



CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP CUMULATIVE ABNORMAL RETURN

Destin Alfianika Maharani¹, Anastasia Anggarkusuma Arofah², Kartika Dwi Chandra Sari³

^{1,2} Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Perwira Purbalingga, ³ Fakultas Ilmu Sosial Universitas Harapan Bangsa, Purwokerto

E-mail: destinalfianika@unperba.ac.id

Abstrak

Dalam upaya yang dilakukan oleh investor untuk menentukan tingkat akurasi saham baik dari sisi pembelian dan peristiwa khusus terhadap harga saham. Cumulative abnormal return digunakan untuk menentukan pengembalian abnormal kumulatif yang terjadi dalam jangka waktu pendek. Sehingga, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *corporate governance* terhadap *cumulative abnormal return* pada perusahaan yang terdaftar di Corporate Governance Perception Index. Pemilihan sampel pada penelitian ini menggunakan purposive sampling dengan kriteria 1) Perusahaan yang terdaftar di *Corporate Governance Perception Index* (CPGI) selama periode 2017 - 2019, 2) Perusahaan yang terdaftar di *Corporate Governance Perception Index* (CPGI) dan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2017 – 2019, 3) Perusahaan yang menerbitkan *annual report* selama periode 2017 – 2019, 4) Perusahaan yang memaparkan informasi secara lengkap data mengenai variabel yang dibutuhkan. Sehingga memperoleh sampel sebanyak 36. Hasil pada penelitian ini yaitu Hasil tersebut menunjukkan *corporate governance* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *cumulative abnormal return*.

Kata Kunci: *corporate governance, cpgi, cumulative abnormal return*

Abstract

In an effort made by investors to determine the level of accuracy of stocks both in terms of purchases and special events on stock prices. Cumulative abnormal return is used to determine the cumulative abnormal return that occurs in a short period of time. Thus, this study aims to determine the effect of corporate governance on cumulative abnormal returns in companies listed on the Corporate Governance Perception Index. The sample selection in this study used purposive sampling with the criteria of 1) Companies listed on the Corporate Governance Perception Index (CPGI) during the period 2017 - 2019, 2) Companies listed on the Corporate Governance Perception Index (CPGI) and listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX).) during the period 2017 – 2019, 3) Companies that publish annual reports during the period 2017 – 2019, 4) Companies that provide complete information on data regarding the required variables. Thus obtaining a sample of 36. The results in this study are the results show that corporate governance has a positive but not significant effect on cumulative abnormal returns.

Keywords: *corporate governance, cpgi, cumulative abnormal return*

PENDAHULUAN

Menurut OECD, tata kelola perusahaan dipandang sebagai proses dan struktur yang diterapkan pada operasi perusahaan dengan tujuan utama meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan pemangku kepentingan lainnya. Badan tata kelola perusahaan kami pada dasarnya terdiri dari Rapat Umum Pemegang Saham, Dewan Pengawas, Direksi dan Komite Audit. Tata kelola perusahaan yang baik membantu perusahaan membuat keputusan dan mengelolanya untuk berkoordinasi dan mematuhi hukum yang berlaku dengan lebih baik. Selain itu, tata kelola yang baik memaksimalkan kinerja kewajiban perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan untuk kepentingan para pemangku kepentingannya. Ada beberapa kasus yang pada dasarnya melibatkan badan hukum, seperti kasus PT. Khan dan PT. PLN. Sebuah kasus di PT. Inti terdiri dari dua perwakilan senior perusahaan, Presiden Direktur dan Direktur Keuangan. Kasus tersebut terkait dengan kasus dugaan suap antar BUMN yang melibatkan PT. Proyek sistem penanganan bagasi 'BHS' 41 bersama Angkasa Pura II; dilakukan oleh PT Inti (Banjarnahor, 2019).

Sementara itu, insiden di PT. PLN membebaskan sekretaris presiden sebagai tersangka kasus suap proyek PLTU Mulut Tambang Riau (Banjarnahor, 2019). Hal ini

terkait dengan proyek PLTU Riau yang sedang dibangun. Proyek ini dikelola oleh konsorsium yang terdiri dari BlackGold, PT Pembangunan Jawa-Bali, PT PLN Batubara (PLN BB), dan China Huadian Engineering Co., Ltd. diproses. (CHEC) (Agustus 2018). Dari studi kasus yang terjadi di PT. Khan dan PT PLN dapat mencerminkan pentingnya peran badan tata kelola perusahaan dalam pengambilan keputusan. Namun, badan-badan tersebut harus mencerminkan prinsip transparansi, akuntabilitas, independensi, kesetaraan dan keadilan dalam menjalankan fungsinya (KNKG, 2006). Penerapan Peran dan Kode Etik dengan baik dan benar diharapkan dapat membantu Perusahaan meminimalkan terjadinya kecurangan dan kerugian. Melihat lebih dekat pada masalah tata kelola perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa mereka lebih kompleks daripada di negara-negara Asia Timur. Hal ini terkait dengan mekanisme kontrol perusahaan yang rendah karena pasar didominasi dan memiliki struktur kekuasaan oleh beberapa konglomerat. Hal ini juga terkait dengan banyaknya kasus korupsi yang sangat serius (YPPML, 2003).

Pada tahun 2003, CLSA menerbitkan laporan tentang tata kelola perusahaan yang baik. Menurut laporan tersebut, Indonesia menempati urutan terakhir di antara negara-negara Asia lainnya

berdasarkan hasil yang dicapai. Faktor ini disebabkan oleh rendahnya kinerja Indonesia dalam kegiatan penegakan hukum dan rendahnya standar budaya tata kelola perusahaan. Oleh karena itu, praktik tata kelola perusahaan harus didukung oleh tiga pilar sinergis: negara dan institusinya sebagai regulator, ekonomi sebagai pelaku pasar, dan masyarakat umum sebagai pengguna produk dan layanan perusahaan. Karena praktik tata kelola perusahaan yang baik tercermin dalam laporan keuangan, diharapkan hal ini akan memancing reaksi pasar yang positif dan mendorong investor untuk berinvestasi di perusahaan. Investor sangat menginginkan pengembalian dalam kegiatan investasinya, dan perusahaan berharap investasi besar yang diterimanya akan menjadi alternatif pendanaan bagi perusahaan untuk melakukan bisnis aslinya.

Namun, pada kenyataannya investasi yang dilakukan oleh investor kerap kali tidak sesuai dengan harapan karena adanya ketidakpastian yang dapat diidentifikasi sebagai resiko di pasar modal. Padahal investor membeli saham dengan harapan memperoleh deviden atau capital again. Dalam pengambilan keputusan investasi yang dilakukan, investor dapat melakukan berbagai macam analisis baik secara fundamental atau teknikal maupun keduanya. Hal ini bertujuan untuk mencari nilai

instrinsik untuk dibandingkan harga saham di pasar.

Penelitian ini menggunakan akumulasi pengembalian anomali untuk mengetahui reaksi pasar modal. Cumulative Abnormal Return (CAR) digunakan untuk mengukur dampak tuntutan hukum, akuisisi, dan peristiwa lainnya pada harga saham, dan juga digunakan untuk menentukan keakuratan model penetapan harga aset dalam memprediksi kinerja yang diharapkan. Penggunaan CAR digunakan untuk mengukur reaksi investor ketika laporan keuangan suatu perusahaan dirilis. Studi tentang dampak tata kelola perusahaan terhadap pengembalian anomali kumulatif telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Hasil penelitian Ningsih dan Atmadja (2017) menunjukkan bahwa good corporate governance berpengaruh positif signifikan dan berhubungan langsung dengan return saham, tanpa dimediasi oleh kinerja perusahaan. Cremers dan Ferrel (2009) menunjukkan hubungan positif yang signifikan antara tata kelola perusahaan dan pengembalian anomali. Namun menurut penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi dan Suryanawa (2014) dan Budiharjo (2016), penelitian yang dilakukan oleh IICG tidak menjamin peningkatan return saham bagi perusahaan yang berpartisipasi dalam penelitian, juga tidak serta-merta laba saham tidak akan meningkat. turun.

Pasalnya, survei CGPI gagal meyakinkan investor untuk menanamkan modalnya. Tata kelola perusahaan yang baik tidak mempengaruhi return saham. Hal ini menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan yang baik bukanlah mekanisme untuk meningkatkan pengembalian ekuitas. Mengingat hasil yang beragam yang diperoleh dari hasil beberapa peneliti hingga saat ini, peneliti tertarik untuk

menyelidiki lebih lanjut dampak cakupan perusahaan terhadap pengembalian anomali kumulatif. Pengembalian anomali kumulatif menarik karena dapat menunjukkan bagaimana investor bereaksi terhadap informasi baru. Informasi yang baru diungkapkan adalah informasi pengumuman hasil keuangan tiga hari sebelum dan tiga hari setelah pengumuman hasil keuangan.

METODOLOGI

Populasi adalah domain umum yang terdiri dari objek atau subjek studi yang darinya peneliti dapat menentukan kualitas dan kriteria penelitiannya dan menarik kesimpulan darinya

(Sugiyono, 2017). Populasi penelitian adalah perusahaan yang terdaftar pada Corporate Governance Perceptions Index (CPGI).

Sampel adalah sebagian dari total populasi (Sugishirono, 2017). Metode pengambilan sampel menggunakan direct sampling dengan tujuan untuk mendapatkan kriteria sampling tertentu yang sesuai dengan kriteria peneliti. Urutan kriteria penentuan sampel adalah:

1. Perusahaan yang terdaftar di *Corporate Governance Perception Index* (CPGI) selama periode 2017 - 2019
2. Perusahaan yang terdaftar di *Corporate Governance Perception Index* (CPGI) dan tercatat di Bursa

Efek Indonesia (BEI) selama periode 2017 – 2019.

3. Perusahaan yang menerbitkan *annual report* selama periode 2017 – 2019.
4. Perusahaan yang memaparkan informasi secara lengkap data mengenai variabel yang dibutuhkan.

Definisi operasionalisasi merupakan konsep berupa konstruksi yang menggambarkan perilaku atau gejala yang dapat diuji dan ditentukan kebenarannya.

1. *Cumulative Abnormal Return*

Menurut Ichsan dan Taqwa (2013) harga saham yang berasal dari reaksi investor terhadap pengumuman kinerja perusahaan diukur dengan akumulasi *return* tidak normal (*cumulative abnormal return*). Dalam penelitian ini

untuk menghitung *expected return* dengan menggunakan *market adjusted model*.

Dalam penelitian ini menggunakan periode jendela 7 hari yaitu 3 hari sebelum laporan keuangan dipublikasikan, saat laporan keuangan dipublikasikan dan 3 hari setelah laporan keuangan dipublikasikan. Menurut Jogiyanto (2009) bahwa lama jendela yang biasanya digunakan berkisar 3 sampai 121 hari untuk data harian.

Menurut Jogiyanto (2009) langkah-langkah dalam menghitung variabel ini adalah sebagai

1. Menghitung *actual return*:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan :

R_{it} = *return* saham i pada hari t

P_{it} = harga penutupan saham i pada hari t

P_{it-1} = harga penutupan saham i pada hari t-1

4. Menghitung akumulasi *return* tidak normal atau *cumulative abnormal return* (CAR) dapat dirumuskan sebagai berikut.

2. Menghitung *expected return* dihitung dengan menggunakan *market adjusted model*. *Return* ekspektasi dapat diketahui dengan rumus sebagai berikut.

$$R_m = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{it-1}}$$

Keterangan:

R_m = *return* ekspektasi

$IHS G_t$ = harga saham pasar pada hari t

$IHS G_{t-1}$ = harga saham pasar pada hari t-1

3. Menghitung *return* tidak normal (*abnormal return*) dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$AR_{it} = R_{it} - R_m$$

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari t

R_{it} = *actual return* atau *return* realisasi

saham i pada hari t

R_m = *expected return* saham i pada hari t

$$CAR_{it} = \sum_{t=3}^n AR_{it}$$

Keterangan:

CAR_{it} = akumulasi *return* tidak normal saham *i* selama periode peristiwa.

AR_{it} = *return* tidak normal untuk saham *i* pada hari ke-*t*, yaitu $t-3$ sampai hari $t+3$

2. Corporate Governance

Menurut Keputusan Menteri BUMN No. Kep-117/M-MMBU/2002, *corporate governance* adalah proses yang digunakan oleh manajemen untuk meningkatkan keberhasilan dan akuntabilitas perusahaan serta mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan memperhatikan kepentingan pemegang saham. *Corporate governance* pada penelitian ini diukur dengan menggunakan skor *Corporate Governance Perception Index*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk melihat kewajaran, karakteristik serta penyebaran data-data pada penelitian ini.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Sumber: *Data sekunder yang diolah, 2020*

Statistik deskriptif untuk variable *cumulative abnormal return* mempunyai nilai minimal sebesar -0.3085 nilai tengah sebesar -0.0008 dan nilai maksimal sebesar 0.1331. Nilai rata – rata sebesar -0.0110 dan nilai standar deviasi sebesar 0.0699.

Hasil pengujian statistik untuk variabel independen *corporate governance* memperoleh nilai minimum 72, nilai tengah sebesar 87.885 dan nilai maksimal sebesar 94.940. Sedangkan untuk nilai rata – rata sebesar 86.444 dan nilai standar deviasi sebesar 5.651.

Dapat dilihat bahwa adanya perbedaan nilai yang tinggi antara nilai maksimal dan nilai minimal pada variabel *corporate governance*

Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan salah satu uji asumsi klasik yang berguna untuk menentukan data yang digunakan berdistribusi normal.

Variabel	N	Rata - Rata	Min	Max	Median	Std. Dev
CG	36	86.444	72.0000	94.940	87.885	5.651
CAR	36	-0.0110	-0.3085	0.1331	-0.0008	0.0699

Tabel 2. Uji Normalitas

		Unstandardized Residual
N		36
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.06864480
Most Extreme Differences	Absolute	.192
	Positive	.177
	Negative	-.192
Test Statistic		.192
Asymp. Sig. (2-tailed) ^c		.055

Sumber: *Data sekunder yang diolah, 2020*

Berdasarkan table 2 dapat terlihat nilai Asymp. Sig sebesar 0.055, sehingga data pada penelitian ini terdistribusi normal.

Analisis Hasil Regresi Linier Berganda

Hasil pengolahan data dengan menggunakan regresi linier sederhana pada minitab dapat dilihat sebagai berikut:

Tabel 3. Uji Regresi Linier Berganda

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficient
		B	Std. Error	Beta
1	(Constant)	-.210	.180	
	CG	.002	.002	

a. Dependent Variable: CUMULATIVE_ABNORMAL_RETURN

Sumber: *Data sekunder diolah, 2020*

Berdasarkan tabel 3, dapat dirumuskan persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$CAR = -0.210 + 0.002 CPGI$$

Keterangan :

1. Konstanta sebesar -0.210 menyatakan bahwa jika variabel independen (*corporate governance*) dianggap konstan

maka nilai pemilihan auditor diprediksi sebesar 0.021%.

2. Koefisien regresi *corporate governance* sebesar 0.002 menyatakan bahwa apabila variabel *corporate governance* naik satu satuan sedangkan variabel lain konstan maka nilai cumulative abnormal return diprediksi turun sebesar 0.00230 %.

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur kebaikan model dari nilai penelitian. Koefisien untuk data silang (*crosssection*) relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing – masing pengamatan (Ghozali, 2016). Hasil pengujian koefisien determinasi dapat dilihat pada tabel 4.

Tabel 4. Uji Koefisien

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.186 ^a	.035	.006	.070

a. Predictors: (Constant), CORPORATE_GOVORNANCE

b. Dependent Variable: CUMULATIVE_ABNORMAL_RETURN

Determinasi

Sumber: *Data sekunder diolah, 2020*

Pada penelitian ini, koefisien determinasi R² dapat dilihat pada nilai *R-squared*, yang berkisar antara 0 dan 1. Semakin tinggi nilai *R-squared*, maka kemampuan variabel independen untuk menjelaskan variabel dependen akan semakin besar. Dari tabel di atas, menunjukkan nilai *R-squared* 3.5%.

Hasil ini menunjukkan bahwa 3.5% variabel cumulative abnormal return dapat dijelaskan oleh variabel independen berupa *corporate governance* pada penelitian ini. Sedangkan, sisanya sebesar 96.5% menunjukkan variabel *cumulative abnormal return* dipengaruhi oleh variabel independen di luar penelitian ini.

Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Pengujian hipotesis dapat menunjukkan seberapa jauh pengaruh variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Pengujian ini akan menguji apakah variabel independen akan berpengaruh positif, negatif ataupun tidak berpengaruh serta dapat dijadikan sebagai penentu dalam diterima atau ditolaknya hipotesis yang diajukan. Hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 3.

Pengujian pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen pada penelitian ini menggunakan p-value dengan tingkat signifikansi sebesar alpha (0,05).

Hipotesis pada penelitian ini adalah *corporate governance* berpengaruh positif terhadap *cumulative abnormal return*. Setelah dilakukan uji analisis data diperoleh nilai koefisien yaitu sebesar 0.00230 dengan nilai p-value yaitu sebesar 0.277. Hasil tersebut menunjukkan

corporate governance berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *cumulative abnormal return*. Sehingga, hipotesis ini ditolak.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi dan Suryanawa (2011) dan Budiharjo (2016). Dari hasil penelitian dapat diketahui bahwa informasi terkait *corporate governance* tidak dapat merepresentasikan terhadap interaksi dan reaksi pasar yang diprosikan dengan *cumulative abnormal return*. Baiknya peran *corporate governance* saja tidak cukup dijadikan sebagai pertimbangan investor dalam pengambilan keputusan investasi dan tidak dapat menjadi jaminan bahwa survei yang telah dilakukan oleh IICG tidak 100 dapat menjamin. Menurut Budiharjo (2016), survei yang dilakukan IICG tidak menjamin return saham perusahaan yang mengikuti survei akan meningkat, namun belum tentu juga menurunkan return saham perusahaan tersebut. Penyebabnya adalah survei CGPI ini belum mampu menarik minat investor untuk menanamkan modalnya.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat diberikan kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil tersebut menunjukkan *corporate governance*

berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *cumulative abnormal return*.

2. Nilai *R-squared* 3.5%. Hasil ini menunjukkan bahwa 3.5% variabel *cumulative abnormal return* dapat dijelaskan oleh variabel independen berupa *corporate governance* pada penelitian ini. Sedangkan, sisanya sebesar 96.5% menunjukkan variabel *cumulative abnormal return* dipengaruhi oleh variabel independen di luar penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Budiharjo, R. (2016). Good corporate Governance terhadap Return Saham Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening dan Moderating. *Jurnal Online Insan Akuntansi*. Volume 1. Nomor 1
- Cremers, M., & Ferrel, A. (2009). Thirty Years of Corporate Governance: Firms Valuations & Stock Returns. YALE ICF Working Paper 09-09.
- Donald, B. (2019). Ini 8 Direksi BUMN di Zaman Rini Soemarno yang Terjerat KPK. www.cnbcindonesia.com/news/20191003185044-4-104308/ini-8-direksi-bumn-di-zaman-rini-soemarno-yang-terjerat-kpk
- Feri, A. (2018). KPK: OTT Wakil Ketua VII DPR Terkait Proyek Listrik PLN Riau. <https://www.cnnindonesia.com/nasional/20180713233305-12-313956/kpk-ott-wakil-ketua-vii-dpr-terkait-proyek-listrik-pln-riau>.
- Ichsan, R., dan Taqwa, L. (2013). Pengaruh Informasi Laba, Kebijakan Dividend dan Profitabilitas Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *WRA*, 1 (2).
- Jogiyanto, H.M. (2010). Metodologi Penelitian Bisnis : Salah Kaprah dan Pengalaman – pengalaman. Edisi Pertama. BPFE – Yogyakarta, Yogyakarta.
- Keputusan Menteri BUMN No. Kep-117/M-MBU/2002. Penerapan Praktek Good Corporate Governance (GCG) pada Badan Usaha Milik Negara.
- Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). (2006). Pedoman Umum GCG Indonesia, Jakarta.
- Ningsih, F. S. dan Adwin, S. A. (2017). Pengaruh Pengungkapan Good Corporate Governance terhadap Stock Return dengan Kinerja Perusahaan sebagai Variabel Mediasi pada Perusahaan LQ-45. *Business Accounting Review*, Vol. 5, No. 2, Agustus 2017.
- Organization for Economic Cooperation and Development. (2004). OECD Principles of

Corporate Governance 2004.
The OECD Paris.

Pratiwi, N. dan Suryanawa, I. K.
(2014). Pengaruh Good
Corporate Governance dan
Corporate Social Responsibility
Disclosure Pada Return Saham.
E-Jurnal Akuntansi Universitas
Udayana Vol. 9, No. 2

Sugiyono. (2017). Metode Penelitian
Bisnis. CV Alfabeta, Bandung

