. Persamaan perlakuan terhadap seluruh pemegang saham

Kerangka *corporate governance* harus menjamin adanya perlakuan yang sama terhadap seluruh pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas dan asing. Seluruh pemegang saham harus memiliki kesempatan untuk mendapatkan penggantian atau perbaikan atas pelanggaran dari hak-hak mereka. Prinsip ini juga mensyaratkan adanya perlakuan yang sama atas saham-saham yang berada dalam satu kelas, melarang praktek-praktek *insider trading* dan *selfdealing* dan mengharuskan anggota dewan komisaris untuk melakukan

keterbukaan jika menemukan transaksi-transaksi yang mengandung benturan kepentingan (*conflict of interest*)

3. Peranan *stakeholders* yang terkait dengan perusahaan

Kerangka *corporate governance* harus memberikan pengakuan terhadap hak-hak *stakeholders*, seperti ditentukan oleh undang-undang dan mendorong kerjasama yang aktif antara perusahaan dengan para *stakeholders* tersebut dalam rangka menciptakan kesejahteraan, lapangan kerja dan kesinambungan usaha.

4. Keterbukaan dan transparansi

Kerangka *corporate governance* harus menjamin adanya pengungkapan yang tepat waktu dan akurat untuk setiap permasalahan yang berkaitan dengan perusahaan. Pengungkapan ini meliputi informasi mengenai keadaan keuangan, kinerja perusahaan, kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Di samping itu, informasi yang diungkapkan harus disusun, diaudit dan diajukan sesuai dengan standar yang berkualitas tinggi. Manajemen juga diharuskan meminta auditor eksternal melakukan audit yang bersifat independen atas laporan keuangan perusahaan.

5. Akuntabilitas dewan komisaris (*board of director*)

Kerangka *corporate governance* harus menjamin adanya pedoman strategis perusahaan, pemantauan yang efektif terhadap manajemen yang dilakukan oleh dewan komisaris dan akuntabilitas dewan

komisaris terhadap perusahaan dan pemegang saham. Prinsip ini juga memuat kewenangan-kewenangan yang harus dimiliki oleh dewan komisaris beserta kewajiban-kewajiban profesionalnya kepada pemegang saham dan *stakeholders* lainnya.

Dari prinsip-prinsip di atas kemudian ditetapkan menjadi prinsip-prinsip dasar *Good Corporate Governance* (GCG), yaitu:

1. *Fairness*, yaitu kepastian perlindungan atas hak seluruh pemegang dan penipuan (*fraud*) dan penyimpangan lainnya serta adanya pemahaman yang jelas mengenai hubungan berdasarkan kontrak diantara penyedia sumber daya perusahaan dan pelanggan.
2. *Transparency*, yaitu keterbukaan mengenai informasi kinerja perusahaan, baik ketepatan waktu maupun akurasi. Hal ini berkaitan erat dengan kualitas informasi akuntansi yang dihasilkan.
3. *Accountability*, yaitu penciptaan sistem pengawasan yang efektif berdasarkan pembagian wewenang, peranan, hak dan tanggungjawab dari pemegang saham, direksi, manajer dan auditor.
4. *Responsibility*, yaitu pertanggungjawaban perusahaan kepada *stakeholders* dan lingkungan dimana perusahaan itu berada.
5. *Independency*, yaitu suatu dimana perusahaan dikelola secara profesional tanpa benturan kepentingan dan pengaruh dari pihak manapun yang tidak sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat.

Atas dasar landasan tersebut, konsep *corporate governance* berkembang pesat yang selanjutnya digunakan sebagai dasar pengembangan teori *corporate governance* yang diformulasikan ke dalam model-model *corporate governance* seperti *finance model (agency theory)*, *stewardship model (stewardship theory)*, *stakeholders model (stakeholders theory)* atau *political model (political theory)*. Dalam *finance model*, asumsi dasar yang digunakan adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan pribadi sebelum memenuhi kepentingan pemegang saham. Hal ini akan menyebabkan *agency cost* yang harus dikelola melalui beragam mekanisme, seperti pemberian insentif dan pemberlakuan peraturan-peraturan. *Agency theory* mengidentifikasi potensi konflik kepentingan antara pihak-pihak dalam perusahaan yang mempengaruhi perilaku perusahaan dalam berbagai cara yang berbeda.

Fungsi utama diterapkannya *good corporate governance* adalah sebagai upaya untuk meningkatkan kinerja perusahaan melalui mekanisme supervisi atau pemantauan kinerja manajemen dan juga sebagai upaya untuk memperkuat dan mempertegas pertanggungjawaban dewan direksi dan tim manajemen kepada para pemegang saham dan pihak-pihak lain yang berkepentingan dengan perusahaan.

II.1.3. Manfaat *Corporate Governance*

Dengan melaksanakan *corporate governance*, ada beberapa manfaat yang bisa dipetik, antara lain:

1. Meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi dan terciptanya budaya kerja yang sehat.
2. Meminimalkan kerugian akibat penyalahgunaan wewenang oleh Direksi (*agency cost*) dan penyimpangan dalam pengelolaan keuangan.
3. Meningkatkan kepercayaan investor dan pada akhirnya meningkatkan pula nilai (*value*) perusahaan.
4. Dengan adanya peningkatan kinerja perusahaan akan meningkatkan pula *shareholders value* dan dividen.
5. Praktek *good corporate governance* menempatkan karyawan sebagai salah satu *stakeholder* yang harus dikelola dengan baik, sehingga akan meningkatkan motivasi dan kepuasan kerja karyawan dan pada akhirnya dapat meningkatkan produktivitas perusahaan.

II.1.4. Corporate Governance Perception Index

Munculnya konsep *corporate governance* di Indonesia tidak jauh berbeda seperti di Amerika Serikat, yaitu sebagai reaksi atas perilaku para pengelola perusahaan yang tak memperhitungkan *stakeholder*-nya. Hal ini terlihat secara jelas ketika krisis ekonomi melanda Indonesia sejak pertengahan 1997. Krisis memberikan pelajaran berharga bahwa pembangunan yang dipacu selama ini ternyata tidak didukung struktur ekonomi yang kokoh. Riset McKinsey and Company tentang praktek *good corporate governance* di 7 negara Asia (Jepang, Korea Selatan, Malaysia, Taiwan, Filipina, Thailand, dan Indonesia) menempatkan Indonesia di posisi terbawah. Menurut McKinsey, investor bersedia membayar premium 27% jika perusahaan di Indonesia bersedia menerapkan *corporate governance*. Sementara itu, Political and Economic Risk Consultancy, lembaga riset dari Hongkong menempatkan Indonesia sebagai negara terburuk kedua dalam penerapan *corporate governance* dengan skor 8,33 pada tahun 2001 dan 8,29 pada tahun 2000 (skor 0 sebagai yang terbaik dan skor 10 terburuk).

Corporate Governance Perception Index adalah riset dan pemeringkatan penerapan konsep *corporate governance* pada perusahaan publik dan BUMN di Indonesia. Riset ini dilakukan oleh The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) yaitu sebuah lembaga independen yang melakukan kegiatan diseminasi dan pengembangan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) di Indonesia. Salah satu

kegiatan utama yang dilakukan adalah melaksanakan riset penerapan *corporate governance*, yang hasilnya berupa *Corporate Governance Perception Index*. Riset ini dilakukan untuk mendokumentasikan penerapan konsep *Corporate Governance* di Indonesia sebagai bahan analisis dan studi dalam membangun dan mengembangkan konsep dan praktek *corporate governance* yang sesuai dengan kondisi lokal perusahaan di Indonesia. Riset dan pemeringkatan ini bertujuan untuk memotivasi dunia bisnis dalam melaksanakan konsep *good corporate governance* dan menumbuhkan partisipasi masyarakat luas secara bersama-sama aktif dalam mengembangkan *good corporate governance*. Hasil dari riset ini berupa skor dan indeks persepsi penerapan *corporate governance* pada perusahaan publik di Indonesia. Pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* disusun berdasarkan kategori tingkat terpercaya dengan penibagian sebanyak 3 kategori yaitu sangat terpercaya, terpercaya dan cukup terpercaya.

Perusahaan yang masuk dalam *Corporate Governance Perception Index* dikelompokkan ke dalam perusahaan sepuluh besar dan non sepuluh besar. Perusahaan yang termasuk ke dalam sepuluh besar adalah sepuluh perusahaan yang memiliki skor *corporate governance* tertinggi. Sedangkan perusahaan yang tidak termasuk dalam peringkat sepuluh besar dikelompokkan ke dalam perusahaan non sepuluh besar. Adanya pemeringkatan *corporate governance* berupa *Corporate Governance Perception Index* ini, dapat diduga bahwa perusahaan yang menduduki

peringkat di atas memiliki tata kelola (*corporate governance*) yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang menduduki peringkat dibawah. Perusahaan yang memiliki tata kelola (*corporate governance*) yang lebih baik adalah perusahaan yang lebih terbuka dan terpercaya dalam pengungkapan laporan keuangannya, serta memiliki kualitas laporan keuangan yang lebih baik (Darmawati, 2004).

II.2. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman *Corporate Governance Perception Index*

Investor setiap saat dapat memperoleh informasi untuk pengambilan keputusan investasi dari berbagai macam sumber informasi yang tersedia untuknya. Pada dasarnya, informasi yang dapat diperoleh investor di pasar modal dapat berupa informasi yang dipublikasikan dan yang tidak dipublikasikan (Suad Husnan, 1998:269).

Dari berbagai macam bentuk informasi yang dipublikasikan, *Corporate Governance Perception Index* merupakan salah satu bentuk informasi yang dipublikasikan. Investor mempertimbangkan *Corporate Governance Perception Index* diantara berbagai sumber yang berpengaruh untuk pengambilan keputusan investasi. Dalam pengumuman tersebut, lembaga survei yang mengadakan pemeringkatan perusahaan dalam *Corporate Governance Perception Index* berusaha untuk menyajikan fakta penting dalam sebuah cara yang informatif dan berguna bagi investor. Maksud

dari pemeringkat tersebut adalah untuk memberikan pertimbangan dan pada akhirnya mempengaruhi perilaku. Suatu informasi dikatakan memiliki nilai dan informatif jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan (*beliefs*) para pengambil keputusan. Adanya suatu informasi yang baru akan membentuk suatu kepercayaan yang baru di kalangan para pengambil keputusan (Ambar Woro Hastuti dan Bambang Sudiby, 1998). Dari pengumuman *Corporate Governance Perception Index*, investor dapat mengetahui perusahaan yang memiliki tata kelola (*Corporate Governance*) yang paling terpercaya berdasarkan pemeringkatan. Dengan mengetahui pengumuman *Corporate Governance Perception Index*, investor dapat mengetahui prospek suatu industri dan perusahaan, sehingga investor dapat memilih perusahaan-perusahaan yang menguntungkan.

Teori yang dapat menjelaskan reaksi pasar terhadap pengumuman *Corporate Governance Perception Index* adalah *finance model (agency theory)*. Konsep *agency theory* menurut Govindarajan, 1995 (dalam Utari Widayaningsih, 2001) adalah hubungan atau kontrak antara *principal* dengan *agent*.

Hubungan antara *principal* dengan *agent* dapat dikatakan berhasil apabila biaya agen rendah, adanya keseimbangan dalam memaksimalkan utilitas antara *agent* dan *principal*, adanya pihak independen yang mampu mengendalikan keharmonisan hubungan antara *principal* dan *agent*. Kondisi tersebut sangat sulit dicapai, hal ini disebabkan pihak *agent* memiliki peranan

yang sangat penting dalam pengelolaan dan akses informasi dai perusahaan. Hal ini berarti, pihak *agent* lebih mengetahui tentang lingkungan dan tindakan yang diambil dibandingkan pihak *principal* sehingga akan menimbulkan ketidakseimbangan informasi atau sering disebut dengan asimetri informasi / *information assymetry*. Adanya ketidakseimbangan informasi dengan konflik keagenan antara *principal* dan *agent* mendorong *agent* untuk menyajikan informasi tersebut berkaitan dengan pengukuran kinerja *agent*.

Berdasarkan penelitian Watts dan Zimmerman, 1986 (dalam Utari Widyaningdyah, 2001) secara empiris membuktikan bahwa hubungan *principal* dan *agent* sering ditentukan dengan angka akuntansi. Hal ini memacu *agent* untuk memikirkan bagaimana angka akuntansi dapat digunakan sebagai sarana untuk memenuhi kepentingan pribadi. Salah satu bentuk tindakan *agent* tersebut adalah dengan mengelola laba yang disebut dengan manajemen laba (*earnings management*). *Agency theory* mengindikasi potensi konflik kepentingan antara pihak-pihak dalam perusahaan yang mempengaruhi perilaku perusahaan dalam berbagai cara yang berbeda. Mekanisme dalam *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan dapat mengurangi asimetri informasi antara pihak *agent*, yakni manajer dengan pihak *principal*, yakni pemegang saham (Beasley, 1996). Dengan adanya perlindungan dalam *corporate governance*, investor akan merasa aman untuk menanamkan modalnya dan akan mendapatkan kepastian dalam pengembalian (*return*) yang mereka harapkan.

Corporate Governance Perception Index merupakan informasi mengenai penerapan *Corporate Governance* perusahaan di Bursa Efek Indonesia.. Dari pengumuman *Corporate Governance Perception Index*, investor dapat mengetahui perusahaan yang memiliki tata kelola (*Corporate Governance*) yang paling terpercaya berdasarkan pemeringkatan. Dengan mengetahui pengumuman *Corporate Governance Perception Index*, investor dapat mengetahui prospek suatu industri dan perusahaan, sehingga investor dapat menentukan keputusan investasinya. Kesimpulan dalam *Corporate Governance Perception Index* dapat mempengaruhi kepercayaan investor sehingga investor mempunyai pertimbangan terhadap kesimpulan dalam *Corporate Governance Perception Index* tersebut. Dengan adanya pengelompokan ke dalam perusahaan sepuluh besar dan non sepuluh besar, maka investor memiliki pertimbangan terhadap kesimpulan tersebut. Penelitian terdahulu dalam Gompers (2003), reaksi pasar menunjukkan bahwa investor lebih mengharapkan perusahaan yang memiliki penerapan *corporate governance* lebih baik daripada perusahaan yang memiliki penerapan *corporate governance* yang kurang baik.

Reaksi pasar yang terjadi dapat berupa reaksi pasar yang positif dan yang negatif (Almilia, 2006). Reaksi pasar yang positif akan menyebabkan peningkatan harga saham yang diperdagangkan. Sedangkan reaksi pasar yang negatif adalah sebaliknya, yaitu banyak saham yang dilepas atau dijual oleh investor, sehingga harga saham yang diperdagangkan akan turun. Informasi

yang ada dalam *Corporate Governance Perception Index* akan memberikan sinyal positif kepada pasar jika informasi tersebut memenuhi harapan pasar, dan informasi tersebut akan memberikan sinyal negatif kepada pasar jika informasi tersebut tidak memenuhi harapan pasar (Alimilia, 2000). Informasi yang memberikan sinyal negatif juga akan mendapatkan reaksi pasar negatif dari pasar. Seperti yang telah dijelaskan diatas, bahwa investor mengharapkan kesimpulan yang *favorable* (menguntungkan), dan juga bahwa informasi yang memberikan sinyal positif akan mendapatkan reaksi positif dari pasar, maka penelitian ini mengambil sampel *Corporate Governance Perception Index* yang menguntungkan, untuk mengetahui reaksi harga saham di atas normal di seputar hari pengumuman *Corporate Governance Perception Index*.

Pasar modal dikatakan efisien jika harga-harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia. Pasar modal yang efisien melihat pada kecepatan reaksi suatu informasi tercermin dalam harga saham dan kondisi bagaimana yang memungkinkan seorang investor untuk mendapatkan *abnormal return* (Elton dan Gruber, 1991). Pasar modal yang efisien difokuskan pada variabel pasar keseluruhan (harga atau return saham) dan bukan pada perilaku individual. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar modal yang efisien. Efisiensi pasar yang seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*), yaitu bagaimana

pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia (Jogiyanto, 2000). Efisiensi pasar modal dibedakan dalam 3 bentuk yaitu efisiensi pasar bentuk lemah, kuat dan bentuk setengah kuat. Hipotesis pasar modal yang efisien dalam bentuk lemah menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga masa lalu. Hipotesis pasar modal yang efisien dalam bentuk kuat menyatakan bahwa semua informasi yang relevan dan tersedia tercermin dalam harga saham. Jadi, baik informasi yang telah dipublikasikan maupun informasi yang belum dipublikasikan (*private information*) akan tercermin dalam harga saham. Sedangkan efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia kepada publik. Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* merupakan salah satu bentuk informasi yang dipublikasikan di pasar yang akan menunjukkan efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat jika harga saham mencerminkan sepenuhnya informasi yang ada pada pengumuman tersebut.

Informasi yang mampu mengubah kepercayaan investor merupakan informasi yang memiliki nilai dan informatif. Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* merupakan salah satu bentuk informasi yang dibuat dengan tujuan untuk memberikan informasi penerapan *Corporate Governance* yang paling baik dan dapat dipercaya. Jika investor menilai bahwa informasi dalam pengumuman *Corporate Governance Perception Index* memiliki nilai dan informatif sehingga dapat mempengaruhi investor,

maka investor akan mengambil keputusan investasi. Keputusan investasi yang diambil oleh investor akan menimbulkan reaksi pasar. Reaksi pasar dapat berupa perubahan harga saham perusahaan dan volume perdagangan saham. Pada penelitian ini hanya akan meneliti pengaruh pengumuman *Corporate Governance Perception Index* terhadap salah satu reaksi pasar yaitu harga saham.

Berdasarkan penelitian Gompers (2003), Almilia (2006), Sulistyanto (2003) bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman *Corporate Governance Perception Index* tampak dari perilaku pasar secara keseluruhan, maka indikator yang sesuai untuk melihat adanya reaksi pasar terhadap pengumuman *Corporate Governance Perception Index* adalah dengan menggunakan variabel harga saham. Dengan demikian, dalam penelitian ini menggunakan variabel harga saham untuk meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman *Corporate Governance Perception Index*.

II.3. Abnormal Return

Jika suatu pengumuman yang dipublikasikan di pasar modal mengandung suatu informasi (*information content*), maka akan terjadi reaksi pasar. Reaksi pasar dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi pasar dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi pasar tersebut dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*.

Ada 2 jenis *abnormal return* yaitu *abnormal return* positif dan *abnormal return* negatif. *Abnormal return* positif biasanya digunakan untuk menunjukkan adanya sinyal positif atau kabar baik dari suatu pengumuman. *Abnormal return* positif terjadi jika return realisasi lebih besar dari pada return yang diharapkan. Sedangkan *abnormal return* negatif digunakan untuk menunjukkan adanya sinyal negatif atau kabar buruk dari suatu pengumuman. *Abnormal return* negatif terjadi bila return realisasi lebih kecil daripada return yang diharapkan (Jogiyanto, 2000 : 435)

Ada beberapa model yang dapat digunakan dalam mengestimasi return ekspektasi, yaitu:

1. *Mean Adjusted Model* (model disesuaikan rata-rata)

Pada model ini, return ekspektasi dianggap bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*). Rumus yang digunakan pada model ini adalah:

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=1}^{t-1} R_{i,j}}{T}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$: return ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,j}$: return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

T : lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2

Kelebihan dari *Mean-adjusted Model* adalah model ini merupakan model yang paling sederhana, mudah dalam penghitungannya, dan data-data yang diperlukan relatif sedikit, sedangkan kekurangan dari *Mean-Adjusted Model* adalah kemampuan mendeteksi *abnormal return* model ini lebih lemah dibandingkan dengan model lain.

2. *Market Model* (model pasar)

Pada model ini, perhitungan return ekspektasi dilakukan dengan dua tahap, yaitu:

- a. Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi.
- b. Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela.

Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*), dengan menggunakan persamaan:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

R_{it} : return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t

α_i : *intercept* untuk sekuritas ke-i

β_i : koefisien *slope* yang merupakan beta dari sekuritas ke-i

R_{mt} : return indeks pasar pada periode estimasi ke-t yang dapat dihitung dengan rumus $R_{mt} = (IHS_{Gt} - IHS_{Gt-1}) / IHS_{Gt-1}$ dengan IHS_G adalah Indeks Harga Saham Gabungan.

ϵ_{it} : kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode ke-t

Kelebihan dari *Market Model* adalah model ini mempunyai kemampuan mendeteksi (*power of test*) *abnormal return* yang lebih baik dibandingkan dengan model lainnya. *Market Model* memiliki potensi untuk menghasilkan tes statistik yang lebih kuat dibandingkan model statistik yang lebih sederhana (*mean-adjusted* atau *market adjusted*). Dengan menggunakan model ini, akan dapat diperoleh model return ekspektasi yang mencerminkan karakteristik setiap sekuritas, sedangkan kekurangan dari *Market Model* adalah model ini relatif rumit dan lama dalam perhitungannya serta membutuhkan data-data yang cukup banyak dan jika ada saham tidur akan menghasilkan beta yang bias.

3. *Market-adjusted Model* (model disesuaikan pasar)

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut. Rumus yang digunakan pada model ini adalah:

$$E[R_{i,t}] = R_{Mt}$$

Keterangan;

$E [R_{i,t}]$: return ekspektasi sekuritas ke-i periode jendela ke-t

R_{Mt} : return indeks pasar pada periode jendela ke-t

Kelebihan dari *Market-adjusted Model* adalah model ini sederhana dan mudah dalam penghitungannya. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu digunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar (Jogiyanto, 2000: 445) disamping itu data-data yang dibutuhkan relatif sedikit, sedangkan kekurangan dari *Market-adjusted Model* adalah kemampuan mendeteksi *abnormal return* model ini lebih lemah dibandingkan dengan *market model*.

II.4. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* merupakan salah satu bentuk informasi di bursa yang dapat menyebabkan terjadinya reaksi pasar. Para investor mempunyai banyak sumber informasi yang tersedia untuk mereka. Mereka mempertimbangkan *Corporate Governance Perception Index* di antara sumber yang paling berpengaruh untuk pengambilan keputusan investasi. Dalam laporannya, pemeringkat berusaha untuk

menyajikan fakta penting dengan cara yang informatif dan berguna bagi investor. Tujuan *Corporate Governance Perception Index* adalah untuk memberikan pertimbangan dan akhirnya mempengaruhi perilaku. Beberapa penelitian yang dilakukan oleh Gompers (2003), Almlia (2006), Rahardjo (2004), Arifin (2003), Mayangsari dan Murtanto (2002) dan Sulistyanto (2003) menyimpulkan bahwa, pengumuman mengenai informasi *Corporate Governance* menyebabkan terjadinya reaksi pasar. Reaksi pasar yang terjadi ditandai dengan adanya *abnormal return* saham di pasar modal.

Penelitian McKinsey, seperti dikutip oleh (Lukuhay dan Rafick, 2002), membuktikan bahwa investor di negara-negara maju bersedia memberi premium yang cukup tinggi, mencapai sekitar 28%, kepada perusahaan yang menerapkan prinsip *corporate governance* dengan konsisten. Hal ini merefleksikan kepercayaan investor terhadap konsep *corporate governance* tersebut. Sejalan dengan penelitian tersebut, survei yang dilakukan di enam pasar saham yang sedang berkembang (*emerging market*) India, Malaysia, Meksiko, Korea Selatan, Taiwan, dan Turki menunjukkan kaitan yang erat antara penerapan *corporate governance* dengan harga saham perusahaan-perusahaan publik tersebut. Hal tersebut terjadi karena hampir 75% investor di pasar menganggap keterbukaan dan informasi mengenai penerapan *corporate governance* sama pentingnya dengan informasi keuangan yang dipublikasikan oleh suatu perusahaan. Bahkan beberapa pihak menganggap keterbukaan dan

informasi mengenai *corporate governance* lebih penting daripada informasi keuangan (Lukuhay, 2002 dalam Sri Sulistyanto., 2003).

Gompers (2003) melakukan penelitian yang menguji tentang hubungan antara *Governance Index* dan *return saham*. Gompers (2003) menyusun indeks *corporate governance* berdasarkan atas 24 aturan *corporate governance* di Amerika Serikat. Indeks ini disusun untuk melihat tingkatan hak-hak yang dimiliki oleh pemegang saham perusahaan (*shareholder rights*) yang dibagi atas 2 kelompok, yaitu pemegang saham yang memiliki hak yang kuat (*strongest shareholders rights*) dan pemegang saham yang tidak memiliki hak yang kuat (*weakest rights*). Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah 1500 perusahaan per tahun selama periode tahun 1990 hingga 1999. Hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Gompers (2003) menunjukkan bahwa *Governance Index* menghasilkan *abnormal return* sebesar 8,5%. Hal ini menunjukkan adanya reaksi pasar terhadap *Governance Index*. Hal ini berarti, *Governance Index* memiliki kandungan informasi. Di dalam penelitian tersebut ditemukan bukti tambahan bahwa perusahaan yang pemegang sahamnya memiliki hak yang kuat (*strongest shareholders*) memiliki laba, valuasi pasar, pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi dan lebih jarang melakukan *corporate aquisition*.

Chtourou et al. (2001) menguji apakah praktik *corporate governance* mempunyai pengaruh positif terhadap kualitas informasi keuangan yang dipublikasikan perusahaan, menyimpulkan bahwa penerapan prinsip.

corporate governance dapat menekan manipulasi laporan keuangan yang dilakukan manajemen. Hal tersebut sejalan dengan penelitian Abbott et al. (2000) yang membuktikan adanya hubungan positif antara penerapan *corporate governance* dengan berkurangnya kecurangan (*fraud*) pada pelaporan keuangan (*financial reporting*) yang dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan yang dipublikasikan perusahaan.

Beasley (1996) menguji hubungan antara proporsi dewan komisaris dengan kecurangan pelaporan keuangan. Dengan membandingkan perusahaan yang melakukan kecurangan dengan perusahaan yang tidak melakukan kecurangan, ditemukan bahwa perusahaan yang melakukan kecurangan memiliki persentase dewan komisaris eksternal yang secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan kecurangan. Hal ini berarti, dewan komisaris yang merupakan salah satu mekanisme yang sangat penting dalam *corporate governance* dapat menekan kecurangan dalam pelaporan keuangan.

Almilia (2006), dengan menguji kandungan informasi *Corporate Governance Perception Index* pada perusahaan yang bersedia mengikuti survei *Corporate Governance Perception Index* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2001-2003. Almilia merumuskan permasalahannya dalam penelitiannya adalah apabila pengumuman *Corporate Governance Perception Index* mampu mempengaruhi pengharapan investor atas prospek masa depan suatu perusahaan, maka investor di pasar modal akan melakukan pembelian

dan penjualan saham untuk memaksimalkan kepuasannya. Pengaruh informasi *Corporate Governance Perception Index* atas portofolio saham yang dimiliki oleh investor akan tercermin dari perubahan harga saham setelah pengumuman *Corporate Governance Perception Index*. Perubahan portofolio saham dari para investor akan tercermin dalam *abnormal return* saham. Dalam penelitian Almilia (2006) sampel yang dijadikan dalam penelitian berjumlah 103 perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index*. Dari penelitian tersebut, Almilia (2006) menyimpulkan pada 3 hari sebelum dan 7 hari setelah pengumuman *Corporate Governance Perception Index* terdapat reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* positif yang signifikan disekitar tanggal pengumuman. Hal ini berarti, pengumuman *Corporate Governance Perception Index* memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh investor di pasar modal.

Rahardjo (2004) menguji apakah terdapat reaksi pasar atas dipublikasikannya perusahaan yang dinilai berdasarkan prinsip *corporate governance* tahun. Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah perusahaan yang mengikuti *Corporate Governance Perception Index* periode tahun 2002, yaitu perusahaan yang dinilai dan dipublikasi berdasarkan prinsip *good corporate governance*. Perusahaan lain yang tidak bersedia mengikuti *Corporate Governance Perception Index* dan tidak dipublikasi digunakan sebagai *control group* untuk mengetahui bahwa reaksi pasar yang terjadi

bukan diakibatkan oleh peristiwa lain. Reaksi pasar ditunjukkan oleh perubahan *return abnormal* dan *return abnormal kumulatif (CAR)* yang dihitung menggunakan *markt model*. Pada penelitian tersebut menggunakan *event study* untuk menunjukkan ada tidaknya reaksi pasar di seputar periode peristiwa publikasi, dengan menggunakan periode peristiwa lima hari sebelum dan sesudah pengumuman. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rahardjo (2003) menunjukkan bahwa peristiwa pengumuman perusahaan yang dinilai berdasarkan prinsip *corporate governance* direspon secara positif (*good news*) oleh pasar untuk sampel perusahaan yang diteliti. Sementara itu, sampel perusahaan yang tidak dipublikasi (*control group*) tidak menimbulkan reaksi pada peristiwa publikasi tersebut. Hasil ini mengindikasikan bahwa peristiwa publikasi tersebut memiliki kandungan informasi.

Sri Sulistiyanto (2003) melakukan penelitian tentang pengumuman penghargaan *Annual Report Award (ARA)* terhadap *return* saham perusahaan yang menerima *Annual Report Award* di Bursa Efek Indonesia periode 2002 dengan periode pengamatan selama 11 hari (5 hari sebelum sampai 5 hari setelah pengumuman penghargaan *Annual Report Award*). *Annual Report Award* merupakan penghargaan kepada perusahaan yang memenuhi kriteria kelengkapan dalam penyajian laporan keuangan tahunan, khususnya untuk informasi mengenai profil perusahaan, pengungkapan visi dan misi perusahaan berkaitan dengan pelaksanaan *corporate governance*. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan lima hari setelah pemberian pengumuman

pemberian *Annual Report Award* secara signifikan pasar merespon publikasi tersebut. Hal ini merefleksikan kepercayaan masyarakat terhadap konsep *corporate governance* yang melandasi penghargaan tersebut.

Mayangsari dan Murtanto (2002) menguji apakah pengumuman pembentukan komite audit yang merupakan komponen penting dalam *corporate governance* di Indonesia akan direspon oleh pasar. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar yang positif terhadap pengumuman pembentukan komite audit sebagai wujud *corporate governance*. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman tersebut mempunyai kandungan informasi (*information content*) yang menarik minat investor di pasar.

Corporate Governance Perception Index adalah riset penerapan *good corporate governance* pada perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Pemeringkatan *corporate governance* atau *Corporate Governance Perception Index* ini berdasarkan atas 7 kriteria, yaitu (1) komitmen perseroan terhadap *corporate governance*, (2) pelaksanaan RUPS dan perlakuan terhadap *minority shareholder*, (3) dewan komisaris, (4) struktur direksi, (5) hubungan dengan *stakeholder* (6) transparansi dan akuntabilitas (7) tanggapan terhadap riset *Indonesian Institute for Corporate Governance*. Perusahaan yang masuk ke dalam pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* ini adalah perusahaan yang lebih terbuka (transparan) dibandingkan perusahaan yang tidak bersedia untuk mengikuti pemeringkatan

ini, karena dengan mengikuti pemeringkatan ini berarti perusahaan bersedia untuk memberikan informasi yang dimilikinya kepada publik.

Dengan adanya pengelompokan ke dalam peringkat sepuluh besar dan non sepuluh besar, berarti perusahaan yang menduduki peringkat sepuluh besar adalah perusahaan yang lebih baik dalam penerapan prinsip-prinsip *corporate governance*, lebih terbuka dan lebih terpercaya dalam hal pengungkapan laporan keuangannya, serta memiliki kualitas laporan keuangan yang lebih baik dibandingkan perusahaan non sepuluh besar. Berdasarkan hal tersebut, dapat diduga bahwa *abnormal return* perusahaan yang masuk peringkat sepuluh besar lebih besar dari pada *abnormal return* perusahaan non sepuluh besar karena dimungkinkan adanya perbedaan reaksi pasar antara perusahaan yang masuk peringkat sepuluh besar dan non sepuluh besar.

Berdasarkan kerangka teoritis dan hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

Ha : *Abnormal return* perusahaan yang masuk sepuluh besar *Corporate Governance Perception Index* lebih besar daripada *abnormal return* perusahaan non sepuluh besar *Corporate Governance Perception Index*.

II.5. Ikhtisar Bahasan

Investor setiap saat dapat memperoleh informasi untuk pengambilan keputusan investasi dari berbagai macam sumber informasi yang tersedia untuknya. Pada dasarnya, informasi yang dapat diperoleh investor di pasar modal dapat berupa informasi yang dipublikasikan dan yang tidak dipublikasikan (Suad Husnan, 1998:269). *Corporate Governance Perception Index* merupakan bentuk informasi yang dipublikasikan di pasar modal. Investor mempertimbangkan *Corporate Governance Perception Index* diantara berbagai sumber yang berpengaruh untuk pengambilan keputusan investasi. Dalam pengumuman tersebut, pemeringkat berusaha untuk menyajikan fakta penting dalam sebuah cara yang informatif dan berguna bagi investor. Jika investor menganggap bahwa informasi berupa pengumuman *Corporate Governance Perception Index* bernilai, bermanfaat, dan relevan dalam pengambilan keputusan, maka investor akan bereaksi terhadap informasi tersebut dengan melakukan aktivitas transaksi perdagangan saham. Aktivitas transaksi perdagangan saham inilah yang menyebabkan adanya reaksi pasar di bursa saham.

Teori yang dapat menjelaskan reaksi pasar terhadap pengumuman *Corporate Governance Perception Index* adalah *finance model (agency theory)*. Konsep *agency theory* menurut Govindarajan, 1995 (dalam Utari Widayaningsih, 2001) adalah hubungan atau kontrak antara *principal* dengan *agent*.

Hubungan antara *principal* dengan *agent* dapat dikatakan berhasil apabila biaya agen rendah, adanya keseimbangan dalam memaksimalkan utilitas antara *agent* dan *principal*, adanya pihak independen yang mampu mengendalikan keharmonisan hubungan antara *principal* dan *agent*. Kondisi tersebut sangat sulit dicapai, hal ini disebabkan pihak *agent* memiliki peranan yang sangat penting dalam pengelolaan dan akses informasi dai perusahaan. Hal ini berarti, pihak *agent* lebih mengetahui tentang lingkukngan dan tindakan yang diambil dibandingkan pihak *principal* sehingga akan menimbulkan ketidakseimbangan informasi atau sering disebut dengan asimetri informasi / *information assymetry*.

Berdasarkan penelitian Watts dan Zimmerman, 1986 (dalam Utari Widyaningdyah, 2001) secara empiris membuktikan bahwa hubungan *principal* dan *agent* sering ditentukan dengan angka akuntansi. *Agency theory* mengindikasi potensi konflik kepentingan antara pihak-pihak dalam perusahaan yang mempengaruhi perilaku perusahaan dalam berbagai cara yang berbeda. Dengan adanya perlindungan dalam *corporate governance*, investor akan merasa aman untuk menanamkan modalnya dan akan mendapatkan kepastian dalam pengembalian (*return*) yang mereka harapkan.

Dari pengumuman *Corporate Governance Perception Index*, investor dapat mengetahui perusahaan yang memiliki tata kelola (*Corporate Governance*) yang paling terpercaya berdasarkan pemeringkatan. Dengan mengetahui pengumuman *Corporate Governance Perception Index*, investor

dapat mengetahui prospek suatu industri dan perusahaan, sehingga investor dapat menentukan keputusan investasinya. Kesimpulan dalam *Corporate Governance Perception Index* dapat mempengaruhi kepercayaan investor sehingga investor mempunyai pertimbangan terhadap kesimpulan dalam *Corporate Governance Perception Index* tersebut. Dengan adanya pengelompokan ke dalam perusahaan sepuluh besar dan non sepuluh besar, maka investor memiliki pertimbangan terhadap kesimpulan tersebut. reaksi pasar menunjukkan bahwa investor lebih mengharapkan perusahaan yang memiliki penerapan *corporate governance* lebih baik daripada perusahaan yang memiliki penerapan *corporate governance* yang kurang baik (Gompers, 2003). Pada akhirnya, kesimpulan dari *Corporate Governance Perception Index* akan mempengaruhi kepercayaan investor terhadap prospek suatu perusahaan sehingga mempengaruhi investor dalam melakukan transaksi perdagangan saham, sehingga reaksi ini tampak dalam perubahan harga saham yang terjadi.

Sebagai indikator reaksi pasar tercermin dari adanya perubahan perilaku harga saham yang diukur dengan menggunakan *abnormal return*. *Abnormal return* digunakan sebagai indikator reaksi pasar karena ukuran abnormal return dapat dijadikan sinyal bagi investor untuk membuat keputusan perdagangan saham diatas perdagangan normal.

Serangkaian penelitian telah dilakukan untuk menguji reaksi pasar terhadap publikasi *Corporate Governance Index*, seperti penelitian yang dilakukan oleh Gompers (2003), Almilia (2006) dan Rahardjo (2004).

Penelitian Almilia (2006) memberikan fakta bahwa *Corporate Governance Index* mempengaruhi investor dalam memutuskan portofolio saham. *Corporate Governance Perception Index* mempengaruhi *belief* investor, sehingga investor bereaksi dengan mempertimbangkan informasi yang terdapat dalam *Corporate Governance Perception Index* dalam pengambilan keputusannya.

