

PENGARUH GOOD CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP REAKSI PASAR: KINERJA KEUANGAN SEBAGAI VARIABEL MODERATING

Sunaini Hayati Arsani

nenyarsani@gmail.com

Nur Fadjrih Asyik

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The purpose of this research is to test the influence of Good Corporate Governance which consists of independent commissioner, managerial ownership, institutional ownership, and audit quality to the market reaction with the financial performance as the moderating variable which has been done by the manufacturing companies in Indonesia. The result of the research shows that GCG which is independent commissioner has an influence to the market reaction, it means that the market accept the signal about the implementation of GCG in the company and it overestimates by giving high premium for the share price of the company. Meanwhile, the managerial ownership, the institutional ownership and the audit quality do not have any influence to the market reaction. The GCG in this case the independent commissioner, the managerial ownership, the institutional ownership and the audit quality have influence to the financial performance whereas the managerial ownership does not have any influence to the financial performance. The GCG in this case the independent commissioner has influence to the market reaction through the financial performance, it means that the company a respond from the market since the investors who are going to purchase the shares are tend to be more interested in the company which has high profitability. Meanwhile, the managerial ownership, institutional ownership and audit quality variables do not have any influence to the market reaction even though it has been moderated by the financial performance variable.

Keywords: good corporate governance, market reaction, financial performance.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *Good Corporate Governance* dalam hal ini komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit terhadap reaksi pasar dengan kinerja keuangan sebagai variabel *moderating* yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil dari penelitian ini adalah GCG dalam hal ini komisari independen berpengaruh terhadap reaksi pasar, artinya bahwa pasar menerima sinyal tentang penerapan GCG dalam perusahaan dan menilai lebih dengan memberi premium tinggi bagi harga saham perusahaan tersebut. Sementara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. GCG dalam ini komisaris independen, kepemilikan institusional dan kualitas audit berpengaruh terhadap kinerja keuangan sementara kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. GCG dalam hal ini komisaris independen berpengaruh terhadap reaksi pasar melalui kinerja keuangan, artinya bahwa perusahaan mendapat respon dari pasar karena investor yang akan membeli saham cenderung lebih tertarik dengan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit tidak memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar meskipun telah dimoderasi oleh variabel kinerja keuangan.

Kata kunci: *good corporate governance*, reaksi pasar, kinerja keuangan.

PENDAHULUAN

Di Indonesia, isu mengenai *Good Corporate Governance* (GCG) mulai menjadi perhatian ketika Indonesia mengalami krisis yang berkepanjangan pada pertengahan tahun 1997-1998. Akibatnya perekonomian Indonesia menjadi terpuruk. Keterpurukan ekonomi Indonesia

ditandai dengan merosotnya angka nilai tukar rupiah terhadap dolar sehingga banyak investor yang tidak mau menanam modalnya di Indonesia. Krisis tersebut juga menyebabkan para pemegang saham kehilangan nilai saham yang semakin menurun karena keadaan perekonomian Indonesia yang terus merosot.

Salah satu penyebab krisis ekonomi tersebut ialah rendahnya penerapan praktik *Good Corporate Governance* (GCG) pada perusahaan di Indonesia, seperti lemahnya hukum, standar akuntansi, dan pemeriksaan keuangan (*auditing*) yang belum mapan, pasar modal yang masih *underegulated*, lemahnya pengawasan komisaris, dan terabaikannya hak minoritas (Kusumawati dan Riyanto, 2005). Selain itu juga diakibatkan oleh kurang adanya transparansi pengelolaan perusahaan sehingga kontrol publik menjadi sangat lemah dan terkonsentrasinya pemegang saham besar pada beberapa keluarga yang menyebabkan campur tangan pemegang saham mayoritas pada manajemen perusahaan sangat terasasehingga menimbulkan konflik kepentingan yang sangat menyimpang dari norma tata kelola perusahaan yang baik (Fajari dalam Murtanto dan Maulana, 2005).

Penerapan *good corporate governance* dalam upaya pemulihan krisis di Indonesia menjadi mutlak diperlukan, mengingat GCG mensyaratkan suatu pengelolaan yang baik dalam sebuah organisasi (Hastuti, 2005). *Good corporate governance* atau tata kelola perusahaan yang baik saat ini telah menjadi perhatian perusahaan-perusahaan, baik itu Badan Usaha Milik Negara (BUMN) maupun Badan Usaha Milik Swasta (BUMS). Hal ini terkait dengan tujuan didirikannya perusahaan yakni untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara meningkatkan kemakmuran pemilik atau pemegang saham.

Menurut *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI, 2001) *corporate governance* diartikan sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan.

Perusahaan dengan tata kelola yang baik akan memunculkan anggapan bagi pihak investor bahwa manajemen telah mengelola perusahaan dengan baik sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan yang diharapkan juga akan meningkatkan nilai saham. Ada empat mekanisme *corporate governance* yang sering dipakai dalam berbagai penelitian mengenai *corporate governance* yaitu kualitas audit, komisaris independen kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial (Rachmawati, 2007). Kualitas audit berperan penting dan strategis dalam memelihara kredibilitas proses penyusunan laporan keuangan. Kualitas audit memungkinkan seorang auditor untuk menemukan dan melaporkan pelanggaran yang ada dalam sistem akuntansi kliennya. Kualitas audit ini sangat penting karena kualitas audit yang tinggi akan menghasilkan laporan keuangan yang dapat dipercaya sebagai dasar pengambilan keputusan.

Dewan komisaris memegang peranan penting terutama dalam pelaksanaan GCG. Dewan komisaris merupakan suatu mekanisme mengawasi dan mekanisme untuk memberikan petunjuk dan arahan pada pengelola perusahaan (FCGI, 2001). Keberadaan komisaris independen telah diatur Bursa Efek Jakarta melalui Peraturan BEJ tanggal 1 Juli 2000. Dikemukakan bahwa perusahaan yang *listed* dibursa harus mempunyai komisaris independen yang secara proporsional samadengan jumlah saham yang dimiliki pemegang saham minoritas. Dalam peraturan ini, persyaratan jumlah minimal komisaris independen adalah 30% dari seluruh anggota dewan komisaris. Adanya komisaris independen diharap mampu meningkatkan peran dewan komisaris sehingga tercipta *good corporate governance* di dalam perusahaan. Melalui perannya dalam menjalankan fungsi pengawasan, komisaris

independen dapat mempengaruhi pihak manajemen dalam menyusun laporan keuangan sehingga diperoleh suatu laporan keuangan yang berkualitas.

Struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena adanya kontrol yang mereka miliki (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Ross et al. (dalam Siallagan dan Machfoedz, 2006) menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kinerjanya demi kepentingan pemegang saham dan kepentingannya sendiri. Melalui mekanisme kepemilikan institusional efektivitas pengelolaan sumber daya perusahaan oleh manajemen dapat diketahui. Kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses *monitoring* secara efektif sehingga manajemen dapat meningkatkan kinerjanya yang pada akhirnya berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Penerapan mekanisme *good corporate governance* (kualitas audit, komisaris independen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional) dapat digunakan oleh investor sebagai bahan pertimbangan dan penilaian saham sehingga dapat memicu pergerakan nilai saham perusahaan. Perusahaan yang memiliki *good corporate governance* lebih dapat dipercaya sehingga sangat mungkin bahwa respon pasar atas pengumuman *earnings* dipengaruhi oleh baik buruknya CG perusahaan yang mengumumkannya (Wirajaya, 2011). Menurut *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG), alasan utama perusahaan menerapkan GCG adalah kepatuhan terhadap peraturan. Perusahaan meyakini bahwa implementasi GCG merupakan bentuk lain penegakan etika bisnis dan etika kerja yang sudah lama menjadi komitmen perusahaan. Selain itu implementasi GCG berhubungan erat dengan peningkatan citra perusahaan.

Tujuan utama investor melakukan investasi dipasar modal adalah memaksimalkan *return* yang diharapkan. Investor atau masyarakat yang akan membeli saham tentunya mempunyai rencana investasi, baik investasi jangka pendek maupun investasi jangka panjang. Dalam mengambil keputusan untuk membeli suatu saham, investor membutuhkan informasi yang jelas, wajar, dan tepat waktu sebagai dasar pengambilan keputusannya. Salah satu sumber informasi yang dapat digunakan oleh investor untuk proses pengambilan keputusan ialah berupa kinerja keuangan perusahaan yang dapat dilihat pada laporan keuangan perusahaan.

Di pasar modal, laporan keuangan perusahaan yang *go public* sangat penting sebagai dasar pengambilan keputusan investasi dengan melakukan analisis lebih lanjut melalui rasio keuangan untuk menilai kinerja perusahaan, terlebih perusahaan yang *go public* merupakan perusahaan yang dimiliki oleh perusahaan luas, oleh karena itu operasi perusahaan yang efisien akan sangat mempengaruhi apresiasi masyarakat pada perusahaan publik.

Menurut Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG, 2006), GCG merupakan mekanisme yang dirancang oleh perusahaan untuk mengelola perusahaan dengan baik, meliputi transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi, dan keadilan. Dengan diterapkannya prinsip-prinsip tersebut, diharapkan perusahaan akan bekerja secara efektif dan efisien dalam upaya memaksimalkan kinerja perusahaan, dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari meningkatnya nilai saham perusahaan di pasar modal, perusahaan akan memiliki nilai tambah, meningkatkan kredibilitas, yang pada akhirnya meningkatkan *return* para pemangku kepentingan (*stakeholder*).

Dengan menerapkan dan melaksanakan *good corporate governance*, manajer dan pelaku bisnis diharapkan dapat mengelola perusahaan secara *best practice*, bekerja secara efektif dan efisien dalam upaya memaksimalkan kinerja perusahaan sehingga dapat menurunkan biaya

modal dan mampu meminimalkan risiko. Usaha tersebut diharapkan mampu menghasilkan profitabilitas yang tinggi. Dengan meningkatnya kinerja keuangan, maka kepercayaan berbagai pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan dapat meningkat dan diharapkan para investor mendapatkan sinyal positif dari keadaan ini yang pada akhirnya bersedia menanamkan modalnya dan memberikan premium yang tinggi kepada perusahaan.

Berdasarkan latar belakang yang telah disebutkan, maka penulis tertarik untuk menguji dan menganalisis pengaruh *good corporate governance* dalam hal ini komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kualitas audit terhadap reaksi pasar baik secara langsung maupun tidak langsung yaitu melalui kinerja keuangan perusahaan. Variabel reaksi pasar diproksikan dengan *return* saham sedangkan kinerja keuangan diproksikan dengan *return on equity* (ROE).

TINJAUAN TEORETIS DAN HIPOTESIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori agensi menjelaskan tentang hubungan kontraktual antara pihak yang mendelegasi keputusan tertentu (*principal*) dengan pihak yang menerima pendelegasian tersebut (*agent*) (Jensen dan Meckling, 1976). Pendelegasian tersebut termasuk pendelegasian wewenang untuk mengambil keputusan. Konflik kepentingan antara pemilik dan agen terjadi karena kemungkinan agen tidak selalu berbuat sesuai dengan kepentingan *principal*, sehingga memicu biaya keagenan (*agency cost*).

Dalam hal ini manajemen (*agent*) diharapkan oleh pemilik (*principle*) untuk mampu mengoptimalkan sumber daya yang ada di perusahaan tersebut secara maksimal. Bila kedua pihak memaksimalkan perannya (*utility maximizers*), cukup beralasan apabila manajemen tidak akan selalu bertindak untuk kepentingan pemilik.

Pemilik lebih memikirkan keuntungan yang bersifat jangka panjang sebaliknya manajemen lebih bersifat jangka pendek sehingga terkadang cenderung memaksimalkan profit untuk jangka pendek dengan mengabaikan sustainability keuntungan dalam jangka panjang. Untuk membatasi atau mengurangi kemungkinan tersebut pemilik dapat menetapkan insentif yang sesuai bagi manajemen yaitu dengan mengeluarkan biaya monitoring dalam bentuk gaji. Dengan adanya *monitoring cost* tersebut manajemen akan senantiasa memaksimalkan kesejahteraan pemilik, walaupun keputusan manajemen dalam praktik akan berbeda dengan keinginan pemilik (Jensen dan Meckling, 1976).

Menurut Eisenhardt (1989) teori keagenan dilandasi oleh tiga asumsi, yaitu: (1) Asumsi tentang sifat manusia. Menekankan bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan diri sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan tidak menyukai risiko (*risk aversion*); (2) Asumsi tentang keorganisasian. Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria produktivitas, dan adanya asimetri informasi antara prinsipal dan agen; (3) Asumsi tentang informasi. Asumsi tentang informasi adalah bahwa informasi dipandang sebagai barang komoditi yang bisa diperjual belikan.

Scott (2000) menyatakan bahwa perusahaan mempunyai banyak kontrak, misalnya kontrak kerja antara perusahaan dengan para manajernya dan kontrak pinjaman antara perusahaan dengan krediturnya. Kontrak kerja yang dimaksud adalah kontrak kerja antara pemilik modal dengan manajer perusahaan. Dimana antara *agent* dan *principal* ingin memaksimalkan *utility* masing-masing dengan informasi yang dimiliki.

Tetapi di satu sisi, *agent* memiliki informasi yang lebih banyak (*full information*) dibanding dengan *principal*, sehingga menimbulkan adanya *asimetry information*. Informasi yang lebih banyak dimiliki oleh manajer dapat memicu dalam melakukan tindakan-tindakan sesuai dengan keinginan dan kepentingan untuk memaksimalkan *utility*nya. Sedangkan

bagi pemilik modal dalam hal ini investor, akan sulit untuk mengontrol secara efektif tindakan yang dilakukan oleh manajemen karena hanya memiliki sedikit informasi yang ada. Oleh karena itu, terkadang kebijakan-kebijakan tertentu yang dilakukan oleh manajemen perusahaan tanpa sepengetahuan pihak pemilik modal atau investor.

Corporate governance yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwamanajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny dalam Ujiyantho dan Pramuka, 2007). Dengan kata lain *corporate governance* diharapkan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan (*agency cost*).

Good Corporate Governance

Good Corporate Governance (GCG) secara definitif merupakan sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang menciptakan nilai tambah (*value added*) untuk semua *stakeholder* (Monks dan Minow, 2003). *Corporate governance* adalah sistem yang dibangun untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan sehingga tercipta tata hubungan yang baik, adil dan transparan di antara berbagai pihak yang terkait dan memiliki kepentingan (*stakeholder*) dalam perusahaan (Bernawati dan Asfianti, 2011). *Good Corporate Governance* (GCG) menurut Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) adalah salah satu pilar dari sistem ekonomi pasar.

The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) mendefinisikan *corporate governance* adalah sistem yang dipergunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan kegiatan bisnis perusahaan, mengatur pembagian tugas, hak dan kewajiban pemegang saham, dewan pengurus, para manajer, dan yang berkepentingan terhadap kehidupan perusahaan.

Menurut Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor KEP-117/M-MBU/2002, *corporate governance* adalah suatu proses dan 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 *stakeholder* lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan etika (Darmawati et al., 2004).

Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditor, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka (Arifin, 2003).

Sedangkan *The Indonesian Institute of Corporate Governance* (IICG) mendefinisikan *corporate governance* sebagai 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.

Berdasarkan definisi diatas, maka dapat disimpulkan bahwa *corporate governance* adalah suatu sistem yang digunakan oleh perusahaan yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk meningkatkan kinerja serta akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang serta menciptakan nilai tambah atau *value added* dengan memperhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan nilai-nilai etika. Sistem *corporate governance* tersebut dilakukan oleh semua

pihak yang berkepentingan dengan perusahaan untuk menjalankan tugasnya secara baik sesuai dengan hak dan kewajiban masing-masing.

Konsep *corporate governance* pada dasarnya muncul untuk mengatasi masalah yang timbul dari hubungan antara pihak pemilik modal dengan manajer selaku pengelola perusahaan. Dengan adanya *corporate governance* ini, perusahaan dituntut untuk memperhatikan hak pemegang saham dengan memberikan semua informasi secara akurat tepat waktu dan transparan. *Corporate governance* ini juga mengatur hubungan antara pemegang saham dengan pihak lain yang berkepentingan terhadap perusahaan. *Good corporate governance* diperlukan dalam sebuah perusahaan karena dengan diterapkannya *good corporate governance* maka pengawasan terhadap kinerja perusahaan juga akan semakin baik sesuai dengan harapan *stakeholder* sehingga tindakan kecurangan yang dilakukan oleh manajemen dapat diminimalisir. Oleh karena itu, *corporate governance* ini dinilai mampu memberikan perlindungan efektif bagi pemegang saham dan kreditor sehingga mereka yakin akan memperoleh keuntungan atas investasinya.

Mekanisme Corporate Governance

Ada empat mekanisme *Corporate Governance* yang dipakai dalam penelitian ini yang bertujuan untuk mengurangi konflik keagenan, yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, komisaris independen, dan kualitas audit.

Kepemilikan Manajerial. Pemahaman terhadap kepemilikan perusahaan sangat penting karena berkaitan dengan pengendalian operasional perusahaan. Dari sudut pandang teori akuntansi, manajemen laba sangat ditentukan oleh motivasi manajer perusahaan. Motivasi yang berbeda menghasilkan besaran manajemen laba yang berbeda, seperti antara manajer yang juga sekaligus sebagai pemegang saham dan manajer yang tidak sebagai pemegang saham. Dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh manajer, diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para *principal* karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja. Besar kecilnya jumlah saham manajerial dalam perusahaan dapat mengindikasikan adanya kesamaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Perusahaan dengan kepemilikan saham yang besar seharusnya memiliki konflik keagenan yang rendah pula.

Kepemilikan Institusional. Kepemilikan manajerial merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh manajemen perusahaan. Kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan antara pemegang saham luar dengan manajemen, sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah seorang pemilik juga. Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri.

Komisaris Independen. Kemampuan komisaris independen untuk mengawasi merupakan fungsi yang positif dari porsi dan independensi komisaris independen eksternal. Komisaris independen juga bertanggung jawab atas kualitas laporan yang disajikan. FCGI (2001) menyatakan bahwa komisaris independen berada pada posisi untuk memastikan bahwa manajemen telah benar-benar bekerja demi kepentingan perusahaan sesuai dengan strategi yang telah ditetapkan serta menjaga kepentingan para pemegang saham yaitu untuk meningkatkan nilai ekonomis perusahaan.

Kualitas Audit. Kualitas audit sebagai suatu kemungkinan (*joint probability*) seorang auditor akan menemukan dan melaporkan pelanggaran yang ada dalam sistem akuntansi kliennya. Kemungkinan dimana auditor akan menemukan salah saji tergantung pada kemampuan teknis auditor sementara tindakan melaporkan salah saji tergantung pada independensi auditor tersebut. Kualitas audit ini sangat penting karena kualitas audit yang tinggi akan menghasilkan laporan keuangan yang dapat dipercaya sebagai dasar pengambilan keputusan.

Kinerja Keuangan (*Return On Equity*)

Kinerja keuangan yang digunakan dalam penelitian ini diproksikan dengan rasio profitabilitas yaitu *Return On Equity* (ROE). Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba melalui seluruh kemampuan dan sumber yang ada dalam perusahaan. Rasio profitabilitas digunakan untuk mengevaluasi keuntungan yang dihasilkan perusahaan (Harahap, 2001:301). Pemilik, kreditor dan manajemen menaruh perhatian lebih banyak pada pencapaian keuntungan karena berhubungan dengan *earnings* yang akan mereka peroleh.

Return On Equity (ROE) atau sering disebut rentabilitas modal sendiri dimaksudkan untuk mengukur seberapa banyak keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri. ROE membandingkan laba bersih setelah pajak dengan ekuitas. Dimana rasio ini menunjukkan kemampuan untuk menghasilkan laba berdasarkan ekuitas pemegang saham. *Return On Equity* (ROE) digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen dalam mengelola modal yang tersedia untuk memperoleh *net income*. Investor memandang bahwa ROE merupakan indikator profitabilitas yang penting.

Reaksi Pasar (*Return Saham*)

Reaksi pasar diukur melalui penghitungan *return* saham perusahaan. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi (Fidhayatin dan Dewi, 2012:205). Investor menginvestasikan sejumlah dana dengan membeli saham dengan tujuan ingin memperoleh *return*. Untuk melihat perkembangan harga saham suatu perusahaan investor dapat menganalisis *return* saham perusahaan tersebut. Terdapat dua macam *return* saham, yaitu *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* yang sudah terjadi dan dihitung berdasar data historis (masa lalu) disebut *return* realisasi. *Return* realisasi dapat berfungsi sebagai pengukur kinerja perusahaan dan selain itu berfungsi pula untuk penentuan *return* ekspektasi di masa depan. *Return* ekspektasi (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan diperoleh investor di masa yang akan datang.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Reaksi Pasar

Rasio keuangan digunakan untuk membandingkan risiko dan tingkat imbal hasil dari berbagai perusahaan untuk membantu investor dan kreditor membuat keputusan investasi dan kredit yang baik. Dengan adanya pengertian tersebut, maka dapat diketahui bahwa ada hubungan antara rasio keuangan dengan tingkat *return* saham yang dapat memberikan informasi bagi investor maupun kreditor guna pengambilan keputusan investasi maupun kredit yang akan dilakukan. Salah satu analisa rasio yang sering digunakan oleh investor adalah rasio profitabilitas perusahaan.

Return On Equity (ROE) adalah salah satu rasio profitabilitas yang membandingkan *net income* dengan total *stockholder's equity* perusahaan. ROE menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih. Investor selalu berharap untuk mendapatkan ROE yang tinggi, akan tetapi harapan investor ini tidak selalu sesuai dengan kenyataannya

karena adanya faktor risiko. Perubahan ROE perusahaan akan mengakibatkan perubahan nilai perusahaan sehingga hal ini akan menimbulkan reaksi dari investor yang tercermin pada *return* saham. Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{1a}: *Good corporate governance* dalam hal ini komisaris independen berpengaruh terhadap reaksi pasar.

H_{1b}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap reaksi pasar.

H_{1c}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini kepemilikan institusional berpengaruh terhadap reaksi pasar.

H_{1d}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini kualitas audit berpengaruh terhadap reaksi pasar.

Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan

Good Corporate Governance sebagai suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan diharapkan dapat memberikan pengawasan terhadap manajemen sebagai pihak agen dalam mengelola perusahaan untuk meminimalisasi *agency problem* tanpa membebankan *agency cost* yang tinggi. Pada umumnya GCG dapat meningkatkan kepercayaan investor, namun sebaliknya perusahaan dengan tata kelola yang buruk menurunkan tingkat kepercayaan investor.

Hasil survey yang dilakukan oleh tim McKinsey et al. (dalam Arifin, 2003) memperlihatkan bahwa investor bersedia memberi premium kepada perusahaan yang bagus dalam CG-nya. Investor cenderung menghindari perusahaan-perusahaan dengan predikat buruk dalam *corporate governance*. Aman dan Nguyen(2008) juga membuktikan bahwa *corporate governance* secara keseluruhan merupakan hal penting dan menjadikan salah satu faktor penyebab yang dapat menjelaskan *return* saham bagi perusahaan-perusahaan di Jepang. Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{2a}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini komisaris independen berpengaruh terhadap kinerja keuangan.

H_{2b}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kinerja keuangan.

H_{2c}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kinerja keuangan.

H_{2d}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini kualitas audit berpengaruh terhadap kinerja keuangan.

Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Reaksi Pasar melalui Kinerja Keuangan

Pada umumnya GCG dapat meningkatkan kepercayaan investor. Manajer bekerja secara lebih efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan risiko yang mungkin dilakukan oleh manajemen dengan keputusan yang menguntungkan sendiri, sehingga meningkatkan kinerja perusahaan yang pada akhirnya memaksimalkan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan yang semakin baik dan nilai perusahaan yang meningkatkan akan memberikan harapan naiknya harga saham perusahaan tersebut yang pada akhirnya akan berdampak pada kenaikan *return* saham. Dengan adanya penerapan GCG diharapkan para investor mendapatkan sinyal positif dari keadaan ini sehingga investor bersedia menanamkan modalnya dan memberikan premium yang tinggi kepada perusahaan. Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{3a}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini komisaris independen berpengaruh terhadap reaksi pasar melalui kinerja keuangan.

H_{3b}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap reaksi pasar melalui kinerja keuangan.

H_{3c}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini kepemilikan institusional berpengaruh terhadap reaksi pasar melalui kinerja keuangan.

H_{3d}: *Good Corporate Governance* dalam hal ini kualitas audit berpengaruh terhadap reaksi pasar melalui kinerja keuangan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2011-2013. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan masih tercatat sebagai emiten selama periode 2011-2013; (2) Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan auditan dengan tahun buku 31 desember yang dinyatakan dalam rupiah; (3) Data perusahaan yang tersedia lengkap mengenai kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen dan kualitas audit serta data-data untuk mendeteksi kinerja keuangan dan reaksi pasar. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel akhir sebanyak 63 perusahaan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel Independen

a. Kepemilikan Manajerial (KM)

Jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dari jumlah saham yang dikelola oleh perusahaan. Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh kapital saham perusahaan yang beredar (Siallagan dan Machfoedz, 2006).

$$KM = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$$

b. Kepemilikan Institusional (KI)

Kepemilikan institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga. Institusi dapat berupa lembaga keuangan, lembaga dana pensiun maupun perusahaan. Kepemilikan institusional diukur dengan persentase jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi terhadap total jumlah saham yang beredar (Ujiyantho dan Pramuka, 2007).

$$KI = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

c. Komisaris Independen (KI_{ind})

Dewan komisaris independen merupakan anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan atau *outside directors*. Jumlah dewan komisaris independen diukur dengan menggunakan indikator persentase jumlah anggota dewan komisaris yang berasal

dari luar perusahaan terhadap jumlah seluruh anggota dewan komisaris perusahaan (Ujiyantho dan Pramuka, 2007).

Proporsi dewan komisaris independen:

$$\text{Kind} = \frac{\text{Jumlah komisaris independen}}{\text{Jumlah komisaris}} \times 100\%$$

d. Kualitas Audit (Kua)

Kualitas audit ditentukan melalui ukuran Kantor Akuntan Publik (KAP). Jika perusahaan diaudit oleh KAP besar pada saat penelitian ini yaitu KAP Big4 maka kualitas auditnya tinggi dan jika diaudit oleh KAP Non Big 4 (KAP kecil) maka kualitas auditnya rendah. Banyak penelitian menemukan kualitas audit berkorelasi positif dengan kredibilitas auditor dan berkorelasi negatif dengan kesalahan laporan keuangan. Laporan keuangan yang berkualitas merupakan salah satu elemen penting dari *Corporate Governance*. Kualitas audit diukur dengan variabel *dummy* (Siallagan dan Machfoedz, 2006). Menggolongkan dan memberi nilai atas kualitas audit pada setiap perusahaan digunakan ketentuan: (1) Diaudit KAP Big 4 = 1; (2) Diaudit KAP Non Big 4 = 0

Variabel Dependen

Reaksi Pasar (Return Saham)

Variabel dependen (variabel terikat) merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen. Dalam penelitian ini variabel dependen adalah *return* saham. Menurut Widiatmojo (dalam Martono, 2009), *return* saham dinyatakan dengan prosentase sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \times 100\%$$

Keterangan:

R_{it} = Tingkat keuntungan saham i pada periode t

P_{it} = Harga saham i pada periode t

P_{it-1} = Harga saham i pada periode t-1

Variabel Moderating

Kinerja Keuangan (Return On Equity)

ROE menjadi variabel moderating dalam penelitian ini. Variabel *moderating* didefinisikan sebagai variabel yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan langsung antara variabel independen dan variabel dependen. ROE sendiri diharapkan dapat mempengaruhi hubungan antara GCG dengan harga saham. ROE dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rumus:

$$R_{it} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Pengujian Hipotesis

Hipotesis penelitian akan diuji dengan tiga persamaan regresi yang berbeda, yaitu :

- $RS = \alpha + \beta_1 \text{Kind} + \beta_2 \text{KM} + \beta_3 \text{KI} + \beta_4 \text{Kua} + \beta_6 \text{ROE} + \varepsilon$
- $ROE = \alpha + \beta_1 \text{Kind} + \beta_2 \text{KM} + \beta_3 \text{KI} + \beta_4 \text{Kua} + \varepsilon$
- $RS = \alpha + \beta_1 \text{Kind} + \beta_2 \text{KM} + \beta_3 \text{KI} + \beta_4 \text{Kua} + \beta_6 \text{ROE} + \beta_6 \text{Kind} * \text{ROE} + \beta_7 \text{KM} * \text{ROE} + \beta_8 \text{KI} * \text{ROE} + \beta_9 \text{Kua} * \text{ROE} + \varepsilon$

Keterangan:

- RS = Return Saham
 ROE = Return On Equity
 KM = Kepemiikan manajerial
 KI = Kepemilikan institusional
 Kind = Komisaris Independen
 Kua = Kualitas Audit
 ε = Error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian yaitu komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kualitas audit, kinerja keuangan (ROE), dan reaksi pasar (*return* saham).

Tabel 1
Statistik Deskriptif

| Variable | Descriptive Statistics | | | | |
|-------------------------------------|------------------------|--------|--------|---------|----------------|
| | N | Min | Max | Mean | Std. Deviation |
| Komisaris Independen | 189 | 0,00 | 100,00 | 38,7037 | 16,7188 |
| Kepemilikan Manajerial | 189 | 0,00 | 25,61 | 2,9437 | 6,4577 |
| Kepemilikan Institusional | 189 | 32,22 | 98,18 | 70,1144 | 17,4406 |
| Kualitas Audit | 189 | 0,00 | 1,00 | 0,4286 | 0,4961 |
| Reaksi Pasar (<i>Return</i> saham) | 189 | -98,23 | 349,32 | 16,9342 | 57,8333 |
| Kinerja Keuangan (ROE) | 189 | 0,12 | 125,81 | 19,5249 | 17,6765 |

Sumber : Data Sekunder yang diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 1 diketahui bahwa jumlah pengamatan yang diteliti sebanyak 189 pengamatan berdasarkan laporan keuangan periode 2011 sampai 2013. Komisaris independen memiliki *mean* sebesar 38,7037 dengan deviasi standar sebesar 16,71, serta nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 100. Kepemilikan manajerial memiliki *mean* sebesar 2,9437 dengan deviasi standar sebesar 6,4577, serta nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 25,61.

Kepemilikan institusional memiliki *mean* sebesar 70,1144 dengan deviasi standar sebesar 17,4406, serta nilai minimum sebesar 32,22 dan nilai maksimum sebesar 98,18. Kualitas audit memiliki *mean* sebesar 0,4286 dengan deviasi standar sebesar 0,4961, serta nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 1,00.

Reaksi Pasar (*return* saham) memiliki *mean* sebesar 16,9342 dengan deviasi standar sebesar 57,8333, serta nilai minimum sebesar -98,23 dan nilai maksimum sebesar 349,32. Kinerja keuangan (ROE) memiliki *mean* sebesar 19,5249 dengan deviasi standar sebesar 17,6765, serta nilai minimum sebesar 0,12 dan nilai maksimum sebesar 125,81.

Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas. Gambar grafik normal plot menunjukkan bahwa pola data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, sehingga dapat dikatakan bahwa variabel dalam penelitian ini memenuhi uji normalitas.

b. Uji Multikolinearitas. Hasil uji multikolinearitas menunjukkan bahwa variabel bebas memiliki nilai *tolerance* mendekati angka 1 dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) di sekitar angka 1. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antar variabel bebas dalam model regresi ini.

c. Uji Heteroskedastisitas. Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas diketahui bahwa tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

d. Uji Normalitas. Hasil uji autokorelasi menunjukkan nilai DW sebesar 1,181. Menurut Santoso (2002:219) apabila $D-W \alpha$ Durbin-Watson (D-W), dengan tingkat kepercayaan terletak antara -2 sampai +2 maka tidak terjadi autokorelasi. Nilai DW 1,181 terletak antara -2 dan +2 dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi.

Hasil Uji Hipotesis

Pengujian Hipotesis 1a, 1b, 1c dan 1d

Good Corporate Governance dalam hal ini Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kualitas Audit berpengaruh terhadap Reaksi Pasar

Hasil perhitungan dengan komputer dengan aplikasi program SPSS 20 (*Statistical Program for Social Science*) adalah sebagai berikut:

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda Hipotesis 1a, 1b, 1c, dan 1d

| Variabel Bebas | Koefisien Regresi | t _{hitung} | Sig. |
|--------------------------------|-------------------|---------------------|-------|
| Constant | 31,528 | | |
| Komisaris Independen (Kind) | 0,508 | 2,551 | 0,012 |
| Kepemilikan Manajerial (KM) | -0,358 | -0,600 | 0,549 |
| Kepemilikan Institusional (KI) | -0,108 | -0,511 | 0,610 |
| Kualitas Audit (Kua) | -7,943 | -1,117 | 0,266 |
| F hitung | 2,172 | | |
| Signifikan | 0,074 | | |
| R Square | 0,045 | | |
| Adjusted R Square | 0,024 | | |
| Variabel Terikat | Reaksi Pasar (RS) | | |

Sumber Lampiran, 2015

Berdasarkan Tabel 2 diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:
 $RS = 31,528 + 0,508\text{Kind} - 0,358\text{KM} - 0,108\text{KI} - 7,943\text{Kua} + \varepsilon$

Berdasarkan hasil diatas dapat diketahui bahwa komisaris independen berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) dengan signifikansi sebesar 0,012. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) dengan signifikansi sebesar 0,549. Kepemilikan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) dengan signifikansi sebesar 0,610. Kualitas audit tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) dengan signifikansi sebesar 0,266. Dengan demikian hipotesis 1ayang menyatakan bahwa *Good Corporate Governance* dalam hal ini komisaris independen berpengaruh terhadap reaksi pasar terdukung. Sementara hipotesis 1b, 1c dan 1d tidak terdukung.

Berdasarkan Tabel 2 diketahui bahwa nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,024, yang berarti bahwa komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kualitas audit mampu mempengaruhi reaksi pasar (*return* saham) sebesar 2,4%, sedangkan 97,6% dijelaskan oleh variabel yang lain.

Berdasarkan hasil diatas didapatkan angka F hitung 2,172 dengan Sig.0,074 > 0,050, artinya komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit secara simultan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap reaksi pasar (*return* saham).

Pengujian Hipotesis 2a, 2b, 2c dan 2d

Good Corporate Governance dalam hal ini Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kualitas Audit berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan

Hasil perhitungan dengan komputer dengan aplikasi program SPSS 20 (*Statistical Program for Social Science*) adalah sebagai berikut:

Tabel 3
Analisis Regresi Linier Berganda Hipotesis 2_a, 2_b, 2_c dan 2_d

| Variabel Bebas | Koefisien Regresi | t _{hitung} | Sig. |
|--------------------------------|------------------------|---------------------|-------|
| Constant | 23,243 | | |
| Komisaris Independen (Kind) | 0,261 | 3,616 | 0,000 |
| Kepemilikan Manajerial (KM) | -0,187 | -0,863 | 0,390 |
| Kepemilikan Institusional (KI) | 0,147 | 2,005 | 0,046 |
| Kualitas Audit (Kua) | 9,532 | 3,692 | 0,000 |
| F hitung | 8,646 | | |
| Signifikan | 0,000 | | |
| R Square | 0,158 | | |
| Adjusted R Square | 0,140 | | |
| Variabel Terikat | Kinerja Keuangan (ROE) | | |

Sumber Lampiran, 2015

Berdasarkan Tabel 3 diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$ROE = 23,243 + 0,261Kind - 0,187KM + 0,147 KI + 9,532Kua + \epsilon$$

Berdasarkan hasil diatas dapat diketahui bahwa komisaris independen berpengaruh terhadap kinerja keuangan (ROE) dengan signifikansi sebesar 0,000. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan (ROE) dengan signifikansi sebesar 0,390. Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kinerja keuangan (ROE) dengan signifikansi sebesar 0,046. Kualitas audit berpengaruh terhadap kinerja keuangan (ROE) dengan signifikansi sebesar 0,000. Dengan demikian hipotesis 2a, 2c dan 2d terdukung. Sementara hipotesis 2b tidak terdukung.

Berdasarkan Tabel 3 diketahui bahwa nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,140, yang berarti bahwa komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kualitas audit mampu mempengaruhi kinerja keuangan (ROE) sebesar 14%, sedangkan 86% dijelaskan oleh variabel yang lain.

Berdasarkan hasil diatas didapatkan angka F hitung 8,646 dengan $\text{Sig.} 0,000 < 0,050$, artinya komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kualitas audit secara simultan memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (ROE).

Pengujian Hipotesis 3a, 3b, 3c dan 3d

Good Corporate Governance dalam hal ini Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kualitas Audit berpengaruh terhadap Reaksi Pasar melalui Kinerja Keuangan

Hasil perhitungan dengan komputer dengan aplikasi program SPSS 20 (*Statistical Program for Social Science*) adalah sebagai berikut:

Tabel 4
Analisis Regresi Linier Berganda Hipotesis 3a, 3b, 3c, dan 3d

| Variabel Bebas | Koefisien Regresi | t _{hitung} | Sig. |
|--------------------------------|-------------------|---------------------|-------|
| Constant | -22,952 | | |
| Komisaris Independen (Kind) | 0,095 | 0,283 | 0,777 |
| Kepemilikan Manajerial (KM) | -0,796 | -0,605 | 0,546 |
| Kepemilikan Institusional (KI) | 0,273 | 0,562 | 0,575 |
| Kualitas Audit (Kua) | -17,678 | -0,997 | 0,320 |
| Kinerja Keuangan (ROE) | 2,255 | 1,308 | 0,192 |
| Kind*ROE | 0,023 | 2,035 | 0,043 |
| KM*ROE | 0,025 | 0,343 | 0,732 |
| KI*ROE | -0,023 | -1,041 | 0,299 |
| Kua*ROE | -0,153 | -0,184 | 0,854 |
| F hitung | 2,450 | | |
| Signifikan | 0,012 | | |
| R Square | 0,065 | | |
| Adjusted R Square | 0,110 | | |
| Variabel Terikat | Reaksi Pasar (RS) | | |

Sumber: Lampiran, 2015

Berdasarkan Tabel 4 diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$RS = -22,952 + 0,095\text{Kind} - 0,796\text{KM} + 0,273\text{KI} - 17,678\text{Kua} + 2,255\text{ROE} + 0,023\text{Kind*ROE} + 0,025\text{KM*ROE} - 0,023\text{KI*ROE} - 0,153\text{Kua*ROE} + \varepsilon$$

Berdasarkan tabel 4 dapat disimpulkan bahwa: (1) Komisaris independen berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) melalui kinerja keuangan (ROE), hal ini karena nilai t hitung sebesar 2,035 dan tingkat signifikansi 0,043; (2) Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) melalui kinerja keuangan (ROE), hal ini karena nilai t hitung sebesar 0,343 dan tingkat signifikansi 0,732; (3) Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) melalui kinerja keuangan (ROE), hal ini karena nilai t hitung sebesar -1,041 dan tingkat signifikansi 0,299; (4) Kualitas audit tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) melalui kinerja keuangan (ROE), hal ini karena nilai t hitung sebesar -0,184 dan tingkat signifikansi 0,854.

Berdasarkan hasil diatas diketahui bahwa nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,110 yang menunjukkan bahwa komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan

institusional, kualitas audit, kinerja keuangan, dan variabel moderasi Kind*ROE, KM*ROE, KI*ROE, dan Kua*ROE dapat menjelaskan reaksi pasar sebesar 11%, sedangkan sisanya 89% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Berdasarkan Tabel 4 didapatkan angka F hitung 2,450 dengan Sig.0,012 < 0,050, artinya variabel komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kualitas audit, kinerja keuangan, dan variabel moderasi Kind*ROE, KM*ROE, KI*ROE dan Kua*ROE secara simultan berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar.

PEMBAHASAN

***Good Corporate Governance* dalam hal ini Komisaris Independen berpengaruh terhadap Reaksi Pasar**

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa jumlah komisaris independen berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham). Ketentuan jumlah minimum komisaris independen diatur dalam Peraturan Bapepam No. I-A tentang Ketentuan Umum Pencatatan Efek bersifat Ekuitas di Bursa huruf C-1, dimana dalam rangka penyelenggaraan pengelolaan yang baik (*Good Corporate Governance*) perusahaan tercatat wajib memiliki komisaris independen yang jumlahnya secara proporsional sebanding dengan saham yang dimiliki oleh bukan pemegang saham pengendali dengan ketentuan jumlah komisaris independen sekurang-kurangnya 30% (tiga puluh persen) dari jumlah seluruh komisaris. Ketentuan ini sesuai dengan jumlah rata-rata komisaris independen pada perusahaan yang diteliti yaitu sebesar 38,7% dari jumlah keseluruhan anggota dewan komisaris.

Jumlah komisaris independen yang cukup tinggi menyebabkan komisaris independen dapat mendominasi dan mempengaruhi kebijakan dan keputusan yang diambil yang mewakili kepentingan stakeholder termasuk kepentingan para pemegang saham. Komisaris independen mampu menjalankan fungsi pengawasan dan koordinasi dalam perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan oleh para manajer semakin baik, mampu meningkatkan efisiensi dan daya saing perusahaan yang akan berdampak positif pada reaksi pasar dan meningkatkan kepercayaan investor untuk memberi premium tinggi bagi harga saham perusahaan.

***Good Corporate Governance* dalam hal ini Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Reaksi Pasar**

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham). Menurut Mc Connell dan Servaes (dalam Trisnantari, 2010) bahwa terdapat hipotesis pemusatan kepentingan yang akan terus terjadi ketika level kepemilikan manajerial lebih kecil dari 5%. Proporsi kepemilikan manajerial pada perusahaan yang diteliti cenderung masih rendah yaitu 2,94%. Kecenderungan manajer sebagai pemegang saham minoritas dip perusahaan tidak mampu memotivasi mereka untuk bekerja dengan lebih efisien dan efektif guna meningkatkan kinerja perusahaan sehingga tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan yang pada akhirnya berdampak pada fluktuasi harga saham yang cenderung menurun. Hal ini tidak mampu meningkatkan kepercayaan pasar sehingga tidak memberi dampak positif pada reaksi pasar.

***Good Corporate Governance* dalam hal ini Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap Reaksi Pasar**

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham). Menurut Lee et al. (dalam Fidyati, 2004) yang menyatakan bahwa investor institusional adalah pemilik sementara (*transfer*

owner) sehingga hanya terfokus pada laba sekarang (*current earnings*). Perubahan laba sekarang dapat mempengaruhi keputusan investor institusional. Jika perubahan ini tidak dirasakan menguntungkan oleh investor, maka investor dapat melikuidasi sahamnya. Hal ini merupakan penyebab kepemilikan institusional tidak berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

***Good Corporate Governance* dalam hal ini Kualitas Audit berpengaruh terhadap Reaksi Pasar**

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa kualitas audit tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham). Berdasarkan hasil statistik deskriptif dari 63 perusahaan manufaktur yang diteliti, rata-rata perusahaan yang menggunakan KAP *big four* adalah sebesar 42%. Hal ini berarti lebih dari 50% perusahaan manufaktur yang diteliti belum menggunakan jasa KAP *big four* dalam mengaudit laporan keuangan perusahaan. Jumlah tersebut tidak memberikan dampak positif pada kepercayaan pasar untuk menanamkan modalnya.

***Good Corporate Governance* dalam hal ini Komisaris Independen berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan**

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa jumlah komisaris independen berpengaruh terhadap kinerja keuangan (ROE). Dengan demikian, penerapan *good corporate governance* salah satunya melalui penambahan jumlah dewan komisaris independen mampu membuat proses pengambilan keputusan berlangsung secara lebih baik sehingga akan menghasilkan keputusan yang optimal, dapat meningkatkan efisiensi serta budaya kerja yang lebih sehat (Maksum dalam Tjondro dan Wilopo, 2011). Penerapan GCG dapat membantu terciptanya hubungan yang kondusif dan dapat dipertanggungjawabkan diantara elemen dalam perusahaan (dewan komisaris, manajemen dan para pemegang saham) yang pada akhirnya dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

***Good Corporate Governance* dalam hal ini Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan**

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memberikan pengaruh terhadap kinerja keuangan (ROE). Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada 63 perusahaan manufaktur yang diteliti, rata-rata persentase jumlah kepemilikan manajerial hanya sebesar 2,94% dari total keseluruhan jumlah saham perusahaan yang beredar. Kondisi perusahaan dengan proporsi kepemilikan manajerial yang cenderung masih rendah kurang memotivasi manajer untuk bekerja dengan lebih efisien dan efektif guna meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Dengan demikian penerapan kepemilikan manajerial untuk membantu penyatuan kepentingan antara manajer dan pemilik agar dapat memotivasi manajer dalam melakukan tindakan guna meningkatkan kinerja perusahaan belum dapat berjalan efektif. Hasil ini sesuai dengan penelitian Hastuti (2005) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki korelasi terhadap kinerja perusahaan.

***Good Corporate Governance* dalam hal ini Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan**

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kinerja keuangan (ROE). Dengan adanya kepemilikan institusional yang tinggi maka pemegang saham institusional dapat menggantikan atau memperkuat fungsi *monitoring* dari dewan dalam perusahaan, sehingga dapat memberikan dorongan bagi

pihak manajemen untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan serta mengantisipasi adanya tindakan manajer yang tidak sesuai dengan keinginan pemilik. Cornet et al. (dalam Septiyanto, 2012) menyimpulkan bahwa tindakan pengawasan perusahaan oleh pihak investor institusional dapat mendorong manajer untuk lebih memfokuskan perhatiannya terhadap kinerja perusahaan sehingga akan mengurangi perilaku *opportunistic* atau mementingkan diri sendiri. Hasil ini sesuai dengan penelitian Suranta dan Machfoedz (2003) yang menghasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Good Corporate Governance dalam hal ini Kualitas Audit berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa kualitas audit berpengaruh terhadap kinerja keuangan (ROE). Jika kualitas audit tercapai, maka transparansi pertanggungjawaban manajemen perusahaan dapat dipercaya, sehingga akan meningkatkan kepercayaan para pelaku pasar modal untuk mempercayakan investasinya terhadap perusahaan tersebut. Semakin tinggi nilai kepercayaan suatu perusahaan menunjukkan semakin tinggi tingkat keamanan kenaikan aset dalam jangka panjang dan ketaatan perusahaan dalam penerapan *corporate governance* sehingga dapat menghasilkan kinerja perusahaan yang optimal.

Good Corporate Governance dalam hal ini Komisaris Independen berpengaruh terhadap Reaksi Pasar melalui Kinerja Keuangan

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa jumlah komisaris independen berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) melalui kinerja keuangan (ROE). Kinerja keuangan yang tinggi menunjukkan bahwa komisaris independen telah berhasil menjalankan fungsi *monitoring* dalam perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan oleh para manajer semakin baik sehingga mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan dalam hal ini ialah *return On Equity* (ROE). Hal ini tentunya mendapat respon dari pasar, karena investor yang akan membeli saham cenderung lebih tertarik dengan ukuran profitabilitas ini, mengingat ROE adalah total profitabilitas yang nantinya akan dialokasikan ke pemegang saham.

Good Corporate Governance dalam hal ini Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Reaksi Pasar melalui Kinerja Keuangan

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) melalui kinerja keuangan (ROE). Berdasarkan hasil statistik deskriptif, rata-rata jumlah kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur yang diteliti hanya sebesar 2,94%. Proporsi kepemilikan manajerial pada perusahaan yang diteliti cenderung masih rendah. Kecenderungan manajer sebagai pemegang saham minoritas diperusahaan tidak mampu memotivasi mereka untuk bekerja secara optimal guna meningkatkan kinerja perusahaan sehingga tidak mampu meningkatkan kepercayaan para pelaku pasar modal untuk mempercayakan investasinya pada perusahaan tersebut.

Good Corporate Governance dalam hal ini Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap Reaksi Pasar melalui Kinerja Keuangan

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) melalui kinerja keuangan (ROE). Hasil statistik deskriptif dari 63 perusahaan manufaktur yang diteliti menunjukkan bahwa

rata-rata kepemilikan saham oleh institusi sebesar 70,11% dari jumlah keseluruhan saham perusahaan yang beredar. Meskipun demikian, jumlah tersebut tidak mampu memberikan dampak positif terhadap reaksi pasar. Menurut pendapat pertama Lee et al. dalam Fidyati (2004) yang menyatakan bahwa investor institusional adalah pemilik sementara (*transfer owner*) sehingga hanya terfokus pada laba sekarang (*current earnings*). Perubahan laba sekarang dapat mempengaruhi keputusan investor institusional. Jika perubahan ini tidak dirasakan menguntungkan oleh investor, maka investor dapat melikuidasi sahamnya.

Good Corporate Governance dalam hal ini Kualitas Audit berpengaruh terhadap Reaksi Pasar melalui Kinerja Keuangan

Hasil pengujian secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa kualitas audit tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar (*return* saham) melalui kinerja keuangan (ROE). Berdasarkan hasil statistik deskriptif dari 63 perusahaan manufaktur yang diteliti, rata-rata perusahaan yang menggunakan jasa KAP *big four* sebesar 42%, jumlah tersebut tidak mampu meningkatkan kepercayaan pasar sehingga tidak memberikan dampak positif terhadap reaksi pasar.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Dari hasil penelitian dan pembahasan dan sesuai dengan tujuan hipotesis yang dilakukan dengan analisis regresi linier berganda maka dapat ditarik kesimpulan bahwa *good corporate governance* dalam hal ini komisaris independen memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit tidak memberikan pengaruh terhadap reaksi pasar. *Good corporate governance* dalam hal ini komisaris independen, kepemilikan institusional dan kualitas audit berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Artinya bahwa penerapan GCG memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap indikator profitabilitas yaitu ROE dalam perusahaan sektor manufaktur. Hal ini menunjukkan bahwa semakin baik penerapan GCG di suatu perusahaan maka akan semakin meningkat kinerja keuangannya.

Good corporate governance dalam hal ini komisaris independen berpengaruh terhadap reaksi pasar melalui kinerja keuangan. Artinya bahwa kinerja keuangan yang tinggi menunjukkan bahwa komisaris independen telah berhasil menjalankan fungsi *monitoring* dalam perusahaan sehingga mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan. Hal ini mendapat respon dari pasar, karena investor yang akan membeli saham cenderung lebih tertarik dengan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit tidak memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar meskipun telah dimoderasi oleh variabel kinerja keuangan.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan sebelumnya dapat ditarik beberapa saran sebagai berikut: (1) Disarankan untuk melakukan penelitian dengan menggunakan periode yang lebih lama; (2) Penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan sampel yang lebih luas; (3) Penelitian selanjutnya perlu lebih mengembangkan indikator-indikator selain yang digunakan baik itu untuk variabel GCG, kinerja keuangan maupun reaksi pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Z. 2003. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Reaksi Harga dan Volume Perdagangan pada Saat pengumuman Earnings. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya. 16-17 Oktober.
- Bernawati, Y. dan L. Asfianti. 2011. Mekanisme *Good Corporate Governance*, Konservatisme Akuntansi dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Ekonomi*4 (1).Juni.
- Darmawati, Deni, Khomsiyah dan R. G. Rahayu. 2004. Hubungan *Corporate Governance* dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*8 (6): 65-81.
- Eisenhardt, K. M. 1989. Agency Theory: An Assesment and Review. *The Academy of Management Review* 14.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. 2001. *Corporate Governance : Tata Kelola Perusahaan*. Edisi Ketiga. Jakarta.
- Fidhayatin, S. P. dan N. H. U. Dewi. 2012. Analisis Nilai Perusahaan terhadap *Return* saham pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI. *The Indonesian Accounting Review*2 (2): 203 - 214.
- Fidyati, N. 2004. Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* terhadap *Earnings Management* pada Perusahaan *Seasoned Equity Offering* (SEO).*Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi* 2 (1): 1-23.
- Harahap, S. S. 2001. *Analisa Kritis atas Laporan Keuangan*. Edisi 1. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Hastuti, T. D. 2005. Hubungan antara *Good Corporate Governance* dan Struktur Kepemilikan dengan Kinerja Keuangan.*Makalah Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo, 15-16 September.
- Jensen, M. C. dan W. H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Manajerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial and Economics* (3): 305-360.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2006. *Pedoman Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta.
- Kusumawati, D.W. dan B. Riyanto. 2005. *Corporate Governance* dan Kinerja: Analisis Pengaruh *Compliance Reporting* dan Struktur Dewan terhadap Kinerja. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo, 15-16 September.
- Martono, N. C. 2009. Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan dan Nilai Tukar terhadap *Return* Saham pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI (Kasus pada Perusahaan Manufaktur Periode Tahun 2003-2007. Semarang.
- Murtanto, dan E. Maulana. 2005. Pengaruh Independensi, Integritas, dan Kompetensi Terhadap Efektivitas Peranan Komite Audit. *Jurnal Bisnis dan Manajemen* 5 (2):131-148.
- Monks, R. A. G. dan N. Minow. 2003. *Corporate Governance*. Third Edition, Blackwell Publishing.
- Rachmawati, A. 2007. Pengaruh *Investment Opportunity Set* dan Mekanisme *Corporate Governance* Terhadap kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Skripsi S1 Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret*. Surakarta.
- Scott, W. R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Second Edition. Canada: Prentice Hall.
- Septiyanto, M. D. 2012. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Manajemen Laba dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di BEI). Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
- Siallagan, H. dan M. Machfoedz. 2006. Mekanisme *Corporate Governance*, Kualitas Laba, dan Nilai Perusahaan. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi IX*. Padang, 23-26 Agustus.

- Suranta, E. dan P. P. Machfoedz. 2003. Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 6 (1) Januari.
- Tjondro, D. dan R. Wilopo. 2011. Pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap Profitabilitas dan Kinerja Saham Perusahaan Perbankan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Business and Banking* 1 (1). May.
- Trisnantari, A. N. 2010. Pengaruh *Corporate Governance* pada Hubungan Pergantian *Chief Executive Officer* dengan Kinerja Perusahaan. Tesis Universitas Udayana. Denpasar.
- Ujiyantho, M. A. dan B. A. Pramuka. 2007. Mekanisme *Corporate Governance*, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi X*. Makasar, 26-28 Juli.
- Wahyudi, U. dan H. P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel *Intervening*. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IX Padang*.
- Wirajaya, I.G. A. 2011. Reaksi Pasar atas Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (Studi Peristiwa di Bursa efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis* 1.

