

PENGARUH PRINSIP-PRINSIP *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP *ABNORMAL RETURN*

(Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Melakukan SEO dan Listing di BEI)

Maya Indriastuti

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang

Abstraksi

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh prinsip-prinsip *corporate governance* (kewajaran, akuntabilitas, transparansi, dan responsibilitas) terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang melakukan *Seasoned Equity Offering* (SEO) dan listing di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2005-2009 dan memberi gambaran bagaimana penerapan *corporate governance* di masa perekonomian sekarang ini.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang listing di BEI tahun 2005-2009. Sampel diambil dengan metode *purposive sampling*, dan yang memenuhi kriteria pemilihan sampel sebanyak 34 perusahaan. Metode statistik menggunakan regresi linier berganda dengan pengujian hipotesis uji statistik t dan uji statistik f.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketiga variabel prinsip *corporate governance* yaitu prinsip akuntabilitas, prinsip transparansi, dan prinsip responsibilitas berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Sedangkan untuk variabel prinsip kewajaran tidak menghasilkan kesimpulan apapun karena tidak ada variasi nilai antar perusahaan satu dengan yang lainnya.

Kata Kunci : prinsip-prinsip *corporate governance*, *abnormal return*, *seasoned equity offering*, metode *purposive sampling*, regresi linier berganda.

PENDAHULUAN

Megginson (1997) mendefinisikan *seasoned equity offering* (SEO) sebagai penawaran saham tambahan yang dilakukan perusahaan yang terdaftar di pasar modal, selain saham yang terlebih dahulu beredar di masyarakat melalui *Initial Public Offering* (IPO). Dalam penawaran SEO terdapat asimetri informasi walaupun investor telah mempunyai informasi yang cukup mengenai perusahaan yang melakukan SEO tersebut (Qian *et al.*, 2009), yakni informasi yang tidak seimbang yang disebabkan karena adanya distribusi informasi yang tidak sama antara orang dalam perusahaan (*corporate insiders*) dengan investor luar (*outsider investors*) (Myers dan Majluf, 1984). Oleh karena itu, diperlukan *corporate governance* yang baik dan konsisten.

Corporate governance merupakan konsep yang menekankan pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar, akurat, dan tepat waktu serta kewajiban perusahaan untuk mengungkapkan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu, dan transparansi mengenai semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan pihak-pihak lain yang berkepentingan (*stakeholder*). Prinsip *corporate governance* diharapkan dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan perusahaan yang pada akhirnya meningkatkan kepercayaan pemakai laporan keuangan, termasuk investor (Sabeni, 2005).

Prinsip *corporate governance* meliputi empat komponen utama yang digunakan untuk meningkatkan profesionalisme dan kesejahteraan pemegang saham tanpa mengabaikan kepentingan pihak-pihak lain, yaitu kewajaran (*fairness*), akuntabilitas (*accountability*), transparansi (*transparency*), dan tanggung jawab (*responsibility*) (Sabeni, 2005). Keberhasilan penerapan prinsip *corporate governance* ini, perusahaan harus mempunyai pengelolaan (*governance*) yang baik, sehingga prinsip tersebut dapat dibagi, dijalankan, serta dikendalikan.

Penelitian ini meneliti *corporate governance* dari sisi prinsip-prinsipnya dengan sampel penelitian adalah seluruh perusahaan yang non lembaga keuangan yang melakukan SEO dan listing di Bursa Efek Indonesia dengan tahun pengamatan 2005-2010.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Agensi (*Agency Theory*)

Teori agensi menggambarkan hubungan agensi sebagai suatu kontrak di bawah satu prinsipal atau lebih yang melibatkan agen untuk melaksanakan beberapa layanan bagi mereka dengan melakukan pendelegasian wewenang pengambilan keputusan kepada agen. Baik prinsipal maupun agen diasumsikan sebagai orang ekonomi rasional dan semata-mata termotivasi oleh kepentingan pribadi. Hal ini dapat memicu terjadinya konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976).

Konflik keagenan muncul pada penawaran SEO ketika *principal* (investor) kesulitan untuk memastikan bahwa *agent* (manajemen perusahaan) bertindak untuk memaksimalkan kesejahteraan *principal*. *Principal* menginginkan profitabilitas yang selalu meningkat, sedangkan *agent* berusaha memaksimalkan pemenuhan kebutuhan ekonominya melalui kompensasi yang diterimanya. Selain konflik kepentingan, antara *principal* dan *agent* juga terjadi asimetri informasi (*information asymmetries*). Menurut Scott (1997) dalam Huang dan Thompkins (2009), asimetri informasi merupakan suatu kondisi dimana beberapa pihak yang terkait dalam transaksi bisnis lebih memiliki informasi dibandingkan pihak

lainnya. Asimetri informasi dapat berupa informasi yang terdistribusi dengan tidak merata antara *principal* dan *agent* (Myers dan Majluf, 1984).

Sabeni (2005) menyatakan bahwa untuk meminimalkan *agency conflict*, ada beberapa biaya yang harus dikeluarkan untuk mengendalikan *agency conflict* tersebut. Pertama, *the monitoring expenditure by the principal*, biaya monitoring yang dikeluarkan oleh principal untuk memonitor perilaku agen termasuk juga usaha untuk mengendalikan (*control*) perilaku agen melalui *budget restriction*, dan *compensation policies*. Kedua, *the bonding expenditure by the agent*, biaya yang dikeluarkan oleh agen untuk menjamin bahwa agen tidak akan menggunakan tindakan tertentu yang akan merugikan prinsipal atau untuk menjamin bahwa prinsipal akan diberi kompensasi jika ia tidak mengambil banyak tindakan. Ketiga, *the residual cost*, merupakan penurunan tingkat kesejahteraan prinsipal maupun agen setelah adanya *agency relationship*.

Teori Signal (*Signalling Theory*)

Premis dasar dari *signalling theory* ini adalah bahwa perusahaan yang baik ingin memberikan signal yang bernilai kepada para *stakeholder* Bewley dan Magness (2008). Sinyal ini berupa informasi mengenai kesempatan investasi, riset dan pengembangan atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Salah satu cara untuk mengurangi asimetri informasi adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar yakni berupa informasi mengenai pelaksanaan SEO dan informasi yang terkait dengan *abnormal return* (Myers dan Majluf, 1984).

Seasoned Equity Offerings (SEO)

SEO diartikan sebagai penawaran sejumlah saham oleh satu atau lebih pemegang saham dimana kepemilikan saham yang dilepas umumnya dalam jumlah besar. Penawaran umum ini tidak menambah jumlah saham yang beredar (Megginson, 1997, Sulistyanto dan Wibisono, 2003). Penawaran SEO ini dilakukan karena emiten sebagai perusahaan *go public* membutuhkan tambahan dana untuk membiayai kegiatan usahanya dan atau untuk membayar hutang yang jatuh tempo. Penawaran ini dapat dilakukan dengan dua cara (Megginson, 1997), yakni:

- a) Menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga tertentu (biasa dikenal sebagai *right issue*).
- b) Menjual kepada setiap investor yang ingin membeli sekuritas baru melalui *second offerings*, *third offerings* dan seterusnya.

Tujuan penawaran ini adalah melindungi kepentingan pemegang saham perusahaan khususnya dalam melaksanakan hak *preemptive* (Kurniawan dan Rustiti, 2008). Hak ini dilaksanakan agar pemegang saham lama tetap dapat mempertahankan proporsi kepemilikan sahamnya sama seperti sebelum SEO. Apabila pemegang saham tidak menggunakan haknya, maka saham dapat ditawarkan ke pasar.

Corporate Governance

Istilah *Corporate Governance* itu sendiri untuk pertama kali diperkenalkan oleh *Cadbury Committee* di tahun 1992 yang menggunakan istilah tersebut dalam laporan mereka yang kemudian dikenal sebagai *Cadbury Report*. Komite Cadbury mendefinisikan *Corporate Governance* (Tjager *et al.*, 2003) sebagai 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*. *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI), (2002) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengendalikan perusahaan.

Prinsip-Prinsip *Corporate Governance*

Kewajaran (*Fairness*).

Prinsip kewajaran menekankan pada adanya perlakuan dan jaminan hak-hak yang sama kepada pemegang saham minoritas maupun mayoritas, termasuk hak-hak pemegang saham asing serta investor lainnya. Praktik kewajaran juga mencakup adanya sistem hukum dan peraturan serta penegakannya yang jelas dan berlaku bagi semua pihak. Hal ini penting untuk melindungi kepentingan pemegang saham dari praktik kecurangan (*fraud*) dan praktik-praktik *insider trading* yang dilakukan oleh agen/manajer (Sabeni, 2005).

Akuntabilitas (*Accountability*).

Prinsip akuntabilitas berhubungan dengan adanya sistem yang mengendalikan hubungan antara unit-unit pengawasan yang ada di perusahaan. Akuntabilitas dilaksanakan dengan adanya dewan komisaris dan direksi independen, dan komite audit. Akuntabilitas diperlukan sebagai salah satu solusi mengatasi *Agency Problem* yang timbul antara pemegang saham dan direksi serta pengendaliannya oleh komisaris (Sabeni, 2005).

Transparansi (*Transparency*).

Prinsip dasar transparansi berhubungan dengan kualitas informasi yang disajikan oleh perusahaan. Prinsip ini diwujudkan antara lain dengan mengembangkan sistem akuntansi yang berbasis standar akuntansi dan *best practices* yang menjamin adanya laporan keuangan dan pengungkapan yang berkualitas, mengembangkan teknologi informasi dan sistem informasi akuntansi manajemen untuk menjamin adanya pengukuran kinerja yang memadai dan proses pengambilan keputusan yang efektif oleh dewan komisaris dan direksi; termasuk juga mengumumkan jabatan yang kosong secara terbuka (Sabeni, 2005). Dengan kata lain prinsip transparansi ini menghendaki adanya keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam penyajian (*disclosure*) informasi yang dimiliki perusahaan.

Responsibilitas (*Responsibility*).

Responsibilitas menekankan pada adanya sistem yang jelas untuk mengatur struktur pertanggungjawaban perusahaan kepada pemegang saham dan pihak-pihak lain yang berkepentingan. Hal tersebut untuk merealisasikan tujuan yang hendak dicapai CG yaitu mengakomodasi kepentingan pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan seperti masyarakat, pemerintah, asosiasi bisnis dan pihak-pihak lainnya (Sabeni, 2005).

Abnormal Return

Abnormal return atau *excess return* merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*. *Actual return* merupakan keuntungan yang dapat diterima atas investasi suatu saham pada suatu periode tertentu. *Expected return* merupakan keuntungan yang diharapkan oleh investor di masa mendatang (Jogiyanto, 2000).

Prinsip Kewajaran (*Fairness*) dan *Abnormal Return*

Kewajaran dari laporan keuangan dapat dilihat dari opini atau pendapat dari akuntan publik. Adanya kewajaran laporan keuangan dapat mempengaruhi investor untuk membeli atau menarik sahamnya pada sebuah perusahaan dengan didukung oleh adanya bukti-bukti yang syah dan benar serta penyajiannya tidak ditujukan hanya untuk sekelompok orang-orang tertentu (Sabeni, 2005).

Firth (1978) dalam Tristiarini (2005) menyimpulkan bahwa investor menggunakan pengumuman laporan audit sebagai salah satu alternatif pilihan dalam menentukan sekuritas yang akan mereka beli. Hasil ini sesuai dengan Carlson (1998) dalam Tristiarini (2005) yang menemukan bahwa ada hubungan positif antara informasi pengumuman laporan yang diaudit dengan reaksi investor dalam memilih sekuritas dilihat dengan adanya *abnormal return* dan volume perdagangan pada tanggal pengamatan.

Hal ini menunjukkan kesadaran investor akan pentingnya pembentukan badan pengawas dalam perusahaan publik dan kepercayaan mereka pada kredibilitas auditor. Tristiarini (2005) menyatakan bahwa prinsip kewajaran berpengaruh positif terhadap *abnormal return*, hal ini menunjukkan bahwa penerapan *corporate governance* memberikan pengaruh pada investor dalam memilih emiten atau saham yang akan mereka beli. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : Prinsip kewajaran berpengaruh secara positif terhadap *abnormal return*.

Prinsip Akuntabilitas (*Accountability*) dan *Abnormal Return*

Akuntabilitas didefinisikan sebagai kejelasan fungsi, struktur, sistem dan pertanggungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif serta dapat menggantikan peran pengawasan para pihak (terutama investor dan kreditur) terhadap pengelolaan perusahaan oleh manajemen (Rahadian, 2010).

Wujud akuntabilitas salah satunya dapat dilihat dari pembentukan komite audit. Komite audit ini beranggota minimal 3 orang dan wajib mengadakan rapat sekurang-kurangnya dalam 3 bulan serta bertanggungjawab dalam hal pelaporan. Jika ketiga hal tersebut dilaksanakan oleh dewan komisaris maka perusahaan akan semakin akuntabel, sehingga akan memperkecil asimetri informasi yang ada dalam perusahaan, berarti investor akan bereaksi positif jika perusahaan menerapkan prinsip akuntabilitas ini dengan konsisten (Tristiarini, 2005). Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2 : Prinsip akuntabilitas berpengaruh secara positif terhadap *abnormal return*

Prinsip Transparansi (*Transparency*) dan *Abnormal Return*

Prinsip transparansi yaitu keterbukaan dalam melaksanakan suatu proses dan keterbukaan dalam mengungkapkan informasi yang material dan relevan mengenai perusahaan dan berhubungan dengan kualitas informasi yang dituntut untuk menyediakan informasi yang jelas, akurat, dan tepat waktu (Sabeni, 2005 dan Tristiarini, 2005).

Kenley dan Stubus (1972) dalam Tristiarini (2008) menyatakan bahwa kelengkapan dan ketepatan waktu pelaporan keuangan perusahaan bisa berpengaruh pada nilai laporan keuangan tersebut. Dyer dan McHugh (1975) berpendapat bahwa kelengkapan dan ketepatan waktu pelaporan keuangan (*timeliness*) merupakan karakteristik penting bagi laporan keuangan.

Kelengkapan dan ketepatan waktu penyampaian laporan telah diatur dalam Pasar Modal. Semua perusahaan yang terdaftar dalam Pasar Modal wajib menyampaikan laporan keuangan tahunan secara lengkap dan telah diaudit selambat-lambatnya 120 hari terhitung sejak tanggal berakhirnya tahun buku (UU

No. 8 Tahun 1995 yang diperbaharui pada tahun 1996 dan mulai berlaku kembali pada tanggal 17 Januari 1996 dalam Tristiarini, 2005). Kim dan Verrechia (1997) dalam Tristiarini (2005) menyatakan bahwa laporan keuangan yang dilaporkan secara tepat waktu akan mengurangi asimetri informasi. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3 : Prinsip transparansi berpengaruh secara positif terhadap *abnormal return*

Prinsip Responsibilitas (*Responsibility*) dan *Abnormal Return*

Responsibilitas merupakan tanggungjawab perusahaan kepada pemegang saham dan pihak-pihak lain yang berkepentingan, yang meliputi kendali mutu dan standarisasi, keikutsertaan dalam kegiatan pelayanan dan program kemasyarakatan, pengembangan SDM, dan lingkungan hidup (Tristiarini, 2005). Secara empiris terbukti bahwa investor bersedia memberikan nilai yang cukup tinggi kepada perusahaan yang menerapkan prinsip *corporate governance* secara konsisten (Rafick, 2002 dalam Tristiarini, 2005; Lukuhay, 2002).

Selain itu, Beasley *et al.*, 1998 juga menyatakan bahwa perusahaan yang menerapkan *corporate governance* akan cenderung meningkat kinerjanya. Dengan kata lain, perusahaan yang telah menerapkan prinsip responsibilitas maka investor akan bereaksi positif yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang diterimanya semakin positif (Tristiarini, 2005). Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H4 : Prinsip responsibilitas berpengaruh secara positif terhadap *abnormal return*

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) mulai dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2010. Penentuan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

- a. Seluruh perusahaan yang *go public* kecuali bank dan lembaga keuangan lainnya. Lembaga keuangan tidak dimasukkan sebagai sampel penelitian dikarenakan untuk menghindari dampak dari pengaruh regulasi tertentu yang bersifat khas yang dapat mempengaruhi variabel penelitian,
- b. Perusahaan tersebut hanya melakukan kebijakan *Seasoned Equity Offerings* (SEO) dan tidak melakukan kebijakan lainnya (*stock split, option conversion, bonus share, dividend shares, stock dividend*, dan sebagainya) selama periode pengamatan.

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Penelitian ini akan menguji variabel dependen yakni *abnormal return* dan variabel independen yakni prinsip *corporate governance* yang meliputi: kewajaran, akuntabilitas, transparansi, dan responsibilitas.

1. Prinsip Kewajaran (*Fairness*)

Kewajaran yang dimaksud dalam penelitian ini adalah kewajaran atas laporan keuangan yang diberikan oleh auditor independen pada perusahaan yang bersangkutan. Pengukurannya melalui pendapat auditor independen yang terdiri dari tidak memberikan opini diberi bobot 1, opini tidak wajar diberi bobot 2, opini wajar dengan pengecualian diberi bobot 3, opini wajar tanpa pengecualian dengan bahasa penjelasan diberi bobot 4, dan opini wajar tanpa pengecualian diberi bobot 5 (Tristiarini, 2005).

2. Prinsip Akuntabilitas (*Accountability*)

Akuntabilitas dalam penelitian ini didefinisikan sebagai kejelasan fungsi, struktur, sistem dan pertanggungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif (Rahadian, 2010). Akuntabilitas diukur dari : (1) Anggota (2) Laporan Komite Audit dan (3) Frekuensi Pertemuan Komite Audit. Masing-masing item akan diberikan bobot 1 jika semua item tersebut disajikan dalam *annual report*. Apabila tidak sesuai dengan ketentuan diatas maka akan diberikan bobot 0 (Tristiarini, 2005).

3. Prinsip Transparansi (*Transparency*)

Transparansi dalam penelitian ini adalah keterbukaan informasi mengenai Laporan Tahunan dan Laporan Hasil RUPS Tahunan. Laporan Tahunan yakni laporan yang dilaporkan oleh perusahaan kepada Bapepam selambat-lambatnya 14 hari sebelum RUPS Tahunan, sedangkan RUPS Tahunan diadakan dalam waktu paling lambat 6 bulan setelah tahun buku (Tristiarini, 2005).

Pengukuran prinsip transparansi melalui: (1) kelengkapan laporan keuangan (neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas, dan catatan atas laporan keuangan), yang masing-masing laporan keuangan tersebut akan diberikan bobot 1, (2) ketepatan waktu laporan keuangan, akan diberi bobot 1 jika perusahaan menyampaikan laporan keuangan tepat pada waktunya yakni selambat-lambatnya 120 hari setelah tahun buku perusahaan berakhir dan disertai laporan akuntan yang memberikan pendapat tentang kewajaran laporan keuangan, (3) kelengkapan laporan non keuangan (laporan manajemen, ikhtisar data keuangan penting, dan analisis dan pembahasan umum oleh manajemen) yang masing-masing diberi bobot 1 jika laporan non keuangan tersebut disajikan dalam laporan tahunan perusahaan dan (4) kelengkapan laporan tahunan RUPS (pengumuman deviden, kepemilikan saham, dan kebijakan perusahaan) yang masing-masing diberi bobot 1 jika semua item tersebut disajikan dalam laporan tahunan RUPS.

4. Prinsip Responsibilitas (*Responsibility*)

Responsibilitas dalam penelitian ini merupakan tanggungjawab sosial perusahaan terhadap SDM dan masyarakat (Tristiarini, 2005) yang terdiri dari kendali mutu dan standarisasi, uraian keikutsertaan perusahaan dalam kegiatan pelayanan dan program kemasyarakatan, pengembangan SDM, dan lingkungan hidup. Masing-masing item akan diberikan bobot 1 jika dalam *annual report* perusahaan mengungkapkan secara lengkap dan sebaliknya akan diberi bobot 0 jika tidak perusahaan tidak mengungkapkan secara lengkap.

Abnormal Return

Abnormal return atau *excess return* merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*. *Actual return* merupakan keuntungan yang dapat diterima atas investasi suatu saham pada suatu periode tertentu. *Expected return* merupakan keuntungan yang diharapkan oleh investor di masa mendatang (Jogiyanto, 2000) dengan rumus sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return* pada hari ke t

R_{it} = *actual return* pada hari ke t

$E(R_{it})$ = *expected return* pada hari ke t

Return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya atau dapat dihitung dengan rumus (Jogiyanto, 2000) :

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

Keterangan:

P_t = harga saham penutupan pada periode sekarang

P_{t-1} = harga saham penutupan pada periode lalu

MODEL PENELITIAN

Dalam menjelaskan hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen, model yang digunakan adalah model regresi linier berganda. Untuk menguji hipotesis 1, 2, 3 dan 4 digunakan rumus sebagai berikut:

$$Y = a + b_1 PCG 1 + b_2 PCG 2 + b_3 PCG 3 + b_4 PCG 4 + e$$

Keterangan :

Y : Reaksi Investor

a : Konstanta

PCG 1 : Prinsip Kewajaran

- PCG 2 : Prinsip Akuntabilitas
 PCG 3 : Prinsip Transparansi
 PCG 4 : Prinsip Responsibilitas
 $b_1 \dots b_8$: Koefisien Regresi
 e : eror

Pengujian hipotesis ini berdasarkan pada tujuan utama dari *corporate governance* yakni menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (dewan komisaris, direksi, karyawan, investor, kreditur, pemerintah, masyarakat dan pihak-pihak lain yang berkepentingan (*stakeholders*), sehingga dengan kata lain pengujian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh prinsip *corporate governance* (kewajaran, akuntabilitas, transparansi, dan responsibilitas), terhadap *abnormal return*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil analisis regresi berganda dengan variabel terikat *abnormal return* dan variabel bebas yang terdiri dari prinsip-prinsip CG yang meliputi kewajaran, akuntabilitas, transparansi, dan responsibilitas serta koefisien regresi sebagaimana tercantum pada tabel 1 berikut ini :

Tabel 1
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
Constant	-2,505	0,707		-3,543	0,001
PCG 2	0,102	0,047	0,415	2,194	0,036
PCG 3	0,228	0,66	0,645	3,448	0,002
PCG 4	0,203	0,72	0,467	2,826	0,008

Pengujian Pengaruh Prinsip Kewajaran Terhadap Reaksi Investor

Semua perusahaan sampel sebanyak 34 perusahaan telah menyajikan laporan keuangan dengan pendapat wajar tanpa pengecualian. Ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia telah menyajikan laporan keuangan sesuai dengan peraturan yang berlaku. Hal ini terlihat untuk variabel prinsip kewajaran ini tidak ada variasi antar masing-masing sampel perusahaan, yaitu untuk semua sampel perusahaan mempunyai score 5.

Pengujian Pengaruh Prinsip Akuntabilitas Terhadap Reaksi Investor

Prinsip akuntabilitas merupakan tanggungjawab manajemen melalui pengawasan yang efektif dengan dibentuknya komite audit dan komisaris independen untuk mengatasi masalah *agency problem*. Hasil pengujian menunjukkan hasil nilai $p\text{-value}$ (0,036) $>$ α (0,05) dan t hitung yang positif sebesar 2,194, artinya akuntabilitas dalam penelitian ini terhadap 34 perusahaan menunjukkan bahwa sebanyak 9 perusahaan yang melakukan SEO atau sebesar 26,3% hanya mengungkapkan dua item dari tiga item yang ada dalam *annual report*; Perusahaan sebanyak 8 atau sebesar 23,5% hanya mengungkapkan salah satunya saja (keanggotaan, laporan komite audit atau frekuensi pertemuan rapat komite audit) dan sebanyak 12 perusahaan atau 35,2% mengungkapkan secara lengkap baik keanggotaannya maupun laporan dan frekuensi pertemuan rapat komite audit. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa prinsip akuntabilitas berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Hal ini terjadi karena di Indonesia pelaku bisnis dalam hal ini perusahaan, melihat komite audit hanya sebagai suatu formalitas belaka, mereka belum benar-benar berhasrat untuk membangun komite audit yang kompeten, berwibawa, dan independen (Alijoyo, 2003). Komite audit merupakan badan yang dapat membentuk mekanisme *checks and balance* sehingga para eksekutif perusahaan tidak memperlakukan perusahaan sebagai milik pribadi (Tjager *et al.*, 2003).

Hasil ini bertentangan dengan Mayangsari dan Murtanto (2002) yang menyatakan adanya independensi dari komite audit akan mempengaruhi investor dalam melakukan pilihannya untuk membeli atau melepas suatu saham. Komite audit merupakan badan yang dapat membentuk mekanisme *checks and balance* sehingga para eksekutif perusahaan tidak memperlakukan perusahaan seolah-olah milik pribadi (Tjager *et al.*, 2003).

Pengujian Pengaruh Prinsip Transparansi Terhadap Reaksi Investor

Berdasarkan hasil pengujian, $p\text{-value}$ (0,002) $<$ α (0,05) dan t hitung yang positif sebesar 3,448 artinya 34 perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini sebanyak 23 perusahaan atau sebesar 68%, perusahaan hanya mengungkapkan sebagian atau beberapa dari kelengkapan laporan keuangan maupun non keuangan, laporan tahunan RUPS, dan ketepatan waktu pelaporan. Sedangkan 11 perusahaan atau sebesar 32% perusahaan telah mengungkapkan secara lengkap laporan keuangan maupun non keuangan, laporan tahunan RUPS, serta tepat waktu dalam hal pelaporan. Untuk hasil analisis regresi menunjukkan bahwa prinsip transparansi berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Penerapan prinsip transparansi ini menunjukkan bahwa pelaku pasar telah sadar akan pentingnya keterbukaan dalam melaksanakan suatu proses dan keterbukaan dalam mengungkapkan informasi yang material dan relevan mengenai perusahaan dan berhubungan dengan kualitas informasi yang jelas,

akurat, dan tepat waktu. Dengan adanya transparansi perusahaan yang melakukan SEO terhadap publik, memudahkan untuk menilai kinerja dan resiko yang dihadapi perusahaan (Tjager *et al.*, 2003).

Hal ini sesuai dengan hasil penelitian dari Beaver (1968); Ball dan Brown (1968); dan Tristiarini (2005) yang menyatakan keterbukaan informasi laporan keuangan mempengaruhi perubahan harga saham secara signifikan. Selain itu transparansi dapat mengurangi asimetri informasi yang terjadi antara orang dalam perusahaan dengan investor luar (Kim dan Verrechia, 1997).

Pengujian Pengaruh Prinsip Responsibilitas Terhadap Reaksi Investor

Berdasarkan hasil pengujian, nilai *p-value* (0,008) < α (0,05) dan t hitung yang positif sebesar 2,826, artinya 34 perusahaan yang melakukan SEO, sebanyak 2 perusahaan atau sebesar 5,88% tidak mengungkapkan tanggungjawab social; sebanyak 32 perusahaan atau sebesar 94,12% perusahaan mengungkapkan sebagian tanggungjawab sosialnya yakni terhadap SDM dan lingkungan. Untuk hasil analisis regresi menunjukkan bahwa prinsip responsibilitas mempunyai pengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Hal ini menunjukkan bahwa investor akan menanamkan saham mereka pada perusahaan yang melakukan SEO yang mempunyai tanggung jawab terhadap masyarakat, SDM, dan lingkungan sekitarnya. Terbukti, dewasa ini banyak perusahaan-perusahaan besar yang mempraktikkan prinsip responsibilitas ini dengan mendirikan yayasan yang bergerak di bidang sosial yaitu untuk mengorganisir kegiatan-kegiatan sosial perusahaan sebagai implementasi dari tanggung jawab perusahaan terhadap masyarakat (Tjager *et al.*, 2003).

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Myers dan Majluf (1984); Cohen *et al.*, (2002); Lukuhay (2002); Rafick (2002); Beiner *et al.*, (2003); Cornett *et al.*, (2006); Tristiarini (2008); dan Kim dan Purnanandam (2009) yang menyatakan bahwa investor bersedia memberikan premium yang cukup tinggi kepada perusahaan yang menerapkan prinsip responsibilitas secara konsisten.

SIMPULAN, IMPLIKASI, DAN SARAN

Simpulan

Simpulan yang dapat ditarik berdasarkan analisis hasil pengujian data dan pembahasan adalah sebagai berikut :

- 1) Hipotesis yang diajukan baik H2, H3 dan H4 menyatakan bahwa pengaruh prinsip *corporate governance* yakni prinsip transparansi dan prinsip responsibilitas menunjukkan hasil yang positif dan signifikan (*p-value* < α 5%) terhadap *abnormal return* pada perusahaan non lembaga keuangan yang

melakukan SEO. Sedangkan H1 tidak menunjukkan hasil apapun, karena tidak ada variansi nilai antar sampel perusahaan satu dan yang lain.

- 2) Keempat variabel bebas prinsip-prinsip *corporate governance* meliputi: prinsip akuntabilitas, prinsip transparansi dan prinsip responsibilitas secara bersama-sama terbukti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* pada perusahaan non lembaga keuangan yang melakukan SEO. Hasil ini terlihat dari $p\text{-value}$ (0,007) < α 5%, yang menunjukkan bahwa penerapan prinsip-prinsip *corporate governance* mempengaruhi keputusan investor untuk memilih saham pada perusahaan non lembaga keuangan yang melakukan SEO.
- 3) Keempat variabel bebas prinsip-prinsip *corporate governance* meliputi: prinsip akuntabilitas, prinsip transparansi dan prinsip responsibilitas mempunyai kemampuan 26,3% dalam menerangkan variasi variabel terikat (*abnormal return*), artinya kemampuan variabel-variabel bebas dalam menjelaskan variasi variabel terikat amat terbatas dan sisanya 73,7% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain diluar model.

Implikasi

Secara teoritis, penelitian ini berimplikasi pada (1) pengembangan teori akuntansi keuangan mengenai *agency theory* dan tata kelola perusahaan yang baik sehingga mendorong arah riset akuntansi keuangan; (2) efektifitas pemberlakuan peraturan; dan (3) mendorong perusahaan mentaati peraturan yang diberlakukan oleh regulator sehingga akan mendorong terwujudnya tata kelola perusahaan yang baik.

Saran

Saran untuk penelitian yang akan datang antara lain: (1) membandingkan atau uji beda reaksi investor antara sebelum dan sesudah perusahaan melakukan SEO; (2) memberikan penjelasan kepada para investor bahwa tidak selamanya suatu pengumuman yang dilakukan oleh perusahaan memberikan *abnormal return* kepada mereka; (3) mencari pengukuran lain yang lebih tepat untuk prinsip *corporate governance*. Tidak sebatas pengungkapannya dalam *annual report*.

DAFTAR PUSTAKA

- Altinkiliç, O. dan Hansen, R.S. (2003). "Discounting and Underpricing in Seasoned Equity Offers", *Journal of Financial Economics*. Vol. 69. pp. 285-323.
- Astoto Bowo. (2008). "Kinerja Perusahaan Sebelum dan Sesudah Melakukan Seasoned Equity Offerings: studi kasus di Bursa Efek Jakarta". www.google.com. 10 Maret 2010.
- Clarke, J., Dunbar, C. dan Kahle, K. (2001). "Long-Run Performance and Insider Trading in Completed vs. Canceled Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 36. pp. 415-430.
- Cooney, J., dan A. Kalay, (1993). "Positive Information from Equity Issue Announcements". *Journal of Financial Economics*.
- Eckbo, B.E., and Masulis. (1992). "Adverse Selection and The Rights Offer Paradox". *Journal of Financial Economics*, pp. 293-332.
- Ghozali, Imam. (2006). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Cetakan ke IV. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Haris Wibisono. (2004). Pengaruh Earnings Management Terhadap Kinerja di Seputar SEO. *Tesis*. Program Studi Magister Sains Akuntansi. Universitas Diponegoro. Semarang. Tidak Dipublikasikan.
- Hayati Ninik. (2007). "Analisis Kinerja Keuangan dan Non Keuangan Sebelum dan Sesudah *Seasoned Equity Offerings*". www.digilib.umg.ac.id. 10 Maret 2010.
- Huang, R., dan Tompkins G., James. (2009). "Corporate Governance and Investor Reaction to Seasoned Equity Offerings". *Emerald Group Publishing Limited*. January 30th 2009. pp. 1-32.
- dan Zhang, D. (2007). "Managing Underwriters and The Marketing of Seasoned Equity Offerings", *Working Paper*, Kennesaw State University dan University of South Carolina, Oktober.
- Hui Eddie, M.H, Wong Francis K.W, dan Chiang, Y.H. (2006). "The Impact of Capital Ofering on Real Estate developers and Construction Sector Stock Return in Hongkong". *Property Management*. Vol. 23. No. 3. pp. 204-216.
- Hull, R.M., Kwak S, dan Walker, R.L. (2009). "Signaling and Proceeds Usage for SEO". *Investment Management and Financial Innovation*. Vol. 6. Issue 2.
- Jensen, M.C dan Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. October. Vol. 3. No. 4. pp. 305-360.