



**PENGARUH PENERAPAN
GOOD CORPORATE GOVERNANCE,
FAKTOR FUNDAMENTAL, DAN VARIABEL MAKRO
EKONOMI TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN
KELOMPOK JAKARTA ISLAMIC INDEX**

TESIS

**EDDY KUSNAWIJAYA
0706309083**

**UNIVERSITAS INDONESIA
PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI TIMUR TENGAH DAN ISLAM
KEKHUSUSAN EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH
JAKARTA
2009**





**PENGARUH PENERAPAN
GOOD CORPORATE GOVERNANCE,
FAKTOR FUNDAMENTAL, DAN VARIABEL MAKRO
EKONOMI TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN
KELOMPOK JAKARTA ISLAMIC INDEX**

TESIS

**Diajukan sebagai syarat untuk memperoleh gelar Magister Sains (M.Si)
dalam bidang Ekonomi dan Keuangan Syariah pada Program Studi Timur
Tengah dan Islam Program Pascasarjana UI**

**EDDY KUSNAWIJAYA
0706309083**

**UNIVERSITAS INDONESIA
PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI TIMUR TENGAH DAN ISLAM
KEKHUSUSAN EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH
JAKARTA
2009**

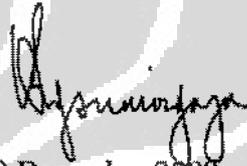
HALAMAN PERNYATAAN ORISIONALITAS

Tesis ini adalah karya sendiri,
dan semua sumber yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar

Nama : Eddy Kusnawijaya

NPM : 0706309083

Tanda Tangan :



Tanggal : 29 Desember 2009

LEMBAR PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh:

Nama : Eddy Kusnawijaya
NPM : 0706309083
Program Studi : Timur Tengah dan Islam
Judul Tesis : Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance*, Faktor Fundamental, dan Variabel Makro Ekonomi terhadap Kinerja Perusahaan Kelompok Jakarta Islamic Index

Telah berhasil dipertahankan dihadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains (M.Si) pada Program Studi Timur Tengah dan Islam, Program Pascasarjana, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Ketua Sidang : Dr. A. Hanief Saha Ghafur, MA (.....)

Pembimbing : Nurul Huda, SE., MM, M.Si (.....)

Penguji : Else Fernanda, SE., Akt, M.Sc (.....)

Pembaca Ahli/Reader : Dr. Khairul Alwan A.Nasution, MM (.....)

Ditetapkan di : Jakarta
Tanggal : 29 Desember 2009

UCAPAN TERIMA KASIH

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Alhamdulillah rabbilalamin, segala puji bagi Allah SWT, Tuhan semesta alam, yang telah memberikan rahmat, keberkahan, hidayah, pertolongan, serta ridho-Nya, akhirnya penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Sholawat dan salam penulis sampaikan kepada Nabi Besar Muhammad SAW yang telah menyampaikan risalah-Nya sebagai petunjuk bagi seluruh alam menuju kebahagiaan di dunia dan akhirat.

Tesis dengan judul “Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance*, Faktor Fundamental, dan Variabel Makro Ekonomi terhadap Kinerja Perusahaan Kelompok Jakarta Islamic Index” ini merupakan salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Sains (M.Si) pada Program Studi Kajian Timur Tengah dan Islam, Kekhususan Ekonomi dan Keuangan Syariah, Program Pascasarjana, Universitas Indonesia.

Penulis menyadari bahwa begitu banyak pihak yang telah berjasa membantu, membimbing, dan mengarahkan penulis baik sejak awal masa perkuliahan sampai penulisan tesis ini selesai dilakukan. Oleh karena itu, melalui lembar ini, penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Ibu Prof. Dr. Lydia Freyani Hawadi, Psikolog, selaku Ketua Program Studi Timur Tengah dan Islam Program Pascasarjana Universitas Indonesia, yang dengan bijak dan kesediaan beliau untuk meluangkan waktunya yang berharga selalu mengingatkan para mahasiswa untuk segera menyelesaikan penyusunan tesis, melalui program pantau tesisnya, hingga penulis terpacu untuk merampungkan tesis ini;
2. Bapak Dr. A. Hanief Saha Ghafur, MA, selaku Ketua Sidang yang dengan arif dan santun memberikan masukan yang bermutu hingga membuka wawasan penulis;

3. Bapak Nurul Huda, SE.,MM, M.Si selaku dosen pembimbing atas kesabaran, keikhlasan dan kelapangan hati beliau, telah memberikan arahan dan saran yang menjadikan tesis ini lebih baik;
4. Bapak Else Fernanda, SE., Akt, M.Sc, selaku dosen penguji telah memberikan masukan-masukan hingga memperkaya hasil akhir dari tesis ini;
5. Bapak Dr. Khairul Alwan Ar-Riva'i Nasution, MM, selaku Pembaca Ahli/*Reader*, telah memberikan saran dan kritik yang membangun, sehingga penulis sadar perlunya perjuangan dakwah syariat Islam yang berkesinambungan dan tidak berhenti hanya sampai pada pembuatan tesis ini;
6. Bapak Ir. Hardius Usman M.Si, selaku dosen Ekonometrika, yang telah sudi meluangkan waktu yang berharga melalui saran-saran dan perbaikan terutama untuk metodologi penelitian yang menjadikan tesis ini berbeda;
7. Seluruh dosen PSTTI UI, khususnya Ekonomi dan Keuangan Syariah, hingga penulis memiliki wawasan dan pengetahuan yang lebih baik dari sebelumnya;
8. Seluruh staf sekretariat PSTTI UI yang dengan sabar dan ikhlas membantu memenuhi dan memperlancar kebutuhan mahasiswa;
9. Bapak Dr. G.Suprayitno, selaku peneliti senior *Indonesia Institute for Corporate Governance* (IICG) dan Ketua Tim CGPI 2007, yang telah memberikan wawasan tentang *corporate governance*, serta melengkapi data CGPI sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini;
10. Keluarga penulis yang telah memberikan bantuan dukungan moril dan materil;
11. Rekan yang telah banyak membantu penulis dalam menyelesaikan tesis ini;
12. Seluruh pihak terkait lainnya yang belum disebutkan satu persatu.

Akhirul kalam, semoga Allah SWT membalas segala kebaikan kepada semua pihak yang telah membantu penulis dengan pahala yang berlipat ganda. Semoga tesis ini bermanfaat bagi pengembangan ilmu, dan mempertebal keimanan kita semua.

Jakarta, 29 Desember 2009

Penulis

HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Eddy Kusnawijaya
NPM : 0706309083
Program Studi : Timur Tengah dan Islam
Fakultas : Pascasarjana
Jenis Karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif** (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

“Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance*, Faktor Fundamental, dan Variabel Makro Ekonomi terhadap Kinerja Perusahaan Kelompok Jakarta Islamic Index”

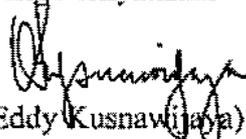
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan hak bebas royalti Noneksklusif ini, Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia /formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di: Jakarta

Pada tanggal 29 Desember 2009

Yang Menyatakan


(Eddy Kusnawijaya)

ABSTRAK

Nama : Eddy Kusnawijaya
Program Studi : Kajian Timur Tengah dan Islam
Judul : Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance*, Faktor Fundamental, dan Variabel Makro Ekonomi terhadap Kinerja Perusahaan Kelompok Jakarta Islamic Index

Corporate governance dianggap sebagai salah satu faktor utama yang menyebabkan krisis keuangan di banyak negara di belahan dunia dalam dua dekade terakhir. Di lain pihak penerapan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance-GCG*) dalam kegiatan perusahaan masih sebatas pada sistem kepatuhan terhadap peraturan perundangan. Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh dari penerapan GCG terhadap kinerja perusahaan, serta membuktikan apakah perusahaan yang aktif menerapkan GCG tersebut akan memiliki rasio tingkat hutang terhadap ekuitas, memenuhi persyaratan Fatwa DSN-MUI. Data sampel menggunakan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* dan termasuk dalam ranking CGPI (*Corporate Governance Perception Index*), yang diterbitkan oleh *the Indonesian Institute of Corporate Governance* sejak tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Metode penelitian ini menggunakan model regresi data panel dan uji beda sampel. Pengaruh dari variabel makro ekonomi dan faktor fundamental perusahaan lainnya juga disertakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini. Hasil pengujian menunjukkan bahwa penerapan GCG secara signifikan berpengaruh positif terhadap tingkat kesehatan perusahaan (*Altman Z Score*), kinerja operasional perusahaan (ROE), dan kinerja pasar perusahaan (PBV). Kelompok aktif GCG memiliki nilai rata-rata *Z Score*, dan nilai rata-rata ROE, lebih tinggi daripada nilai rata-rata kelompok yang belum aktif. Namun, kelompok aktif GCG memiliki nilai rata-rata PBV yang lebih rendah dibandingkan kelompok belum aktif, akan tetapi tidak signifikan. Kelompok aktif GCG juga memiliki nilai rata-rata rasio tingkat hutang terhadap ekuitas secara statistik berada dibawah dari nilai maksimum yang dipersyaratkan oleh Fatwa DSN-MUI.

Kata kunci:

Corporate governance, GCG, Tingkat Kesehatan Perusahaan, *Altman Z score*, Kinerja Operasional Perusahaan, ROE, Kinerja Pasar Perusahaan, PBV.

ABSTRACT

Nama : Eddy Kusnawijaya
Study Program : Middle Eastern and Islamic Study
Title : The impact of implementation of Good Corporate Governance, Fundamental Factors, and Macro Economic Variables on Corporate Performance of the Group of Jakarta Islamic Index

Corporate governance has been regarded as one of the key factors that caused the financial crisis in many countries around the world in the past two decades. On the other hand the application of good corporate governance (GCG) in the company's activities are still limited to a system of compliance with laws and regulations. The purpose of this research is to examine the impacts of the implementation of GCG of the company's performance, and verify whether the company which actively applying the concept of GCG will have a ratio of debt to equity level are eligible Fatwa DSN-MUI. Using sample data that companies listed on the Jakarta Islamic Index and included in the ranking CGPI (Corporate Governance Perception Index), published by IICG (the Indonesian Institute of Corporate Governance) since 2001 to 2007.

This research method used a panel data of multiple regression models and independence sample tests. The influence of macroeconomic variables and other corporate fundamentals are also included as control variables in this study. The results showed that the implementation of GCG significantly positive impact on the health level of the firm (Altman Z Score), the firm operating performance (ROE), and the firm market performance (PBV). The GCG active group has an average value of Z Score and the average value of ROE, higher than the average value of the group is not active yet. However, the active group of GCG has an average value of PBV lower than the other one, but not significant. The result also shows that the average value of the ratio of debt to equity level of GCG active group is statistically significant located below the maximum value required by the Shariah Rulings of the National Sharia Board-Council of Ulama Indonesia.

Key words :

Corporate governance, GCG, The Financially Healthy Firms, Altman Z score, The Firm Operating Performance, ROE, The Firm Market Performance, PBV.

تجريد

الاسم	:	إدي كوسنا وي جابيا
الدراسة	:	دراسات الشرق الأوسط والإسلام
الموضوع	:	أثر جيد وديوراتي تنفيذ الحكم ، العوامل الأساسية ، ومتغيرات الاقتصاد الكلي على الأداء المؤسسي للمجموعة الإسلامية مؤشر جاكرتا

حوكمة الشركات قد يعتبر واحدا من العوامل الرئيسية التي تسببت في الأزمة المالية في العديد من البلدان في جميع أنحاء العالم في العقدين الماضيين. من ناحية أخرى على تطبيق الحوكمة الجيدة للشركات (فريق التمسيق العالمي) في نشاطات الشركة ما تزال محدودة ، لنظام للامتثال للقوانين واللوائح. والغرض من هذا البحث هو دراسة الآثار المترتبة على تنفيذ الإدارة الجيدة للشركات على أداء الشركات ، والتأكد مما إذا كانت الشركات النشطة في تطبيق مفهوم حوكمة الشركات الجيدة سيكون لها نسبة الديون إلى مستوى من رأس المال هي مؤهلة للحصول على فتوى بشأن قانون المجلس الوطني ... مجلس علماء اندونيسيا. باستخدام نموذج البيانات أن الشركات المدرجة في مؤشر جاكرتا الإسلامية والمدرجة في الترتيب لحوكمة الشركات على مؤشر مفركات ، ونشرت بها المعهد الإندونيسي للحوكمة الشركات ، منذ عام 2001 إلى عام 2007.

أسلوب من هذا البحث ، وتطبيقها على البيانات في مجموعة متعددة من نموذج الاحتمال ، واختبارات طريق الاستقلال من العينة. تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي وغيرها من عوامل رئيسية في شركات مدرجة أيضا ، مثل مراقبة المتغيرات في هذه الدراسة. وأظهرت النتائج أن تنفيذ الإدارة الجيدة للشركات بشكل ملحوظ أثر إيجابي على صحة الشركة (التمان ي نقاط) ، والأداء التشغيلي للشركة (العائد على حقوق المساهمين) ، وعلى أداء السوق من شركة (السعر الى القيمة الدفترية). المجموعة بنشاط على تطبيق الحوكمة الجيدة له قيمة متوسط التمان ي نقاط ومتوسط قيمة العائد على حقوق المساهمين أعلى من متوسط قيمة المجموعة التي لم تكن نشطة بعد. ومع ذلك ، فإن المجموعة التي تعمل بنشاط على تنفيذ الإدارة الجيدة للشركات ، ويبلغ متوسط قيمة السعر الى القيمة الدفترية أقل من المجموعة التي لم تعمل بنشاط على تنفيذ الإدارة الجيدة للشركات ، ولكن ليست كبيرة. النتيجة تبين أيضا أن متوسط قيمة ونسبة الديون إلى مستوى من رأس المال للمجموعة التي تعمل بنشاط على تنفيذ الإدارة الجيدة للشركات ، هي ذات دلالة إحصائية ، حيث تكون أقل من قيمة الحد الأقصى المطلوب من قبل اللجنة الوطنية للفتوى للشريعة ... مجلس علماء اندونيسيا.

الكلمات الدالة :

حوكمة الشركات ، والحوكمة الجيدة ، والنسبة ، الشركات من الناحية المالية ، التمان ي النتيجة ، الأداء التشغيلي للشركة ، أداء سوق للشركة ، والسعر الى القيمة الدفترية.

RINGKASAN EKSEKUTIF

Tata kelola perusahaan dianggap sebagai salah satu faktor utama yang menyebabkan krisis keuangan di banyak negara di belahan dunia dalam dua dekade terakhir. Rangkaian krisis yang melanda sistem keuangan internasional tersebut telah menuntut terbentuknya arsitektur sistem baru. Karakteristik utama dari arsitektur baru tersebut adalah pengembangan *Good Corporate Governance* (GCG) yang didukung oleh regulasi dan pengawasan dengan prinsip kehati-hatian. Penerapan *good corporate governance* dinilai mampu menjaga kesehatan, kinerja perusahaan, dan stabilitas sistem keuangan.

Dilain pihak penerapan GCG dalam kegiatan perusahaan masih sebatas pada kepatuhan terhadap peraturan perundangan, dan belum menjadi perangkat manajemen untuk meningkatkan tingkat kesehatan dan kinerja perusahaan. Kondisi tersebut diperoleh berdasarkan survey yang diselenggarakan oleh The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) dari tahun ke tahun sejak tahun 2001 dimana jumlah perusahaan yang berpartisipasi untuk menjadi responden dalam survey GCG cenderung menurun dan tidak sebanding dengan jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yaitu hanya sebesar 3.8 % pada tahun 2007 (Suprayitno *et al*, 2008).

Perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII), dipandang sebagai wakil perusahaan yang memenuhi persyaratan syariah. Sementara itu nilai-nilai pada konsep *good corporate governance* tersebut relevan dengan prinsip-prinsip syariah. Perbedaan dalam penyelenggaraan GCG antara GCG syariah dan GCG konvensional terletak pada *syariah compliance* yaitu kepatuhan pada syariah. Konsep GCG dalam pandangan Islam memiliki perbedaan dan keistimewaan utama yaitu menyangkut suatu keputusan yang berdampak luas dengan mendasarkan pemikiran kepada keesaan Tuhan.

Berdasarkan uraian tersebut diatas, yang menjadi pertanyaan dalam penelitian ini adalah :

- 1) Apakah penerapan konsep GCG dan faktor internal fundamental perusahaan, serta variable-variabel makro ekonomi berpengaruh terhadap tingkat kesehatan

perusahaan-perusahaan yang terdaftar di JII, yang dicerminkan dengan tingkat kesulitan keuangan (*financial distress*) perusahaan.

- 2) Bagaimana pengaruh penerapan konsep GCG terhadap kinerja operasional perusahaan-perusahaan (*firm operating performance*) di JII.
- 3) Bagaimana pengaruh penerapan konsep GCG terhadap kinerja pasar (*market performance*) perusahaan-perusahaan di JII.
- 4) Apakah perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG memiliki tingkat kesehatan, kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar perusahaan, lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.
- 5) Bagaimana posisi rasio hutang terhadap ekuitas dari perusahaan yang aktif menerapkan konsep GCG, dan dari perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, dikaitkan dengan persyaratan rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dalam fatwa DSN-MUI.

Data yang dipergunakan untuk merepresentasikan implemmentasi konsep GCG pada suatu perusahaan, digunakan angka (*score*) *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) berdasarkan survey The Indonesian Institute Of Corporate governance (IICG) sejak tahun 2001 sampai dengan tahun 2007. Tingkat kesehatan keuangan perusahaan yang terdaftar di JII yang menerapkan konsep GCG, direpresentasikan dengan *Altman Z score*, sedangkan kinerja operasional perusahaan direpresentasikan dengan *Return on Equity* (ROE). Untuk kinerja pasar perusahaan diwakili oleh *Price to Book Value* (PBV), dan untuk data yang dipergunakan didasarkan atas laporan keuangan tahun 2001-2007. Faktor internal fundamental perusahaan seperti tingkat pertumbuhan perusahaan-*Earning Growth ratio* (EGR), *Debt Equity Ratio* (DER), ROE, tingkat risiko saham (Beta), adalah faktor fundamental yang diperkirakan mempengaruhi *Z score*, sedangkan faktor internal fundamental perusahaan yang mempengaruhi ROE, adalah EGR, DER, dan Beta. Faktor internal perusahaan yang mempengaruhi nilai PBV meliputi variabel ROE EGR, *Dividend Payout Ratio* (DPO), Beta. Untuk variable makro ekonomi sebagai variable kontrol meliputi suku bunga SBI, dan nilai tukar rupiah terhadap

dollar AS. Penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan data kuartalan sejak tahun 2001-tahun 2007.

Untuk menjawab pertanyaan yang diajukan berkenaan dengan pengaruh penerapan GCG terhadap tingkat kesehatan, kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar perusahaan, pada penelitian ini digunakan analisis regresi linier berganda dengan menggunakan model data panel (*pooled data analysis*). Beberapa cara yang ditawarkan untuk mengestimasi model dengan data panel, meliputi model *Common Effect*, model *Fixed Effect*, dan model *Random Effect*.

Untuk membandingkan tingkat kesehatan perusahaan, kinerja operasional perusahaan, serta kinerja pasar perusahaan yang terdaftar di JII antara perusahaan yang telah aktif menerapkan GCG dan perusahaan yang belum aktif, metode penelitian yang digunakan ialah dengan metode uji signifikansi melalui *Independent Sample t Test*. Sedangkan untuk mengetahui perbedaan nilai rata-rata rasio tingkat hutang terhadap ekuitas kelompok aktif GCG dan yang belum aktif, serta apakah berbeda dengan nilai persyaratan rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dalam Fatwa DSN-MUI, dimana maksimum DER = 82%, maka digunakan pengujian satu sampel (*One Sample t Test*).

Berdasarkan pengolahan data diperoleh hasil secara statistik variabel CGPI, ROE dan suku bunga SBI secara simultan bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap *Z score*. Koefisien determinasi secara *overall pool section*, variabel CGPI, ROE, dan suku bunga SBI memiliki nilai R^2 sebesar 72.76 %, yang berarti sebesar 72.76 % dari tingkat kesehatan perusahaan dapat diterangkan dengan variabel independen CGPI, ROE, dan SBI di dalam model, sedangkan 27.24 % dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model. Selanjutnya secara individual penerapan konsep GCG juga berpengaruh positif terhadap *Z score*.

Berdasarkan pengolahan data juga diperoleh hasil bahwa variabel CGPI, EGR, DER, BETA, dan suku bunga SBI secara simultan bersama-sama berpengaruh positif terhadap ROE. Koefisien determinasi secara *overall pool section*, variabel CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI memiliki nilai R^2 sebesar 9.38 %, yang berarti sebesar 9.38 % dari ROE dapat diterangkan dengan variabel

CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI di dalam model, sedangkan 90.62% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model. Secara individual penerapan konsep GCG juga berpengaruh positif terhadap ROE.

Berdasarkan penelitian secara statistik variabel CGPI, ROE, DPO, dan variabel makro ekonomi suku bunga SBI secara simultan bersama-sama berpengaruh positif terhadap PBV yang terdaftar di JII. Berdasarkan koefisien determinasi secara *overall pool section*, variabel CGPI, ROE, dan DPO, memiliki nilai R^2 sebesar 16.98 %, yang berarti sebesar 16.98 % dari PBV dapat diterangkan dengan variabel independen CGPI, ROE, dan DPO di dalam model, sedangkan 83.02 % dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model. Selanjutnya secara parsial penerapan konsep GCG juga berpengaruh positif terhadap PBV, sedangkan variabel lainnya yang secara parsial berpengaruh positif terhadap PBV adalah ROE, DPO. Variabel SBI juga berpengaruh secara parsial terhadap kinerja PBV, namun pengaruhnya negatif. Untuk variabel-variabel EGR, BETA, dan KURS setelah diuji ternyata tidak mempengaruhi pada PBV.

Pada hasil penelitian juga diperoleh bahwa kelompok perusahaan aktif GCG memiliki nilai rata-rata *Z Score* lebih tinggi daripada nilai rata-rata kelompok yang belum aktif. Nilai rata-rata ROE dari kelompok perusahaan aktif GCG lebih tinggi daripada nilai rata-rata kelompok yang belum aktif, namun nilai rata-rata PBV dari kelompok perusahaan aktif GCG lebih rendah daripada nilai rata-rata PBV dari kelompok yang belum aktif GCG, meskipun demikian secara statistik tidak signifikan,

Nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari kelompok perusahaan yang telah aktif GCG lebih rendah daripada kelompok yang belum aktif. Selain itu nilai rata-rata rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari kelompok perusahaan yang telah aktif GCG memiliki kondisi yang lebih baik dan secara statistik signifikan berada dibawah dari nilai maksimum yang dipersyaratkan oleh Fatwa DSN-MUI, sedangkan nilai rata-rata rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari kelompok belum aktif memiliki nilai diatas nilai maksimum yang dipersyaratkan oleh Fatwa DSN-MUI, namun secara statistik tidak signifikan.

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa dengan menerapkan konsep *Good Corporate Governance* akan diperoleh hasil kinerja perusahaan yang lebih baik. Penerapan GCG dalam kegiatan perusahaan bukan hanya tercermin dari adanya sistem kepatuhan terhadap peraturan perundangan, pengendalian internal ataupun sistem manajemen risiko dalam perusahaan. Penerapan GCG dalam manajemen lebih dari itu, dimana GCG dibutuhkan untuk membawa perusahaan agar dapat memiliki kinerja yang dapat membantu terjaganya kelangsungan perusahaan.

Asas *good corporate governance* adalah sesuatu yang bersifat mendasar dan harus menjadi pedoman serta pola pikir bagi semua jajaran perusahaan dalam melaksanakan setiap jenis dan aspek usaha perusahaan yang bersangkutan. Perusahaan dalam kelompok JII merupakan perusahaan-perusahaan yang telah terpilih memenuhi persyaratan syariah berdasarkan regulasi, baik dari DSN-MUI maupun BAPEPAM. Di lain pihak, salah satu tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor dalam melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di bursa efek. Guna melengkapi regulasi yang telah ada, penulis menyarankan agar penerapan *good corporate governance* secara aktif menjadi *sharia screening factor* bagi emiten-emiten dalam kelompok Jakarta Islamic Index. Dengan demikian perusahaan yang akan tersaring, merupakan perusahaan yang tidak sekedar memenuhi regulasi dan perundangan untuk menerapkan GCG, tetapi merupakan perusahaan yang secara mendasar memiliki mental dasar yang berpegang menjalankan amanah dari Allah SWT, sebagai pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya.

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Halaman Pernyataan Orisinalitas	ii
Halaman Pengesahan	iii
Ucapan Terima Kasih.....	iv
Halaman Pernyataan Persetujuan Publikasi Karya Ilmiah	vi
Abstrak dalam Bahasa Indonesia	vii
Abstrak dalam Bahasa Inggris	viii
Abstrak dalam Bahasa Arab.....	ix
Ringkasan Eksekutif	x
Daftar Isi	xv
Daftar Gambar.....	xviii
Daftar Tabel	xix
Daftar Lampiran.....	xxii
BAB 1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan Penelitian.....	9
1.4 Manfaat Penelitian.....	10
1.5 Batasan Penelitian	10
1.6 Kerangka Pemikiran	11
1.7 Hipotesis Penelitian	14
1.8 Metode Penelitian.....	21
1.9 Sistematika Penulisan.....	22
BAB 2. LANDASAN TEORI	25
2.1 Pengertian <i>Good Corporate Governance</i>	25
2.2 Latar Belakang Kebutuhan <i>Good Corporate Governance</i>	26
2.2.1. <i>Agency Problem</i>	27
2.2.2 Tuntutan Investor	28
2.2.3 Krisis Ekonomi	28
2.2.4 Perkembangan Industri Pasar Modal	29
2.2.5 Era Perdagangan Bebas.....	29
2.3 Prinsip-Prinsip <i>Good Corporate Governance</i>	30
2.4 Manfaat Penerapan <i>Good Corporate Governance</i>	31
2.5 <i>Good Corporate Governance</i> dalam Perspektif Syariah.....	31
2.6 <i>Corporate Governance Perception Index</i>	38
2.7 Kinerja Perusahaan	42
2.8 Tingkat Kesehatan Perusahaan.....	43
2.9 <i>Return On Equity</i>	44
2.10 Rasio <i>Price to Book Value</i>	45
2.11 <i>Debt to Equity Ratio</i>	47

2.12 Beta.....	47
2.13 Suku Bunga	48
2.14 Nilai Tukar Uang.....	49
2.15 Penelitian-Penelitian yang Berkaitan dengan <i>Corporate Governance</i>	49
BAB 3. METODOLOGI PENELITIAN.....	57
3.1 Ruang Lingkup Penelitian	57
3.2 Sumber Data	58
3.3 Variabel Operasional	58
3.3.1 Variabel Pengaruh Penerapan GCG terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan	58
3.3.2 Variabel Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Operasional Perusahaan	61
3.3.3 Variabel Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Pasar Perusahaan.....	62
3.3.4 Variabel Perbandingan antara Kelompok Perusahaan yang Aktif GCG dan yang Belum Aktif	63
3.4 Metode Penelitian.....	64
3.4.1 Metode Penelitian Pengaruh Penerapan GCG terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan.....	68
3.4.2 Metode Penelitian Pengaruh Penerapan GCG Kinerja Operasional Perusahaan	69
3.4.3 Metode Penelitian Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Pasar Perusahaan	70
3.4.4 Metode Penelitian untuk Membandingkan Tingkat Kesehatan Perusahaan, Kinerja Operasional Perusahaan, Kinerja Pasar Perusahaan, dan Tingkat <i>Leverage</i> Perusahaan.....	71
3.4.5 Metode Penelitian untuk Membandingkan Tingkat <i>Leverage</i> Perusahaan dengan Persyaratan Fatwa DSN-MUI.....	72
3.5 Tahapan Pengolahan Data	73
BAB 4. ANALISIS DAN INTERPRETASI PENGARUH PENERAPAN <i>GOOD CORPORATE GOVERNANCE</i>, FAKTOR FUNDAMENTAL DAN VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN.....	78
4.1 Gambaran Umum	78
4.2 Deskriptif Sampel Penelitian	79
4.3 Statistik Deskriptif	81
4.3.1 Statistik Deskriptif Perusahaan yang Aktif GCG	81
4.3.2 Statistik Deskriptif Perusahaan yang Belum Aktif GCG	82
4.4 Analisis Pengaruh Penerapan GCG terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan.....	83
4.4.1 Analisis Regresi Data Panel Tahap Pertama.....	84

4.4.2	Pengujian Pemilihan Model	87
4.4.3	Analisis Regresi Data Panel Tahap Kedua	89
4.4.4	Pemeriksaan Model	91
4.4.5	Pengujian Hipotesis	90
4.4.5.1	Uji t	93
4.4.5.2	Uji F	95
4.4.5.3	Koefisien Determinasi (R^2)	98
4.4.6	Hubungan Nilai Intersep dengan <i>Z score</i>	98
4.5	Analisis Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Operasional Perusahaan	99
4.5.1	Analisis Regresi Data Panel Tahap Pertama	100
4.5.2	Pengujian Pemilihan Model	103
4.5.3	Analisis Regresi Data Panel Tahap Kedua	105
4.5.4	Pemeriksaan Model	107
4.5.5	Pengujian Hipotesis	108
4.5.5.1	Uji t	108
4.5.5.2	Uji F	111
4.5.5.3	Koefisien Determinasi (R^2)	112
4.5.6	Hubungan Nilai Intersep dengan ROE	113
4.6	Analisis Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Pasar Perusahaan	114
4.6.1	Analisis Regresi Data Panel Tahap Pertama	114
4.6.2	Pengujian Pemilihan Model	117
4.6.3	Analisis Regresi Data Panel Tahap Kedua	120
4.6.4	Pemeriksaan Model	121
4.6.5	Pengujian Hipotesis	123
4.6.5.1	Uji t	123
4.6.5.2	Uji F	124
4.6.5.3	Koefisien Determinasi (R^2)	127
4.6.6	Hubungan Nilai Intersep dengan PBV	127
4.7	Analisis Hasil Perbandingan antara Perusahaan yang Telah Aktif GCG dengan Perusahaan yang Belum Aktif GCG	128
4.7.1	Tingkat Kesehatan Perusahaan (<i>Z Score</i>)	129
4.7.2	Kinerja Operasional Perusahaan	132
4.7.3	Kinerja Pasar Perusahaan	134
4.7.4	Rasio Tingkat Hutang Terhadap Ekuitas Perusahaan	137
4.7.5	Rasio Tingkat Hutang terhadap Ekuitas Perusahaan dengan Persyaratan Fatwa DSN-MUI	139
4.8	Interpretasi Hasil Pengolahan Data	143
BAB 5.	KESIMPULAN DAN SARAN	156
5.1	Kesimpulan	156
5.2	Saran	158
DAFTAR REFERENSI		161

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Persepsi Investor atas Status <i>Corporate Governance</i> dan Premium yang Ditawarkan	2
Gambar 1.2 Perbandingan <i>Governance indicator</i> untuk rata-rata negara ASEAN, Indonesia, dan Singapura.....	4
Gambar 1.3 <i>Governance indicator</i> untuk Indonesia	4
Gambar 1.4 Daftar Kepesertaan CGPI 2001-2007.....	5
Gambar 1.5 Bagan Hubungan Variabel dalam Analisa Penelitian.....	14
Gambar 3.1 Tahapan Proses Penelitian.....	76



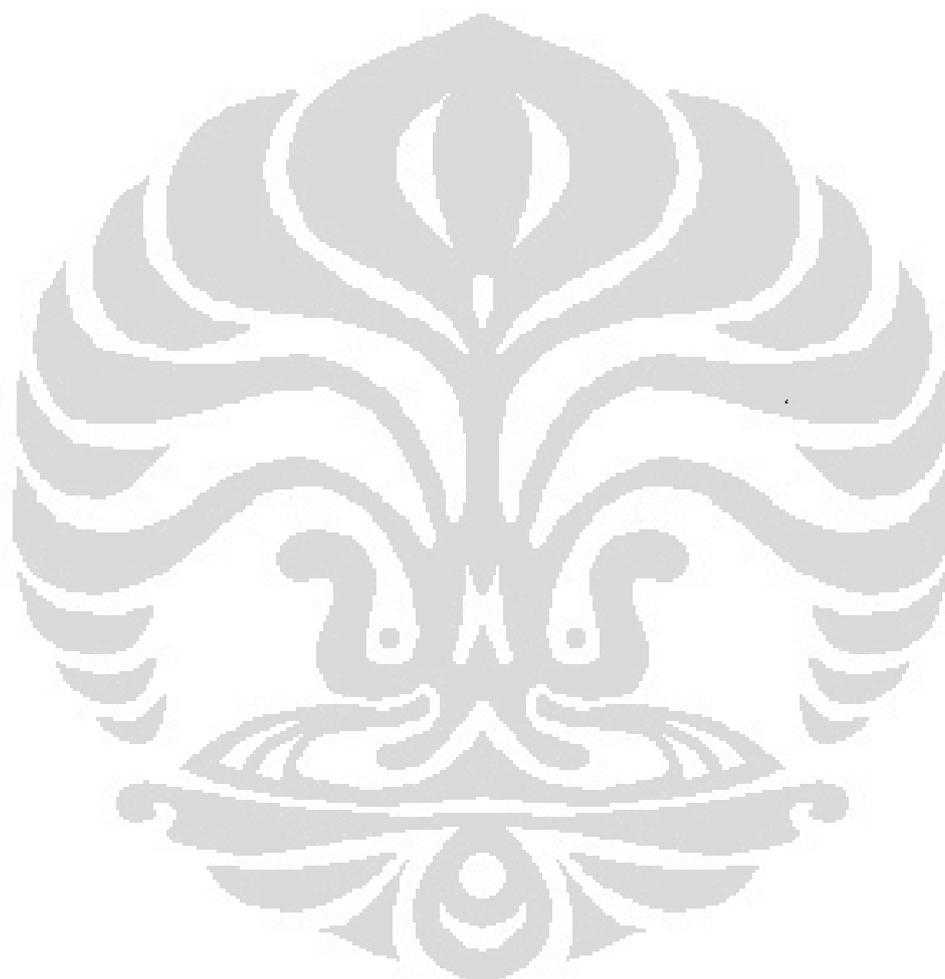
DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Aspek Penilaian CGPI 2001.....	39
Tabel 2.2	Kategori Pemingkatan CGPI.....	41
Tabel 2.3	Perbedaan dengan Penelitian Lainnya yang Terkait GCG.....	53
Tabel 4.1	Tahapan Pemilihan Sampel.....	80
Tabel 4.2	Statistik deskriptif Kelompok Perusahaan Aktif GCG.....	81
Tabel 4.3	Statistik deskriptif Kelompok Perusahaan yang Belum Aktif GCG.....	82
Tabel 4.4	Pengaruh Penerapan GCG terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan dengan <i>Common Effect</i>	84
Tabel 4.5	Pengaruh Penerapan GCG terhadap Tingkat Kesehatan dengan <i>Fixed Effect</i>	85
Tabel 4.6	Pengaruh Penerapan GCG terhadap Tingkat Kesehatan dengan <i>Random Effect</i>	86
Tabel 4.7	Hasil Uji Pemilihan Model <i>Common Effect</i> dengan <i>Fixed Effect</i>	88
Tabel 4.8	Hasil Uji Pemilihan Model <i>Random Effect</i> dengan <i>Fixed Effect</i>	89
Tabel 4.9	Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap <i>Z score</i>	90
Tabel 4.10	Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap <i>Z score</i>	91
Tabel 4.11	Nilai F Statistik Hasil Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap <i>Z score</i>	96
Tabel 4.12	Nilai F Statistik Hasil Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap <i>Z score</i>	97
Tabel 4.13	Nilai F Statistik Hasil Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap <i>Z score</i>	98
Tabel 4.14	Hasil Regresi Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Operasional Perusahaan dengan <i>Common Effect</i>	100

Tabel 4.15	Hasil Regresi Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Operasional Perusahaan dengan Model <i>Fixed Effect</i>	101
Tabel 4.16	Hasil Regresi Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Operasional Perusahaan dengan Model <i>Random Effect</i>	102
Tabel 4.17	Hasil Uji Pemilihan Model <i>Common Effect</i> dengan <i>Fixed Effect</i>	104
Tabel 4.18	Hasil Uji Pemilihan Model <i>Random Effect</i> dengan <i>Fixed Effect</i>	105
Tabel 4.19	Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel CGPI, EGR, DER, BETA dan SBI terhadap ROE	106
Tabel 4.20	Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel KURS terhadap ROE.....	106
Tabel 4.21	Uji F Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, Variabel CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI terhadap ROE	112
Tabel 4.22	Pengaruh Penerapan GCG terhadap ROE pada 28 perusahaan kelompok Jakarta Islamic Index periode tahun 2001- 2007.....	113
Tabel 4.23	Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Pasar Perusahaan dengan Model <i>Common Effect</i>	115
Tabel 4.24	Hasil Regresi Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Pasar Perusahaan dengan Model <i>Fixed Effect</i>	116
Tabel 4.25	Hasil Regresi Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Pasar Perusahaan dengan dengan Model <i>Random Effect</i>	117
Tabel 4.26	Hasil Uji Pemilihan Model <i>Common Effect</i> dengan <i>Fixed Effect</i>	118
Tabel 4.27	Hasil Uji Pemilihan Model <i>Random Effect</i> dengan <i>Fixed Effect</i>	119
Tabel 4.28	Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel CGPI, ROE, DPO, dan SBI terhadap PBV.....	120
Tabel 4.29	Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel EGR, BETA dan KURS terhadap PBV.....	121
Tabel 4.30	Uji F Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, Variabel CGPI, ROE, DPO, dan SBI terhadap PBV.....	126

Tabel 4.31	Uji F Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel EGR, BETA, dan KURS terhadap PBV.....	126
Tabel 4.32	Pengaruh Penerapan GCG terhadap PBV pada 28 perusahaan kelompok Jakarta Islamic Index periode tahun 2001-2007.....	128
Tabel 4.33	Hasil Uji Beda Z score Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG	130
Tabel 4.34	Hasil Perbandingan Nilai Rata-rata Z score Perusahaan	131
Tabel 4.35	Hasil Uji Beda ROE Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG.....	132
Tabel 4.36	Hasil Perbandingan Nilai Rata-rata ROE Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG.....	134
Tabel 4.37	Hasil Uji Beda PBV Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG	135
Tabel 4.38	Hasil Perbandingan Nilai Rata-rata PBVPerusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG.....	136
Tabel 4.39	Hasil Uji Beda DER Perusahaan Aktif GCG dengan perusahaan Belum Aktif GCG	137
Tabel 4.40	Hasil Perbandingan Nilai Rata-rata DER Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG.....	139
Tabel 4.41	Hasil Uji Satu Sampel Kelompok Perusahaan Aktif GCG.....	140
Tabel 4.42	Hasil Nilai Rata-rata DER Perusahaan Aktif GCG.....	141
Tabel 4.43	Hasil Uji Satu Sampel Kelompok Perusahaan Belum Aktif GCG....	142
Tabel 4.44	Hasil Nilai Rata-rata DER Perusahaan Aktif GCG.....	142
Tabel 4.45	Pengaruh Variabel CGPI, DER, ROE, EGR, BETA, KURS, SBI terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan.....	144
Tabel 4.46	Pengaruh Variabel CGPI, EGR, DER, BETA, KURS, SBI terhadap Kinerja Operasional Perusahaan	147
Tabel 4.47	Pengaruh Variabel CGPI, ROE, DPO, EGR, BETA, KURS, dan SBI terhadap PBV terhadap Kinerja Pasar Perusahaan	150

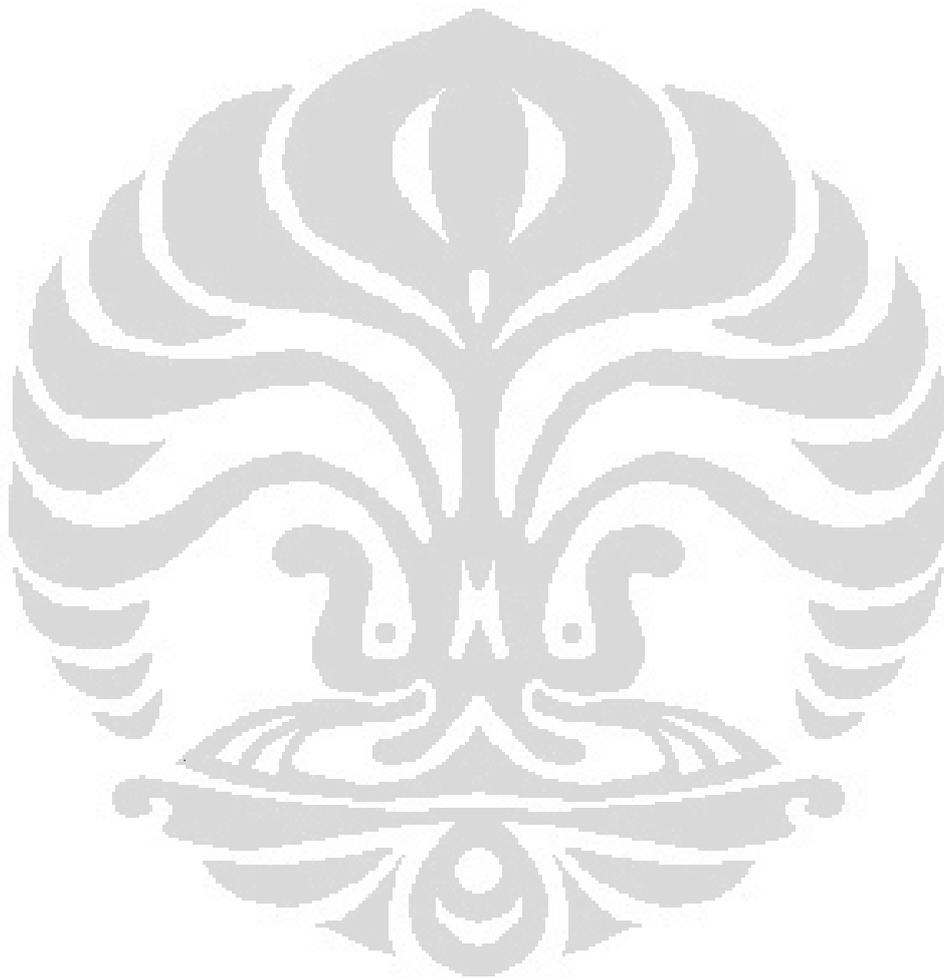
Tabel 4.48	Perbandingan Kinerja Perusahaan antara Kelompok Perusahaan yang Telah Aktif GCG dengan Kelompok Perusahaan yang Belum Aktif GCG	153
Tabel 4.49	Rasio Tingkat Hutang terhadap Ekuitas Perusahaan, dan Persyaratan Fatwa DSN-MUI	155



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Perusahaan Kelompok JII yang Aktif Mengimplemen- tasikan GCG Periode Tahun 2001 – 2007.....	L-1
Lampiran 2. Daftar Perusahaan Kelompok JII yang Belum Aktif Meng- Penerapkan GCG Periode Tahun 2001 – 2007.....	L-2
Lampiran 3. Skor CGPI Perusahaan-Perusahaan Kelompok <i>Jakarta Islamic Index</i>	L-3
Lampiran 4. Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap <i>Z score</i>	L-5
Lampiran 5. Model Persamaan Regresi Data Panel untuk Variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap <i>Z score</i>	L-7
Lampiran 6. Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel CGPI,ROE, dan SBI terhadap <i>Z score</i>	L-9
Lampiran 7. Model Persamaan Regresi Data Panel untuk Variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap <i>Z score</i>	L-11
Lampiran 8. Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel CGPI, EGR, DER, BETA dan SBI terhadap ROE	L-13
Lampiran 9. Model Persamaan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel CGPI,EGR, DER, BETA dan SBI terhadap ROE...	L-15
Lampiran 10. Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel KURS terhadap ROE.....	L-17
Lampiran 11. Model Persamaan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel KURS terhadap ROE.....	L-19
Lampiran 12. Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel CGPI,ROE, DPO,dan SBI terhadap PBV.....	L-20
Lampiran 13. Model Persamaan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel CGPI,ROE, DPO,dan SBI terhadap PBV.....	L-22
Lampiran 14. Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel EGR, BETA, dan KURS terhadap PBV	L-24

Lampiran 15. Model Persamaan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel EGR, BETA, dan KURS terhadap PBV L-26



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

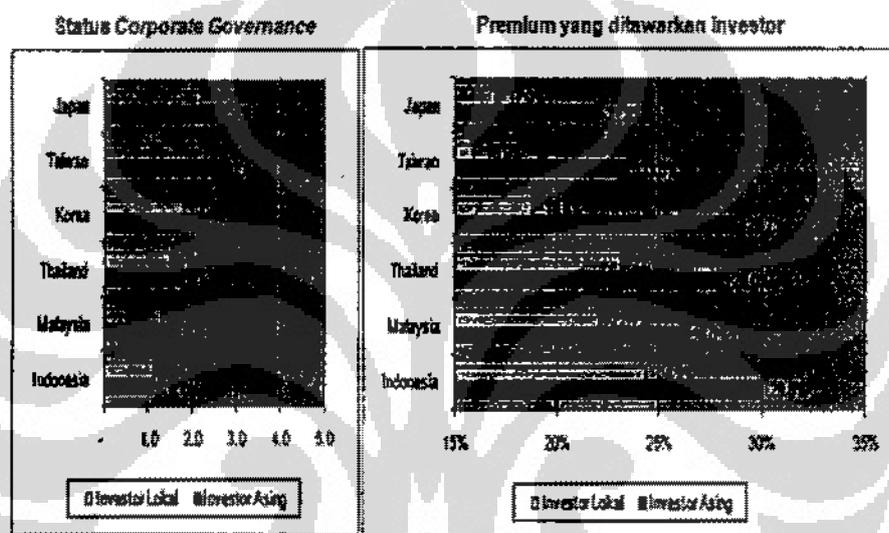
Sejak negara-negara Asia dilanda krisis moneter pada tahun 1997 dan sejak kejatuhan perusahaan-perusahaan raksasa dunia pada awal dekade 2000an, perhatian dunia terhadap lemahnya pelaksanaan *good corporate governance* di banyak perusahaan, termasuk perusahaan publik semakin meningkat. Peristiwa besar terbaru pada tahun 2008, meledaknya krisis *subprime mortgage* di Amerika Serikat yang membuat nama-nama terkemuka di dunia keuangan internasional, seperti Fannie Mae, Freddie Mac, Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Goldman Sachs dan Citicorp, ikut menjadi korban dengan kerugian luar biasa. Peristiwa-peristiwa itu semua tampaknya mengingatkan orang akan pentingnya penerapan *good corporate governance*. Krisis keuangan di Amerika tersebut sudah meluas efeknya ke seluruh dunia menjadi krisis keuangan global. Negara-negara Asia termasuk Indonesia pun merasakan dampak dari krisis keuangan global.

Rangkaian krisis yang melanda sistem keuangan internasional selama dua dekade terakhir tersebut telah menuntut terbentuknya arsitektur sistem baru. Berbagai pendekatan dan diskusi panjang dalam forum-forum internasional telah sampai pada suatu kesimpulan, bahwa karakteristik utama dari arsitek baru tersebut adalah pengembangan *good corporate governance* yang didukung oleh regulasi dan pengawasan dengan prinsip kehati-hatian. Dengan demikian penerapan *good corporate governance* dinilai mampu menjaga kesehatan, kinerja perusahaan, dan stabilitas sistem keuangan.

Suatu penelitian oleh McKinsey & Company pada tahun 2000 atas 200 lembaga investasi di dunia, memberikan indikasi bahwa sebagian besar investor mau membayar lebih tinggi untuk saham-saham perusahaan yang menyelenggarakan *corporate governance* dengan lebih baik daripada untuk saham-saham perusahaan dengan *corporate governance*-nya yang meragukan. Khusus untuk Indonesia, dinilai sebagai salah satu yang terburuk dalam bidang standar

akuntansi, saham, standar-standar pengungkapan dan transparansi serta proses-proses kepengurusan perusahaan. Kajian tersebut menunjukkan bahwa penerapan *good corporate governance* di Indonesia pada saat itu cukup rendah.

Selain itu, menurut hasil penelitian Mc.Kinsey pada tahun 2000, bahwa investor berani memberikan premium yang cukup tinggi kepada saham perusahaan di Indonesia yang menerapkan *good corporate governance* dengan baik dibandingkan dengan negara lain. *Good corporate governance* diharapkan dapat memberikan nilai tambah bagi perusahaan di mata para investor.



Sumber : Survey McKinsey, June 2000

Gambar 1.1 Persepsi Investor atas Status *Corporate Governance* dan *Premium* yang Ditawarkan

Pemerintah Indonesia sendiri, sejak krisis ekonomi tahun 1997, telah mendapat tekanan dari para kreditor negara seperti Dana Moneter Internasional (IMF), Bank Dunia (World Bank) dalam bentuk persyaratan untuk mensosialisasikan pelaksanaan praktik *good corporate governance* dalam setiap kesempatan memberikan pinjaman atau hibah, karena kredibilitas dan kemampuan Indonesia terutama dalam konteks penegakan hukum dan kepastian usaha masih terus disangsikan oleh para investor asing.

Pada tahun 1999, Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) yang dibentuk berdasarkan Keputusan Menko Ekuin Nomor:

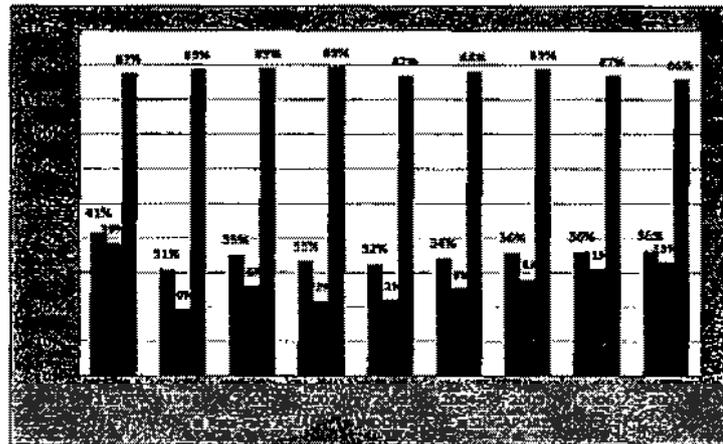
KEP/31/MEKUIIN/08/1999 telah mengeluarkan Pedoman *Good Corporate Governance* (GCG) yang pertama. Pedoman tersebut telah beberapa kali disempurnakan. Berdasarkan pemikiran bahwa suatu sektor ekonomi tertentu cenderung memiliki karakteristik yang sama, maka pada awal tahun 2004 dikeluarkan Pedoman GCG Perbankan Indonesia, dan pada awal tahun 2006 dikeluarkan Pedoman GCG Perasuransian Indonesia.

Pada tahun 2007 diterbitkan produk hukum yang mengatur dunia usaha melalui Undang-undang Perseroan Terbatas nomor 40 tahun 2007 (UU PT No.40/2007), dimana memperhatikan perkembangan dunia usaha dan memperhatikan praktik Tata Kelola Perusahaan sebagai nilai dan konsep yang terkandung dalam UU tersebut. Fokus UU PT dalam mendorong penegakkan GCG adalah optimalisasi komitmen dan peran Pemegang saham, Dewan Komisaris dan Direksi terhadap GCG serta praktik *corporate social responsibility* (CSR).

Praktek *good corporate governance* di perusahaan-perusahaan tidak akan terlaksana tanpa peran pemerintah dalam menciptakan stabilitas politik, efektivitas penyelenggaraan negara, kualitas dan kepastian produk hukum yang mendukung praktek GCG tersebut.

Hasil survey tentang *Governance Indicator* yang dilakukan World Bank dari tahun 1996-2007 untuk negara-negara di dunia, termasuk Indonesia, dapat dilihat pada gambar 1.2 berikut yang menunjukkan bahwa untuk negara Indonesia terjadi peningkatan namun, tidak signifikan pada nilai *Governance Indicator* dari rata-rata 20% pada tahun 1998 menjadi 33% pada tahun 2007, dan masih berada dibawah rata-rata Negara ASEAN lainnya (Kaufmann, 2008).

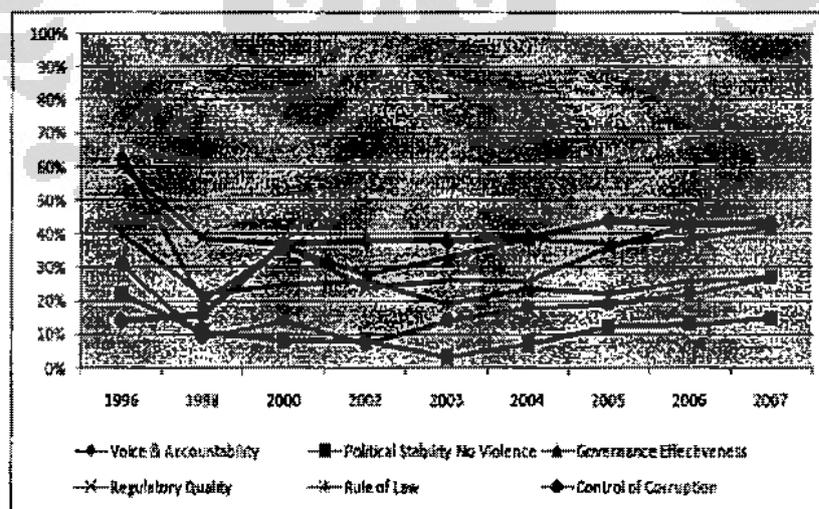
Variabel yang meningkat pada *Voice & Accountability* dari 14 % pada tahun 1996 menjadi 43% pada tahun 2007, yang menunjukkan kebebasan berpendapat warga negara dalam pemilihan pemerintahan, termasuk kebebasan berekspresi, kebebasan mass media, dan kebebasan berasosiasi (Gambar 1.3).



Sumber : The Worldwide Governance Indicator 1996-2007, The World Bank Group, telah diolah kembali

Gambar 1.2 Perbandingan *Governance Indicator* untuk rata-rata negara ASEAN, Indonesia, dan Singapura

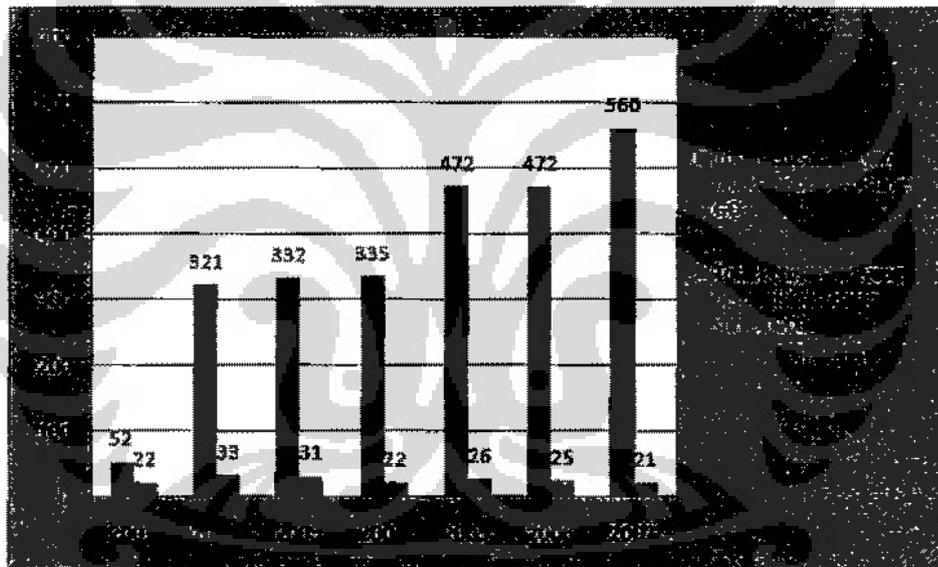
Nilai *Governance Effectiveness* dan *Rule of Law* masing-masing 42% dan 44% berada di sekitar rata-rata negara Asean, namun masih jauh dengan negara Singapura. Sementara itu nilai *Political Stability*, *Rule of Law* dan *Control of Corruption* pada tahun 2007 masing-masing 15%, 27%, dan 27% masih berada dibawah rata-rata Negara ASEAN (Kaufmann, 2008).



Sumber : The Worldwide Governance Indicator 1996-2007, The World Bank Group, telah diolah kembali

Gambar 1.3 *Governance Indicator* untuk Indonesia

Kondisi tersebut diatas akan sangat berpengaruh pada penyelenggaraan aplikasi *good corporate governance* di tingkat perusahaan-perusahaan. Dimana sejak pemerintah mencanangkan penerapan tata kelola perusahaan yang baik pada tahun 1999, survey yang diselenggarakan oleh The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) dari tahun ke tahun sejak tahun 2001 menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang berpartisipasi untuk menjadi responden dalam survey *good corporate governance* cenderung menurun dan tidak sebanding (hanya 3.8 % pada tahun 2007) dengan jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Gambar 1.4) (Suprayitno *et al*, 2008). Hal tersebut mengindikasikan bahwa pelaksanaan tentang peraturan tata kelola perusahaan yang baik, masih sebatas pada ketaatan pada regulasi.



Sumber : The Indonesian Institute for Corporate Governance, survey tahun 2001-2008, telah diolah kembali

Gambar 1.4 Data Kepesertaan CGPI 2001-2007

Konsep *good corporate governance* dalam Islam sebenarnya bukanlah hal yang baru, karena sudah ada sejak zaman Rasulullah. Dalam Ekonomi Islam, penyelenggaraan GCG merupakan bagian dari etika bisnis/pemiagaan yang merupakan syarat mendasar yang harus dipenuhi ketika seseorang akan melakukan aktivitas bisnis. Dalam pandangan Islam, perdagangan merupakan aspek

kehidupan yang dikelompokkan ke dalam masalah muamalah, yakni masalah yang berkenaan dengan hubungan yang bersifat horizontal dalam kehidupan manusia. Meskipun demikian sektor ini mendapatkan penekanan khusus dalam ekonomi Islam, karena keterkaitannya secara langsung dengan sektor riil. Sistem ekonomi Islam memang lebih mengutamakan sektor riil dibandingkan dengan sektor moneter, dan transaksi jual beli memastikan keterkaitan kedua sektor yang dimaksud (Agustiando, 2008).

Dalam melakukan transaksi perniagaan, Allah SWT memerintahkan agar manusia melakukan dengan jujur dan adil. Tata tertib perniagaan ini dijelaskan Allah seperti tercantum dalam Surat Hud 84-85.

﴿ وَإِلَىٰ مَدْيَنَ أَخَاهُمْ شُعَيْبًا ۚ قَالَ يَا قَوْمِ اعْبُدُوا اللَّهَ مَا لَكُم مِّنْ إِلَٰهٍ غَيْرُهُ ۗ وَلَا تَنقُصُوا الْمِكْيَالَ وَالْمِيزَانَ ۚ إِنِّي أَرَانُكُمْ بِخَيْرٍ وَإِنِّي أَخَافُ عَلَيْكُمْ عَذَابَ يَوْمٍ مَّحِيطٍ ﴿٨٤﴾ وَيَقَوْمِ أَوفُوا بِالْمِكْيَالِ وَالْمِيزَانَ بِالْقِسْطِ ۗ وَلَا تَبْخَسُوا النَّاسَ أَشْيَاءَهُمْ وَلَا تَعْتُوا فِي الْأَرْضِ مُفْسِدِينَ ﴿٨٥﴾ ﴾

QS 11:84. dan kepada (penduduk) Mad-yan (kami utus) saudara mereka, Syu'aib. ia berkata: "Hai kaumku, sembahlah Allah, sekali-kali tiada Tuhan bagimu selain Dia. dan janganlah kamu kurangi takaran dan timbangan, Sesungguhnya aku melihat kamu dalam keadaan yang baik (mampu) dan Sesungguhnya aku khawatir terhadapmu akan azab hari yang membinasakan (kiamat)."

QS 11:85. dan Syu'aib berkata: "Hai kaumku, cukupkanlah takaran dan timbangan dengan adil, dan janganlah kamu merugikan manusia terhadap hak-hak mereka dan janganlah kamu membuat kejahatan di muka bumi dengan membuat kerusakan.

Menurut Nabi Muhammad SAW, profesi pedagang adalah yang paling baik berdasarkan hadits sebagai berikut : "Rasulullah SAW pernah ditanya oleh salah seorang sahabat mengenai pekerjaan (profesi) apakah yang paling baik? Maka beliau menjawab bahwa profesi terbaik yang dikerjakan oleh manusia

adalah segala pekerjaan yang dilakukan dengan kedua tangannya dan setiap transaksi jual beli yang dilakukannya tanpa melanggar batasan-batasan syariat." (HR Al-Bazzar dan Al-Hakim). Sehingga Rasulullahpun menjanjikan pedagang yang bermoral dan memiliki etika bisnis akan mendapatkan pahala sesuai dengan hadits berikut : "Pedagang yang jujur dan terpercaya itu sejajar (tempatny di surga) dengan para Nabi, para siddiqin, dan para syuhada" (HR At-Tarmidzi). Selain itu sifat bisnis dan produknya dalam Islam harus halal dan tidak bertentangan dengan nilai-nilai ajaran Islam. Dengan demikian praktik bisnis di dalam Islam secara otomatis bersifat halal karena harus sesuai dengan ajaran Islam itu sendiri.

Berdasarkan pada uraian diatas, maka penulis tertarik untuk mengkaji pengaruh penerapan kebijakan *good corporate governance* terhadap kesehatan dan kinerja perusahaan, khususnya pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index.

1.2 Perumusan Masalah

Corporate Governance merupakan alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan. Para pemegang saham dapat tenang dan percaya dalam menginvestasikan dananya, bila suatu perusahaan bisa menjalankan prinsip-prinsip *Corporate Governance* dengan sebaik-baiknya. Dengan melaksanakan *Corporate Governance* diharapkan proses dan struktur dalam mengelola bisnis dan operasional perusahaan akan mengarah pada pertumbuhan bisnis dan akuntabilitas perusahaan dengan tujuan akhir meningkatkan *shareholders value* dalam jangka panjang.

Variable-variabel makro ekonomi, juga mempengaruhi kondisi kesehatan dan kinerja perusahaan, dicerminkan dari analisis rasio keuangan perusahaan tersebut sehingga dapat diprediksi tingkat kesulitan keuangan (*financial distress*) suatu perusahaan, dilain pihak faktor fundamental internal perusahaan juga turut mempengaruhi tingkat kesehatan dan kinerja suatu perusahaan.

Sejak pemerintah mencanangkan penerapan GCG pada tahun 1999, jumlah perusahaan yang menerapkan GCG, sampai dengan tahun 2007 masih

sedikit dan masih sebatas sebagai ketaatan terhadap regulasi, aturan mengenai pelaksanaan *good corporate governance*, tercermin dari hasil survey oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)*, dimana hanya 3.8 % pada tahun 2007 dibandingkan dengan jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, termasuk dalam hal ini perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index . Sepanjang tahun 2007 Bapepam-LK telah menemukan adanya pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal, dan menyelesaikan 21 kasus, dari 39 kasus yang diperiksa. Sebanyak 17 kasus, Bapepam-LK menerapkan sanksi administratif kepada pihak-pihak yang melanggar (Daniri, 2004).

Perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam Jakarta Islamic Index, dipandang sebagai wakil perusahaan yang memenuhi persyaratan syariah. Sementara itu nilai-nilai pada konsep GCG tersebut relevan dengan prinsip-prinsip syariah. Namun, konsep GCG dalam pandangan Islam memiliki perbedaan dan keistimewaan utama yaitu menyangkut suatu keputusan yang berdampak luas dengan mendasarkan pemikiran kepada keesaan Tuhan. Oleh karena itu perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index, dapat dijadikan perusahaan panutan bagi perusahaan lainnya.

Berdasarkan uraian tersebut diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah bahwa penerapan *good corporate governance* masih sebatas pada ketaatan pada regulasi dan belum menjadi perangkat manajemen untuk meningkatkan tingkat kesehatan dan kinerja perusahaan, khususnya perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII).

Dengan demikian, maka yang menjadi pertanyaan dalam penelitian ini sebagai berikut :

- 1) Apakah penerapan konsep GCG dan faktor internal fundamental perusahaan, serta variable-variabel makro ekonomi berpengaruh terhadap tingkat kesehatan perusahaan-perusahaan dalam kelompok JII, yang dicerminkan dengan tingkat kesulitan keuangan (*financial distress*) perusahaan.
- 2) Bagaimana pengaruh penerapan konsep GCG terhadap kinerja operasional (*firm operating performance*) perusahaan-perusahaan kelompok JII.

- 3) Bagaimana pengaruh penerapan konsep GCG terhadap kinerja pasar (*market performance*) perusahaan-perusahaan kelompok JII.
- 4) Apakah perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG memiliki tingkat kesehatan, kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar perusahaan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.
- 5) Bagaimana posisi rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari perusahaan yang aktif menerapkan konsep GCG, dan dari perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, dikaitkan dengan persyaratan rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dalam fatwa DSN-MUI.

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan dasar pemikiran yang telah dikemukakan di atas, tujuan yang akan dicapai dalam penelitian ini adalah :

- 1) Mengetahui penerapan konsep GCG, faktor internal fundamental perusahaan, dan variable-variabel makro ekonomi, berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat kesehatan perusahaan-perusahaan dalam kelompok JII, yang menerapkan konsep GCG, yang dicerminkan dengan tingkat kesulitan keuangan (*financial distress*) perusahaan.
- 2) Mengetahui pengaruh penerapan konsep GCG terhadap kinerja operasional perusahaan-perusahaan kelompok JII.
- 3) Mengetahui pengaruh penerapan konsep GCG terhadap kinerja pasar perusahaan-perusahaan kelompok JII.
- 4) Mengetahui dampak penerapan konsep GCG atas perusahaan-perusahaan kelompok JII, akan memiliki tingkat kesehatan dan kinerja operasional perusahaan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.
- 5) Untuk membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan kelompok JII yang menerapkan konsep GCG, akan memiliki rasio tingkat hutang terhadap ekuitas sesuai dengan persyaratan rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dalam fatwa DSN-MUI.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat berupa :

- 1) Sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi kepada investor.
- 2) Pentingnya penerapan konsep GCG untuk peningkatan kinerja operasional dan kesehatan perusahaan, serta kinerja pasar perusahaan kepada *shareholders* dan *stakeholders* perusahaan.
- 3) Memberi masukan dan pengetahuan bagi para pembaca mengenai konsep GCG, dan manfaatnya bagi perusahaan, regulator, dunia akademik, *shareholders*, dan *stakeholders*

1.5 Batasan Masalah

Penelitian ini difokuskan untuk melihat seberapa besar konsep GCG yang diimplementasikan oleh perusahaan-perusahaan kelompok JII, berpengaruh terhadap tingkat kesehatan (*financially healthy firms*) dan kinerja operasional perusahaan (*firm operating performance*), serta kinerja pasar perusahaan (*firm market performance*), disamping faktor-faktor lain yang mempengaruhi tingkat kesehatan dan kinerja perusahaan, serta kinerja pasar perusahaan.

Data yang dipergunakan untuk merepresentasikan penerapan konsep GCG pada suatu perusahaan, digunakan angka (*score*) *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) berdasarkan survey The Indonesian Institute Of Corporate governance (IICG) sejak tahun 2001 sampai dengan tahun 2007. Tingkat kesehatan keuangan perusahaan kelompok JII yang menerapkan konsep GCG, direpresentasikan dengan Altman *Z score*, sedangkan kinerja operasional perusahaan direpresentasikan dengan *Return on Equity* (ROE). Untuk kinerja pasar perusahaan diwakili oleh *Price to Book Value* (PBV), dimana untuk data yang dipergunakan tersebut didasarkan atas laporan keuangan tahun 2001-2007.

Faktor internal fundamental perusahaan seperti tingkat pertumbuhan perusahaan-*Earning Growth ratio* (EGR), *Debt Equity Ratio* (DER), ROE, tingkat risiko saham (Beta), adalah faktor fundamental yang diperkirakan mempengaruhi *Z score*, sedangkan faktor internal fundamental perusahaan yang mempengaruhi ROE adalah EGR, DER, dan Beta. Faktor internal perusahaan yang mem-

pengaruhi nilai PBV meliputi variabel ROE, EGR, *Dividend Payout Ratio* (DPO), dan Beta.

Untuk variabel makro ekonomi sebagai variable kontrol lainnya meliputi suku bunga SBI, dan nilai tukar rupiah terhadap dollar AS (Kurs), dipilih karena secara teori, variabel tersebut merupakan peluang sekaligus risiko yang berpengaruh terhadap tingkat kesehatan dan nilai kinerja operasional perusahaan, serta kinerja pasar perusahaan.

1.6 Kerangka Pemikiran

Corporate governance selama satu dekade lalu, telah memainkan peran penting bagi sektor swasta (*private sector*) di seluruh dunia dan terintegrasinya pasar keuangan yang mendorong terciptanya kompetisi dan risiko dari mobilitas aliran modal. Pengalaman-pengalaman selama masa transisi perbaikan ekonomi dan krisis finansial pada negara-negara berkembang, telah menunjukkan bahwa kelemahan pada kerangka *corporate governance* yang ada akan memperlemah pengembangan pasar keuangan. Studi-studi akademis juga menunjukkan bahwa ada hubungan yang kuat antara *financial market development*, *economic performance*, dan *corporate governance* (Surya *et al*, 2006).

Penerapan GCG tidak hanya berkaitan dengan kepentingan para pemegang saham yang sudah ada dalam suatu perusahaan, melainkan turut meliputi kepentingan para calon investor (*future investor*) dan *stakeholder* lainnya, dengan memberi akses informasi material yang cukup baik dari suatu perusahaan. Bagi pelaku manajemen dalam suatu perusahaan, pada dasarnya kepentingan manajemen yang paling utama adalah menciptakan manajemen yang efektif dan efisien dalam menjalankan suatu perusahaan, sehingga terjadi peningkatan kapabilitas sekaligus kelancaran keadaan finansial dari suatu perusahaan yang berjalan secara aktif. Hal ini dapat dicapai dengan adanya penerapan prinsip-prinsip GCG secara mantap dan menyeluruh.

Dilain pihak, setiap investor akan melakukan berbagai macam analisa keputusan untuk meningkatkan imbal hasil pada saham yang mereka investasikan. Imbal hasil perusahaan tersebut dicerminkan dengan nilai kesehatan perusahaan, nilai kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar perusahaan. Proses pe-

ngambilan keputusan ini menjadi masalah yang sangat kompleks dan pelik karena menyangkut berbagai macam hal yang mendasari pengambilan keputusan yaitu faktor internal dan faktor eksternal.

Di dalam penelitian ini digunakan faktor penerapan konsep GCG pada perusahaan-perusahaan kelompok JII yang dicerminkan dengan CGPI dari tahun 2001-2007, sebagai salah satu faktor internal dalam perusahaan. Faktor-faktor lainnya yang terkait dengan karakteristik perusahaan tersebut meliputi faktor fundamental perusahaan dicerminkan dengan ROE, EGR, besarnya DPO, DER, Beta perusahaan, nilai *asset* dan *liabilities* sebagai komponen penghitung *Z score*, baik pada perusahaan yang telah aktif menerapkan GCG ataupun yang belum aktif menerapkan GCG. Sedangkan faktor eksternal adalah faktor yang mempengaruhi semua perusahaan atau industri yaitu indikator makro ekonomi dimana dalam penelitian ini meliputi suku bunga SBI, dan Kurs.

Pada penelitian ini, akan dikaji pengaruh kedua faktor internal dan eksternal tersebut terhadap tingkat kesehatan dan kinerja operasional perusahaan, serta kinerja pasar perusahaan. Nilai kesehatan perusahaan yang dicerminkan dengan *Z score* akan dipengaruhi faktor-faktor internal yang meliputi implementasi GCG yang dicerminkan dengan *CGPI score*, pengaruh dari DER perusahaan, ROE, tingkat pertumbuhan perusahaan EGR, Beta perusahaan, dan faktor eksternal meliputi suku bunga SBI dan Kurs.

Kinerja operasional perusahaan yang dicerminkan dengan ROE akan dipengaruhi faktor-faktor internal yang meliputi penerapan GCG yang dicerminkan dengan *CGPI score*, pengaruh dari DER perusahaan, tingkat pertumbuhan perusahaan EGR, Beta perusahaan, dan faktor eksternal meliputi suku bunga SBI, dan kurs. Sedangkan kinerja pasar perusahaan yang dicerminkan dengan nilai PBV akan dipengaruhi ROE, DPO, tingkat pertumbuhan perusahaan EGR, Beta perusahaan, dan faktor eksternal suku bunga SBI dan Kurs.

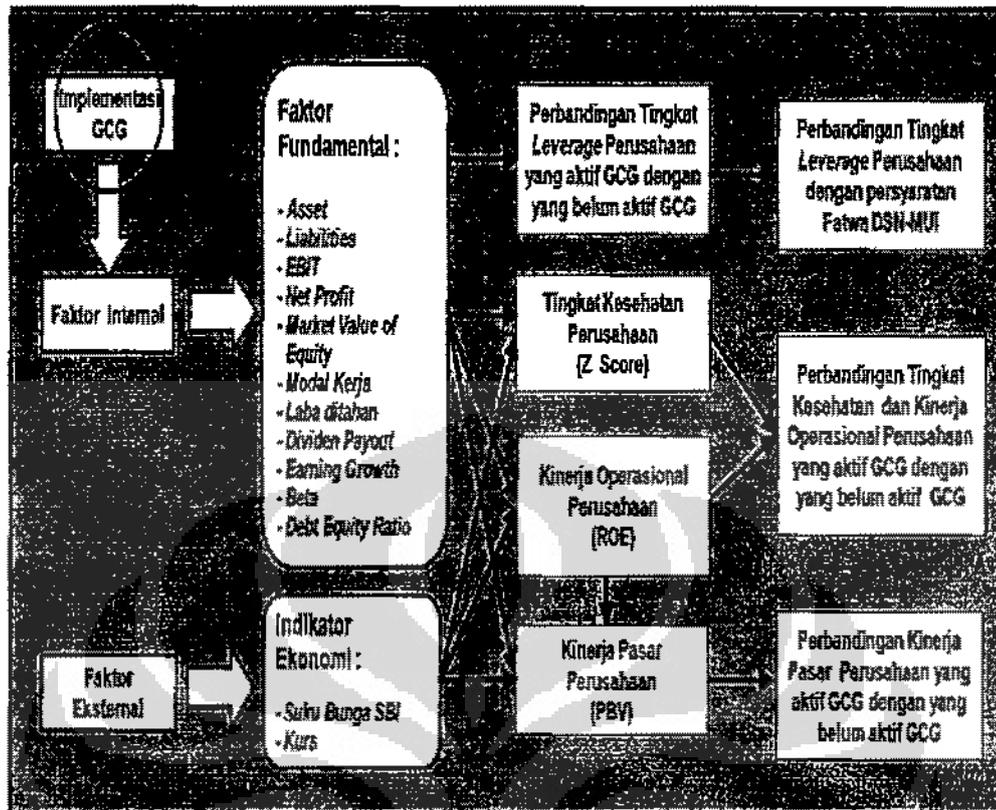
Perbandingan nilai tingkat kesehatan antara kelompok perusahaan di JII yang telah aktif menjalankan penerapan GCG dan yang belum aktif, akan dikaji dengan membandingkan *Z score* melalui analisis prediksi kesulitan keuangan (*financial distress*) dengan metode Altman *Z score* dengan faktor internal yang mempengaruhi meliputi nilai *total asset*, *total liabilities*, *current liabilities*, laba

sebelum pajak (EBIT), *market value of equity*, modal kerja (*working capital*), dan laba ditahan (*retained earnings*).

Perbandingan nilai kinerja operasional perusahaan antara kelompok perusahaan di JII yang aktif menjalankan penerapan GCG dan yang belum aktif, akan dikaji dengan membandingkan nilai ROE masing-masing kelompok perusahaan tersebut. Sedangkan perbandingan nilai kinerja pasar perusahaan antara kelompok perusahaan di JII yang aktif menjalankan penerapan GCG dan yang belum aktif, akan dikaji dengan membandingkan nilai PBV masing-masing kelompok perusahaan tersebut.

Kriteria perusahaan yang syariah akan diuji melalui perbandingan rasio tingkat hutang atas ekuitas perusahaan yang aktif menjalankan penerapan GCG maupun yang belum aktif, dengan membandingkan terhadap ketentuan syariah dimana total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82%, yang tercantum dalam fatwa DSN-MUI, Nomor: 20/DSN-MUI/IV/2001, dan Peraturan Bapepam-LK Nomor II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah dengan lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-314/BL/2007, tanggal, 31 Agustus 2007, yang dipersyaratkan bagi perusahaan dalam Jakarta Islamic Index.

Berdasarkan uraian diatas, sebagai kerangka pemikiran untuk menggambarkan hubungan antara variabel dependen dengan variabel skor CGPI sebagai representasi penerapan GCG, dan hubungan variabel kontrol lainnya yang dipakai dalam penelitian ini, berikut ini disajikan bagan hubungan variabel-variabel tersebut pada Gambar 1.5.



Gambar 1.5 Bagan Hubungan Variabel dalam Analisis Penelitian

1.7 Hipotesis Penelitian

Penerapan prinsip-prinsip *good corporate governance* banyak dipengaruhi faktor internal dan eksternal perusahaan. Penerapan *good corporate governance* dipercaya dapat meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan. Pernyataan ini dapat ditemukan dalam berbagai *codes of corporate governance* hampir di semua negara. Sebagai contoh laporan yang disampaikan oleh Munid (2007) dari Malaysia Institute of Corporate Governance (MICG), mengemukakan bahwa *corporate governance* yang efektif dalam jangka panjang dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan menguntungkan pemegang saham. Selain itu penelitian tentang *corporate governance* menunjukkan bahwa investor mempunyai preferensi untuk menghindari perusahaan-perusahaan dengan *corporate governance* yang buruk (Mc Kinsey dan Co, 2002).

Berbagai penelitian telah dilakukan untuk membuktikan pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Adapun

penelitian-penelitian terdahulu yang dapat menjadi acuan dalam mendukung hasil penelitian yang dilakukan penulis antara lain penelitian Lee (2004) menyimpulkan bahwa perusahaan dengan praktek *corporate governance* yang lemah, akan rentan terhadap kondisi perekonomian yang menurun, dan perusahaan tersebut akan cenderung mengalami tingkat kesehatan perusahaan yang buruk (*financial distress*). Berdasarkan hal tersebut maka rumusan hipotesa pertama mengenai pengaruh secara parsial dari penerapan GCG, faktor fundamental, dan variabel makro ekonomi terhadap tingkat kesehatan perusahaan adalah :

1. H_0 : Variabel CGPI, ROE, EGR, DER, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara parsial tidak mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.
 H_1 : Variabel CGPI, ROE, EGR, DER, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara parsial mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Sedangkan rumusan hipotesa ke dua mengenai pengaruh secara simultan bersama-sama antara penerapan GCG, faktor fundamental, dan variabel makro ekonomi terhadap tingkat kesehatan perusahaan adalah :

2. H_0 : Variabel CGPI, ROE, DER, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.
 H_1 : CGPI, ROE, DER, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Penelitian Gompers (2003), mengemukakan bahwa perusahaan dengan peringkat *Governance Index* yang tinggi, memiliki nilai valuasi perusahaan yang tinggi (*higher firm value*), keuntungan yang tinggi, pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi, dan biaya modal yang rendah. Namun hubungan antara *corporate governance* dan kinerja perusahaan bukan sesuatu yang secara universal dapat diterima, walaupun saat ini ada pengakuan yang luas bahwa pembentukan *corporate governance* secara substansial dapat mempengaruhi pemegang saham. Beberapa penelitian menunjukkan tidak adanya hubungan *corporate governance* dengan kinerja perusahaan. Seperti laporan pendahuluan dari komite Hampel

(1997) yang dikutip oleh Short *et al* (1999) menyatakan bahwa tidak adanya bukti yang kuat mengenai hubungan antara kesuksesan dan *corporate governance* penting untuk diakui. Penelitian Darmawati, Khomsyiah, dan Rahayu (2005) menemukan bahwa *corporate governance* secara statistik signifikan mempengaruhi kinerja operasi perusahaan yang diproksi dengan ROE. Tetapi *corporate governance* belum mampu mempengaruhi kinerja pasar perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q. Sementara itu penelitian Klapper dan Love (2002) menemukan bahwa *corporate governance* secara statistik signifikan mempengaruhi kinerja operasi perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q. Hasil penelitian Gupta, Kennedy, dan Weaver (2005) tidak menemukan adanya hubungan yang kuat antara *corporate governance* dengan kinerja operasional perusahaan di Canada. Hasil penelitian Bauer, Gunster, dan Otten (2003) menemukan hasil yang berbeda dengan Gompers, Ishii, dan Metrick (2003), dimana hubungan antara *corporate governance* dengan kinerja perusahaan yang diproksi dengan *Net Profit Margin* dan ROE ditemukan memiliki hubungan yang negatif. Berdasarkan hal tersebut maka rumusan hipotesa ke tiga mengenai pengaruh secara parsial dari penerapan GCG, faktor fundamental, dan variabel makro ekonomi terhadap kinerja operasional perusahaan adalah :

3. H_0 : Variabel CGPI, EGR, DER, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara parsial tidak mempengaruhi nilai ROE sebagai nilai proksi kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.
- H_1 : Variabel CGPI, EGR, DER, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara parsial mempengaruhi nilai ROE sebagai nilai proksi kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Untuk rumusan hipotesa ke empat mengenai pengaruh secara simultan bersama-sama antara penerapan GCG, faktor fundamental, dan variabel makro ekonomi terhadap kinerja operasional perusahaan adalah :

4. H_0 : Variabel CGPI, EGR, DER, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai ROE sebagai

nilai proksi kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel CGPI, EGR, DER, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai ROE sebagai nilai proksi kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Hubungan antara harga saham dan nilai buku selalu menarik perhatian investor. Untuk menjual saham di bawah nilai buku ekuitas pada umumnya memiliki nilai portofolio *undervalued*, sementara investor yang menjual lebih dari nilai buku memiliki nilai portofolio *overvalued*. Beberapa alasan investor menggunakan PBV dalam analisa investasi adalah karena PBV memiliki beberapa keunggulan (Damodaran, 2002), diantaranya nilai buku memberikan nilai yang relatif stabil dan dapat dibandingkan dengan harga pasar, dan perusahaan dengan *negative earning* tidak dapat dinilai dengan PER (*Price Earning Ratio*) tetapi dapat dinilai dengan PBV rasio. Black, Jang, dan Kim (2005) melaporkan bukti bahwa *corporate governance* adalah faktor penting dalam menjelaskan nilai pasar dari perusahaan-perusahaan publik Korea. Indeks *Corporate Governance* perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa efek Korea secara ekonomik mempunyai korelasi yang signifikan dengan nilai pasar perusahaan. Namun hasil penelitian Farhani (2006) berkesimpulan bahwa penerapan *good corporate governance* belum memiliki pengaruh yang signifikan dalam menentukan nilai kinerja pasar perusahaan yang diproksi dengan PBV. Berdasarkan hal tersebut maka rumusan hipotesa ke lima mengenai pengaruh secara parsial dari penerapan GCG, faktor fundamental, dan variabel makro ekonomi terhadap kinerja pasar perusahaan adalah :

5. H_0 : Variabel-variabel CGPI, ROE, EGR, DPO, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara parsial tidak mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel-variabel CGPI, ROE, EGR, DPO, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara parsial mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi

nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Sedangkan rumusan hipotesa ke enam mengenai pengaruh secara simultan bersama-sama antara penerapan GCG, faktor fundamental, dan variabel makro ekonomi terhadap kinerja pasar perusahaan adalah :

6. H_0 : Variabel-variabel CGPI, ROE, EGR, DPO, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.
- H_1 : Variabel-variabel CGPI, ROE, EGR, DPO, Beta, suku bunga SBI, dan Kurs, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Berdasarkan uraian diatas, dan setelah satu dekade dikeluarkannya Pedoman *Good Corporate Governance* oleh Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG), penelitian ini berusaha memberikan bukti lagi mengenai pengaruh penerapan *corporate governance* terhadap tingkat kesehatan, kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar perusahaan, dengan sampel perusahaan-perusahaan yang terdaftar di JII yang diproksi dengan CGPI dari tahun 2001-2007. Indeks tersebut merupakan satu-satunya indeks yang dipublikasikan dari hasil penelitian pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan menggunakan instrumen yang telah disesuaikan dengan ketentuan yang berlaku di Indonesia.

Hipotesa utama dalam penelitian ini adalah bahwa semakin baik penerapan GCG, yang diukur dengan angka peringkat CGPI, maka semakin baik pula nilai tingkat kesehatan, nilai kinerja operasional perusahaan, dan nilai kinerja pasar perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini akan dibandingkan apakah perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG memiliki tingkat kesehatan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, dirumuskan dengan hipotesis ke tujuh sebagai berikut :

7. H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata nilai tingkat kesehatan kelompok perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan kelompok perusahaan yang belum aktif.

H_1 : Ada perbedaan rata-rata nilai tingkat kesehatan kelompok perusahaan yang menerapkan konsep GCG dibandingkan dengan kelompok perusahaan yang belum aktif.

Sedangkan untuk membandingkan apakah perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG memiliki nilai kinerja operasional yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, dirumuskan dengan hipotesis ke delapan sebagai berikut :

8. H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata nilai kinerja operasional kelompok perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan kelompok perusahaan yang belum aktif.

H_1 : Ada perbedaan rata-rata nilai kinerja operasional kelompok perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan kelompok perusahaan yang belum aktif.

Untuk membandingkan apakah perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG memiliki nilai kinerja pasar yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, dirumuskan dengan hipotesis ke sembilan sebagai berikut :

9. H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata nilai kinerja pasar kelompok perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan kelompok perusahaan yang belum aktif.

H_1 : Ada perbedaan rata-rata nilai kinerja operasional kelompok perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan kelompok perusahaan yang belum aktif.

Untuk membandingkan apakah perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG memiliki rata-rata nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, dirumuskan dengan hipotesis ke sepuluh sebagai berikut :

10. H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas antara kelompok perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan kelompok perusahaan yang belum aktif .
- H_1 : Ada perbedaan rata-rata nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas antara kelompok perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan kelompok perusahaan yang belum aktif.

Salah satu persyaratan bagi perusahaan-perusahaan yang dapat *listing* di Jakarta Islamic Index, adalah memiliki rasio total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%). Berdasarkan kriteria tersebut akan diuji apakah rasio total hutang dibandingkan dengan total ekuitas atas perusahaan-perusahaan yang aktif menerapkan konsep GCG sesuai dengan ketentuan yang dipersyaratkan oleh fatwa DSN-MUI dengan hipotesis ke sebelas sebagai berikut :

11. H_0 : Kelompok perusahaan yang aktif menerapkan konsep GCG memiliki rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang tidak berbeda dengan ketentuan fatwa DSN-MUI.
- H_1 : Kelompok perusahaan yang yang aktif menerapkan konsep GCG memiliki rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang berbeda dengan ketentuan fatwa DSN-MUI.

Sedangkan untuk membandingkan apakah perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG memiliki rasio total hutang terhadap ekuitas tidak lebih dari 82% sesuai dengan ketentuan yang dipersyaratkan oleh fatwa DSN-MUI, dirumuskan dengan hipotesis ke dua belas sebagai berikut :

12. H_0 : Kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG memiliki rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang tidak berbeda dengan ketentuan fatwa DSN-MUI.
- H_1 : Kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG memiliki rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang berbeda dengan ketentuan fatwa DSN-MUI.

1.8 Metode Penelitian

Dalam penulisan tesis ini metoda analisis yang digunakan adalah metode kuantitatif dengan model regresi data panel yang dibantu dengan *EViews 6.0* dan *SPSS 16*. Penggunaan data panel ini dikarenakan penggabungan dari data *time series* dan data *cross section*. Metode analisis ini digunakan untuk menjawab permasalahan dan membuktikan hipotesis penelitian, mencakup mengukur pengaruh penerapan GCG terhadap nilai tingkat kesehatan perusahaan, terhadap nilai kinerja operasional perusahaan-perusahaan, serta nilai kinerja pasar perusahaan-perusahaan di JII antara perusahaan yang aktif menjalankan penerapan GCG dengan perusahaan yang belum aktif menjalankan penerapan GCG.

Dalam mengukur pengaruh penerapan GCG, metode pemilihan sampel yang digunakan oleh penulis adalah *purposive sampling*, yaitu cara memilih sampel berdasarkan tujuan dan tidak bersifat acak. Pada penelitian ini dilakukan terhadap emiten-emiten kelompok JII yang aktif menjalankan penerapan GCG berdasarkan hasil riset The Indonesian Institute of Corporate Governance (IICG) sejak 2001-2007, berupa *Corporate Governance Perception Index (CGPI)*, sebagai ukuran peringkat *corporate governance*. Data lainnya yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data sekunder yakni laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan sampel selama periode 2001-2007, yang diperoleh penulis dari pusat referensi pasar modal Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *Bloomberg*. Data yang diperoleh dari laporan keuangan, setelah diolah, digunakan untuk mengukur nilai kesehatan perusahaan-perusahaan melalui analisis prediksi kesulitan keuangan (*financial distress*) dengan metode *Altman Z score*. Juga digunakan untuk menghitung kinerja operasional perusahaan yang diwakili dengan ROE, serta untuk menghitung kinerja pasar perusahaan berdasarkan metode *Price to Book Value (PBV)*. Hasil olahan laporan keuangan tersebut kemudian dikorelasikan dengan CGPI untuk mengetahui pengaruh antara *corporate governance* dengan tingkat kesehatan, kinerja operasional perusahaan dan kinerja pasar perusahaan. Analisis secara kuantitatif akan dilakukan pada uji hipotesis dengan menggunakan metode regresi linier berganda dengan data panel.

Pada uji hipotesis untuk mengetahui perbandingan nilai kesehatan dan kinerja operasional perusahaan, serta rasio tingkat hutang atas ekuitas, antara perusahaan yang telah aktif menjalankan penerapan GCG dengan perusahaan yang belum aktif, digunakan metode uji signifikansi dengan *Independent Sample t Test*. Sedangkan untuk mengetahui apakah rasio total hutang atas total ekuitas dari perusahaan-perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG maupun perusahaan-perusahaan yang belum aktif, sesuai dengan ketentuan yang dipersyaratkan oleh fatwa DSN-MUI dilakukan dengan metode uji beda rata-rata satu sampel (*One Sample t Test*).

1.9 Sistematika Penulisan

Untuk lebih memudahkan pembahasan, dan memperoleh gambaran mengenai penelitian ini, maka sistematika yang digunakan dalam penyajian tesis ini disusun dalam lima bab yang terdiri dari :

BAB 1 : PENDAHULUAN

Pada bab ini mengulas tentang latar belakang dilakukannya penelitian ini, serta berbagai kondisi dan akibat pada perusahaan yang tidak mengimplementasikan konsep GCG, peran serta pemerintah dan pihak terkait atas suksesnya penerapan GCG terhadap perusahaan-perusahaan, serta konsep GCG dalam Islam. Berdasarkan hal tersebut dibuat perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan masalah, kerangka pemikiran, hipotesis penelitian, metodologi penelitian dan sistematika penulisan dalam menganalisis pengaruh penerapan GCG.

BAB 2 : LANDASAN TEORI

Pada bab ini berisi uraian tentang teori-teori yang mendukung rencana penelitian. Pada bagian awal diuraikan mengenai latar belakang atas GCG dan prinsip-prinsip GCG yang menjadi dasar tema yang diangkat. Selanjutnya diuraikan pula kajian GCG menurut pandangan Islam serta persyaratan sebuah perusahaan yang dapat dimasukkan menjadi kelompok perusahaan syariah yang tergabung di Jakarta Islamic Index. Juga diuraikan mengenai angka *Corporate Governance Perception*

Index yang merepresentasikan nilai penerapan GCG pada suatu perusahaan, serta dijelaskan pula variabel-variabel lain yang merupakan faktor fundamental perusahaan dan faktor eksternal yang mempengaruhi kinerja suatu perusahaan yang sedang diteliti. Pada bagian akhir dikemukakan mengenai penelitian-penelitian lain terkait dengan penerapan GCG, sebagai rujukan berkaitan dengan penulisan tesis ini. Pembahasan pada bab II ini merupakan tinjauan literatur dari berbagai referensi.

BAB 3 : METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini membahas metodologi yang dipakai dalam penelitian ini, yang terdiri dari jenis data yang digunakan, variabel-variabel operasional yang digunakan dalam penelitian yang berkaitan dengan faktor internal dan faktor eksternal perusahaan, termasuk definisi Kelompok Aktif GCG dan Kelompok yang Belum Aktif GCG. Juga dijelaskan mengenai metode penelitian yang digunakan untuk teknik analisis data perihal pengaruh dari penerapan GCG berikut faktor internal dan eksternal untuk menjawab permasalahan dan hipotesis penelitian. Pada bab ini juga berisi metode pengolahan data dan pengujian hipotesis yang telah disusun, serta tahapan proses penelitian.

BAB 4 : ANALISIS DAN INTERPRETASI PENGARUH PENERAPAN GOOD CORPORATE GOVERNANCE, FAKTOR FUNDAMENTAL, DAN VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Bab ini membahas analisis dan interpretasi dari hasil pengolahan data, yang kemudian dijabarkan secara terperinci dari temuan-temuan yang diperoleh, mengenai pengaruh dari penerapan GCG beserta variabel-variabel kontrol lainnya, yang dilakukan dengan menggunakan model *Pooled Regression*. Juga diuraikan tentang hasil perbandingan kinerja perusahaan antara perusahaan yang aktif menerapkan konsep GCG dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, serta hasil perbandingan dengan ketentuan syariah, sehingga melalui hasil pengolahan data, analisis dan interpretasi yang dilakukan

berdasarkan model tersebut, diharapkan dapat menjawab permasalahan serta hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini.

BAB 5 : KESIMPULAN DAN SARAN

Merujuk pada hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, pada bab terakhir ini akan diperoleh kesimpulan dari hasil penelitian dan saran yang perlu dilakukan sebagai masukan bagi pihak-pihak terkait akan pentingnya penerapan konsep GCG.



BAB 2 LANDASAN TEORI

2.1 Pengertian *Good Corporate Governance*

Perkembangan konsep *Corporate Governance* sesungguhnya telah dimulai jauh sebelum isu *Corporate Governance* menjadi kosakata paling hangat dikalangan eksekutif bisnis. Banyak terdapat definisi yang digunakan untuk memberikan gambaran tentang *Corporate Governance*, seperti Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai : seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, 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 sistim yang mengatur dan mengendalikan perusahaan. Tujuannya ialah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*). Sedangkan Organization for Economics Cooperation and Development (OECD) mendefinisikan : *Corporate Governance* merupakan struktur serta kaitannya dengan tanggung jawab di antara pihak-pihak terkait yang terdiri dari pemegang saham, anggota dewan komisaris dan direksi termasuk manajer, yang dirancang untuk mendorong terciptanya suatu kinerja yang kompetitif yang diperlukan dalam mencapai tujuan utama perusahaan (Tjager, 2003).

The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) mendefinisikan *Corporate Governance* yaitu *Good Corporate Governance* (GCG) pada hakekatnya merupakan struktur, sistem, dan proses yang digunakan oleh organ perusahaan guna memberikan nilai tambah perusahaan secara berkesinambungan dalam jangka panjang. Baik (*good*) adalah tingkat pencapaian terhadap suatu hasil upaya yang memenuhi persyaratan, menunjukkan kepatutan dan keteraturan operasional perusahaan sesuai dengan konsep *Corporate Governance*. Struktur merupakan satu kesatuan yang terdiri dari dewan komisaris, dewan direksi, dan pihak-pihak yang berkepentingan. Sistim merupakan suatu landasan operasional yang menjadi dasar mekanisme *check and balances* kewenangan atas pengelolaan perusahaan yang menyimpang. Sistem merupakan prosedur formal dan informal

yang mendukung struktur dan strategi operasional dalam suatu perusahaan. Proses merupakan cara untuk memastikan pelaksanaan prinsip Tata Kelola Perusahaan yang baik dalam menentukan tujuan dan sasaran, pencapaian, pengukuran kinerja dan evaluasi kinerja perusahaan.

Berdasarkan definisi-definisi diatas dapat disimpulkan bahwa pengertian *Corporate Governance* pada intinya adalah mengenai suatu sistim, proses, dan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antar berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*), dalam arti sempit utamanya mengatur hubungan dan pembagian kewenangan antara pemegang saham, dewan komisaris, dewan direksi, serta karyawan dan juga banyak dipengaruhi oleh budaya, hukum dan ketentuan yang berlaku serta praktik bisnis dimasing-masing negara demi tercapainya tujuan organisasi.

2.2 Latar Belakang Kebutuhan atas *Good Corporate Governance*

Latar belakang kebutuhan atas GCG dapat dilihat dari latar belakang praktis dan latar belakang akademis.

- a) **Dari latar belakang praktis**, dapat dilihat dari pengalaman Amerika Serikat yang harus melakukan restrukturisasi *Corporate Governance* sebagai akibat *market crash* pada tahun 1929. Krisis keuangan yang terjadi di Amerika Serikat pada tahun 2000-an juga ditengarai karena tidak diterapkannya prinsip-prinsip GCG, beberapa kasus skandal keuangan seperti Enron Corp., Worldcom, Xerox dan lainnya melibatkan top eksekutif perusahaan tersebut mengganbarkan tidak diterapkannya prinsip-prinsip GCG (Sutojo,2005). Peristiwa meledaknya krisis *subprime mortgage* di Amerika Serikat pada tahun 2008 yang membuat nama-nama perusahaan terkemuka di dunia keuangan dunia ikut menjadi korban dengan kerugian luar biasa. Sehingga dari peristiwa-peristiwa itu semua tampaknya mengingatkan orang akan pentingnya penerapan GCG.
- b) **Dari latar belakang akademis**, kebutuhan GCG timbul berkaitan dengan *principal-agency theory*, yaitu untuk menghindari konflik antara *principal* dan *agent*-nya. Konflik, muncul karena perbedaan kepentingan tersebut, haruslah

dikelola sehingga tidak menimbulkan kerugian pada para pihak. Korporasi yang dibentuk dan merupakan suatu entitas tersendiri yang terpisah merupakan subyek hukum, sehingga keberadaan korporasi dan para pihak yang berkepentingan tersebut haruslah dilindungi melalui penerapan GCG (Mursalim, 2005).

2.2.1 Agency Problem

Untuk dapat memahami konsep *Good Corporate Governance* kita harus mempelajari dan memahami teori agensi (*Agency Theory*) yang merupakan salah satu pilar dalam teori keuangan (*Finance Theory*) dimana menjelaskan tentang dampak hubungan antara prinsipal dan para agennya, demikian pula sebaliknya.

Teori keagenan dapat dipandang sebagai suatu model kontraktual antara dua atau lebih orang (pihak), dimana salah satu pihak disebut *agent* dan pihak yang lain disebut *principal*. *Principal* mendelegasikan pertanggungjawaban atas *decision making* kepada *agent*, hal ini dapat pula dikatakan bahwa *principal* memberikan suatu amanah kepada *agent* untuk melaksanakan tugas tertentu sesuai dengan kontrak kerja yang telah disepakati. Wewenang dan tanggung jawab *agent* maupun *principal* diatur dalam kontrak kerja atas persetujuan bersama (Mursalim, 2005).

Manajer sebagai pengelola perusahaan (*agent*) lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham (*principal*). Oleh karena itu sebagai pengelola, manajer berkewajiban memberikan informasi kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan. Situasi ini akan memicu munculnya suatu kondisi yang disebut sebagai asimetri informasi, yaitu suatu kondisi di mana ada ketidakseimbangan perolehan informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham dan *stakeholder* (*user*). Adanya asimetri informasi memungkinkan adanya konflik yang terjadi antara *principal* dan *agent* untuk saling mencoba memanfaatkan pihak lain untuk kepentingan sendiri.

2.2.2 Tuntutan Investor

Alternatif pendanaan bagi perusahaan-perusahaan yang telah maju, tentunya akan memikirkan sumber pendanaan dari luar perusahaan, untuk membiayai kegiatan-kegiatan perusahaan, agar perusahaan dapat tumbuh dan berkembang. Akan tetapi di satu pihak, bagi penyandang dana diperlukan suatu kepastian bahwa dana yang diterima oleh perusahaan digunakan dengan wajar, tepat, dan efisien dan diberikan suatu keyakinan agar tidak ragu-ragu untuk memberikan dana tambahan selanjutnya apabila perusahaan memerlukannya.

Penelitian oleh McKinsey & Company dalam Surya, Indra, dan Yustiavandana (2006) memberikan indikasi bahwa para manajer dana di Asia akan membayar 26-30% lebih tinggi atas saham-saham perusahaan yang memiliki *Corporate Governance* lebih baik daripada untuk saham-saham perusahaan dengan *Corporate Governance*-nya yang meragukan.

2.2.3 Krisis Ekonomi

Sejak negeri ini terperosok dalam krisis ekonomi pada tahun 1997, seluruh aspek kehidupan dalam negeri ini sempat mengalami stagnasi. Parahnya, kenyataan tersebut tidak hanya dialami oleh pemerintah tapi juga organisasi bisnis. Banyak perusahaan misalnya yang harus mengetatkan segala bentuk pengeluarannya dalam menjalankan roda bisnisnya, sementara tak sedikit pula yang terpaksa harus merumahkan karyawan dan menghentikan operasinya. Tidak diterapkannya prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik menjadi salah satu alasan yang paling mengemuka saat itu. Sejak itulah, konsep GCG sebagai bagian dari langkah pembenahan pengelolaan korporasi oleh banyak pihak mulai lebih dikenal dan diterapkan (Surya, Indra, & Yustiavandana, 2006).

Belajar dari pengalaman tersebut, implementasi dari GCG merupakan satu hal yang tidak dapat dihindarkan lagi dan menjadi satu prasyarat penting bagi kelangsungan dunia usaha dan perekonomian.

2.2.4 Perkembangan Industri Pasar Modal

Melalui industri pasar modal terbentuk *public listed company* yang memberikan peluang bagi investor kecil atau masyarakat mempunyai peluang untuk memiliki saham suatu perusahaan terbuka. Bagi negara berkembang seperti Indonesia, kehadiran perusahaan terbuka sangat berarti, karena perusahaan terbuka memiliki gabungan kekuatan finansial berbagai investor, sehingga mempunyai dana untuk membangun sarana dan prasarana. Akan tetapi, ternyata industri pasar modal juga memunculkan banyak persoalan. Pasar modal mengubah nilai ekonomi suatu perusahaan menjadi nilai pasar (dari saham) suatu perusahaan. Dengan menggunakan metode tertentu, nilai pasar (dari saham) suatu perusahaan terbuka dapat dicitrakan jauh diatas atau sebaliknya jauh terjerumus di bawah nilai ekonomi yang sesungguhnya (*overstated*). Hal ini melahirkan tuntutan bagi para investor agar perusahaan dapat dikelola dengan sebaik-baiknya sehingga kesejahteraan para *stakeholders* terlindungi sebagaimana mestinya (Sutojo, 2005).

Menurut Daniri (2008) penerapan *Good Corporate Governance* diharapkan dapat mencegah berbagai bentuk *overstated*, ketidak jujuran dalam bentuk *financial disclosure* dalam bentuk yang merugikan para *stakeholders*, misalnya karena harapan yang jauh melampaui kinerja perusahaan yang sesungguhnya akibat laporan keuangan yang tidak sesuai dengan kondisi yang sesungguhnya.

2.2.5 Era Perdagangan Bebas

Dengan berlakunya era perdagangan bebas untuk wilayah Asean pada tahun 2003 dan untuk seluruh negara berkembang anggota *Asia Pasific Economic Cooperation* pada tahun 2020, maka diperlukan suatu standar ataupun peraturan yang dapat menjamin dan memastikan bahwa praktek berusaha di Indonesia tidak tertinggal dan senantiasa selaras dengan praktek usaha di dunia internasional (Sutojo, 2005).

2.3 Prinsip-prinsip *Good Corporate Governance*

Setiap perusahaan harus memastikan bahwa asas GCG diterapkan pada setiap aspek bisnis dan di semua jajaran perusahaan. Asas GCG yaitu transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi serta kewajaran dan kesetaraan diperlukan untuk mencapai kesinambungan usaha (*sustainability*) perusahaan dengan memperhatikan pemangku kepentingan (*stakeholders*).

Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) yang dibentuk berdasarkan Keputusan Menko Ekuin Nomor : KEP/31/M.EKUIIN/08/1999 telah mengeluarkan Pedoman GCG yang pertama dengan merujuk kepada OECD. Pedoman tersebut memuat azas-azas dari GCG meliputi :

1) *Transparansi (Transparency)*

Hak-hak para pemegang saham, yang harus diberi informasi dengan benar dan tepat pada waktunya mengenai perusahaan, dapat ikut berperan serta dalam pengambilan keputusan mengenai perubahan-perubahan mendasar atas perusahaan, dan turut memperoleh bagian dari keuntungan perusahaan. Hal ini juga berarti keterbukaan atas perolehan informasi yang akurat dan tepat waktu atas kinerja perusahaan.

2) *Akuntabilitas (Accountability)*

Tanggung jawab manajemen melalui pengawasan yang efektif (*effective oversight*) berdasarkan *balance of power* antara manajer, pemegang saham, Dewan Komisaris, dan *auditor*. Merupakan bentuk pertanggungjawaban manajemen kepada perusahaan dan para pemegang saham.

3) *Pertanggungjawaban (Responsibility)*

Peranan pemegang saham harus diakui sebagaimana ditetapkan oleh hukum dan kerjasama yang aktif antara perusahaan serta para pemegang kepentingan dalam menciptakan keuntungan, lapangan kerja, dan perusahaan yang sehat dari aspek keuangan. Tanggung jawab perusahaan sebagai anggota dari masyarakat untuk mematuhi hukum dan bertindak sesuai dengan kebutuhan masyarakat.

4) **Independensi (*Independency*)**

Untuk melancarkan pelaksanaan asas GCG, perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.

5) **Kewajaran dan Kesetaraan (*Fairness*)**

Yaitu kepastian perlindungan atas hak seluruh pemegang saham dari penipuan (*fraud*) dan penyimpangan lainnya serta adanya pemahaman yang jelas mengenai hubungan berdasarkan kontrak diantara penyedia sumber daya perusahaan dan pelanggan (Hadi dan Endang Kartiningtyas, 2009).

2.4 Manfaat Penerapan *Good Corporate Governance*

Menurut FCGI, dengan diterapkannya prinsip-prinsip *Corporate Governance* pada perusahaan dalam jangka panjang perusahaan dapat memperoleh manfaat antara lain sebagai berikut :

- 1) Lebih mudah memperoleh modal;
- 2) Biaya modal (*cost of capital*) yang lebih rendah, yaitu sebagai dampak dari pengelolaan perusahaan yang baik tadi menyebabkan tingkat bunga atas dana atau sumber daya yang dipinjam oleh perusahaan semakin kecil seiring dengan turunnya tingkat resiko perusahaan;
- 3) Memperbaiki kinerja usaha;
- 4) Mempengaruhi harga saham;
- 5) Memperbaiki kinerja ekonomi.

Dengan demikian penerapan prinsip GCG ini adalah untuk menghasilkan kinerja perusahaan yang efektif dan efisien melalui harmonisasi manajemen perusahaan.

2.5 *Good Corporate Governance* dalam Prespektif Syariah

Dalam penyelenggaraan *Corporate Governance*, Islam memandang manusia merupakan unsur utama dalam menjalankan sistim agar dapat bekerja secara efektif pada jalur tatanan yang benar. Sehingga manusia memiliki peran tertinggi dalam mengelola dan mengarahkan pencapaian visi dan misi suatu perusahaan, baik peran sebagai pemegang saham, *creditor*, *auditor*, *regulator*, *manager*

maupun sebagai direktur. Dengan demikian peran manusia dalam Islam tidak terlepas dari perannya sebagai *khalifah* yang memiliki hubungan antara manusia dengan Sang Pencipta, hubungan antara manusia dengan manusia lain, dan hubungan antara manusia dengan makhluk lain ciptaan Tuhan secara universal. Setiap muslim harus bertanggung jawab atas setiap perbuatan yang dilakukannya dan menghormati atas segala yang Tuhan berikan seperti tercantum dalam Al Quran surat Al Baqarah ayat 30. Oleh karena itu pandangan Islam atas penyelenggaraan tata kelola perusahaan adalah bahwa direktur beserta jajaran manajemennya dalam suatu perusahaan, termasuk *auditor* harus menunjukkan peran dan tanggung jawab masing-masing secara profesional dengan berorientasi tujuan pada kepuasan pemegang saham dan Allah SWT (Munid, 2007; Hasan, 2005).

Dengan demikian perbedaan dalam penyelenggaraan GCG antara GCG syariah dan GCG konvensional terletak pada *syariah compliance* yaitu kepatuhan pada syariah. Menurut Choudhury dan Hoque (2004:p59) dalam Hasan (2009), konsep GCG dalam perspektif Islam tidak banyak berbeda dengan konsep GCG konvensional yang mendefinisikan bahwa konsep GCG merujuk pada sistem arahan dan kontrol suatu perusahaan dengan tujuan untuk mencapai objektif perusahaan dengan tetap melindungi hak dan kepentingan *stakeholders*. Namun, konsep GCG dalam pandangan Islam memiliki perbedaan dan keistimewaan utama yaitu menyangkut suatu keputusan yang berdampak luas dengan mendasarkan pemikiran kepada keesaan Tuhan.

Ethical Conduct merupakan syarat mendasar yang harus dipenuhi dalam *Corporate Governance* berdasarkan syariah, ketika seseorang akan melakukan aktifitas bisnis. Praktik bisnis dalam ajaran Islam secara otomatis bersifat halal karena harus sesuai dengan ajaran agama Islam itu sendiri. Berbagai praktek bisnis yang dilarang bersifat *gharar*, *maysir*, *khamr*, *riba*. Pelarangan terhadap aktifitas bisnis tertentu dalam Islam menjadi persyaratan yang saat ini dikenal dengan kriteria kualitatif sebagai *negative screening*.

Menurut Munid (2007) dalam Konferensi Keuangan Islam Internasional ke 5 mengemukakan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* berdasarkan perspektif Syariah meliputi :

1) Akuntabilitas (*Accountability*)

Dalam memenuhi persyaratan akuntabilitas, setiap muslim percaya bahwa setiap tingkah laku perbuatannya di dunia akan dilihat dan dicatat Allah SWT, yang akan dimintai pertanggungjawabannya kelak. Oleh karena itu setiap langkah seorang muslim perlu diselaraskan dengan keinginan Allah SWT dan mendapatkan ridho Allah SWT, setiap kegiatan harus sesuai dengan ajaran agama Islam dan tercermin pada tingkah lakunya. Nabi Muhammad SAW bersabda : *"Setiap orang adalah wali dan setiap wali bertanggung jawab atas segala sesuatu yang diberikan kepadanya"*.

2) Transparansi (*Transparancy*)

Konsep Tranparansi difirmankan Allah SWT dalam Al Quran pada surat Al Baqarah ayat 282 :

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ
وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ.....

QS 2:282. *Hai orang-orang yang beriman, apabila kamu bermu'amalah⁽¹⁷⁹⁾ tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. dan hendaklah seorang penulis di antara kamu menuliskannya dengan benar.....*

⁽¹⁷⁹⁾ Bermuamalah ialah seperti berjualbeli, hutang piutang, atau sewa menyewa dan sebagainya.

Dengan demikian berdasarkan ayat Al Qur'an tersebut diatas setiap perusahaan memiliki memiliki tanggung jawab yang luas kepada seluruh *stakeholder*. Perusahaan tidak hanya mengelola urusan yang bernilai uang semata, tetapi juga memiliki tanggung jawab sosial kepada umat manusia. Sistem Islam menekankan manajemen yang memiliki integritas dan kejujuran. Nabi bersabda : *"Kalau dia tidak berusaha dengan tekun untuk meningkatkan kesejahteraan mereka, ia tidak akan masuk surga bersama mereka"* (HR Bukhari).

Menurut Hanifa (2002) dalam Munid (2007) pada implementasi Transpansi dalam konsep GCG, setiap perusahaan harus terbuka memberikan

informasi yang berkenaan dengan pengambilan kebijakan, menjalankan aktifitas perusahaan, berkontribusi pada komunitas sosial, turut menjalankan usaha-usaha perlindungan sumber daya alam dan lingkungan.

3) **Responsibilitas (*Responsibility*)**

Menjalankan kebajikan sangat dijunjung tinggi dalam Islam, sehingga setiap individu dalam organisasi diwajibkan menjalankan *ethical conduct*, dalam menjalankan aktifitas bisnisnya. Dalam pengelolaan perusahaan, setiap individu diwajibkan untuk mempunyai rasa memiliki tata kelola perusahaan (*stewardship sense*) yang akan mengarahkan pada segala hal dalam penggunaan harta perusahaan yang dipercayakan kepadanya, guna memberikan hasil yang terbaik. Seorang pemimpin harus berlaku adil dalam pengelolaan harta dimana akan dilihat seberapa baik kekayaan yang dikelola olehnya dengan menggunakan prinsip Islam, dan bukan oleh seberapa besar kekayaan itu tumbuh. Dengan demikian responsibilitas didasari oleh sikap dapat dipercaya, yang difirmankan Allah SWT dalam surat berikut :

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا لَا تَخُوْنُوْا اللّٰهَ وَرَسُوْلَهٗ وَتَخُوْنُوْا اٰمٰنٰتِكُمْ وَاَنْتُمْ تَعْلَمُوْنَ



"Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu mengkhianati Allah dan Rasul (Muhammad) dan (juga) janganlah kamu mengkhianati amanat-amanat yang dipercayakan kepadamu, sedang kamu mengetahui" (Surat Al Anfaal ayat 27).

Hal tersebut ditekankan pula oleh Nabi Muhammad SAW yang bersabda :

- *"Pengusaha yang benar akan dibangkitkan pada hari kiamat"*
- *"Seorang pedagang yang jujur akan dibangkitkan pada hari kiamat bersama-sama dengan orang yang benar dan para syuhada"* (HR At-Tarmidzi).

4) **Kewajaran dan Kesetaraan (*Fairness*)**

Ajaran Islam menanamkan pengambilan keputusan secara bersama (musyawarah), sikap toleransi, kebebasan berpolitik, dan turut memecahkan

permasalahan dalam segala urusan. Allah SWT menjelaskan hal tersebut dalam firmanNYA yang berarti :

"Maka disebabkan rahmat dari Allah-lah kamu berlaku lemah lembut terhadap mereka. Sekiranya kamu bersikap keras lagi berhati kasar, tentulah mereka menjauhkan diri dari sekelilingmu, karena itu ma'afkanlah mereka, mohonkanlah ampun bagi mereka, dan bermusyawaratlah dengan mereka dalam urusan itu^[246], kemudian apabila kamu telah membulatkan tekad, maka bertawakkallah kepada Allah. Sesungguhnya Allah menyukai orang-orang yang bertawakkal kepadaNYA" (Surat Ali Imran ayat 159).

^[246] Maksudnya: urusan peperangan dan hal-hal duniawiyah lainnya, seperti urusan politik, ekonomi, kemasyarakatan dan lain-lainnya.

Selain itu dalam berniaga di dalam Al Quran dengan jelas disebutkan bahwa perdagangan atau perniagaan merupakan jalan yang diperintahkan oleh Allah SWT untuk menghindarkan manusia dari jalan yang bathil dalam pertukaran sesuatu yang menjadi milik di antara sesama manusia. Rujukan yang melandasi seperti yang tercantum dalam Surat An-Nisa' ayat 29 yaitu :

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ
تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ﴿٢٩﴾

"Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil, kecuali dengan jalan perniagaan yang Berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. dan janganlah kamu membunuh dirimu; Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu".

Lafal *أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ* ditafsirkan mencakup dua pengertian, yaitu memakan harta sendiri dan memakan harta orang lain. Dengan demikian larangan memakan harta dengan bathil mencakup dua bentuk, yaitu memakan harta sendiri dan memakan harta orang lain. Memakan harta sendiri dengan cara bathil misalnya menggunakannya untuk kepentingan maksiat, membelanjakan secara *israf* (*mubazzir*). Sedangkan memakan harta orang lain dengan bathil, adalah memakan harta hasil riba, judi, kecurangan dan kezaliman, juga termasuk

memakan harta dari hasil perdagangan barang dan jasa yang haram, misalnya khamar, babi, bangkai, pelacuran (*mahr al-baghi*), tukang tenung, paranormal, dukun (*hilwan al-Kahin*) dan sebagainya. Semua ini adalah perdagangan yang rusak (*fasid*) yang dilarang dalam Islam (Agustianto, 2008).

Di dalam surat An Nisa ayat 29 tersebut juga maksud lafal *عن تراض* *منكم*, ialah masing-masing pihak rela dan suka dengan suatu transaksi bisnis yang mereka lakukan. Selanjutnya, kata '*an-taradhin* direalisasikan dalam bentuk *ijab* dan *qabul*, yaitu kata-kata penerimaan dan pembelian dari penjual dan pembeli (Agustianto, 2008).

Dengan demikian syariah Islam telah memberi arahan untuk menjalankan konsep *Good Corporate Governance* akan transparansi, akuntabilitas dan responsibilitas. Menurut Endri (2008), ajaran Islam sangat intens mengajarkan diterapkannya prinsip '*adalah* (keadilan), *tawazun* (keseimbangan), *mas'uliyah* (akuntabilitas), *akhlaq* (moral), *shiddiq* (kejujuran), *amanah* (pemenuhan kepercayaan), *fathanah* (kecerdasan), *tabligh* (transparansi, keterbukaan), *hurriyah* (independensi dan kebebasan yang bertanggung jawab), *ihsan* (profesional), *wasathan* (kewajaran), *ghirah* (militansi syariah), *idarah* (pengelolaan), *khilafah* (kepemimpinan), *aqidah* (keimanan), *ijabiyah* (berfikir positif), *raqabah* (pengawasan), *qira'ah* dan *ishlah* (organisasi yang terus belajar dan selalu melakukan perbaikan).

Uraian di atas dapat dipastikan bahwa Islam jauh mendahului kelahiran *Good Corporate Governance* yang menjadi acuan bagi tata kelola perusahaan yang baik di dunia. Prinsip-prinsip itu diharapkan dapat menjaga pengelolaan perusahaan secara profesional dan menjaga interaksi ekonomi, bisnis dan sosial berjalan sesuai dengan aturan permainan dan *best practice* yang berlaku.

Ethical Screening merupakan kriteria yang dipergunakan untuk membedakan antara perusahaan yang berlandaskan kriteria tertentu dengan perusahaan biasa. Kriteria tersebut didasarkan pada beberapa faktor, seperti ajaran agama, produk perusahaan, hubungan dengan lingkungan, aktifitas politik maupun hal-hal yang dikaitkan dengan kepentingan masyarakat secara umum. Kriteria syariah memberikan informasi kepada investor tertentu atau yang loyal

kepada ekonomi Islam bahwa saham-saham yang *listing* merupakan saham yang berlabel halal. Atribut halal tersebut dapat memberikan rasa tenang karena sesuai dengan ajaran agama bagi investor loyalis. *Listing* yang dilakukan oleh Jakarta Islamic Index (JII) merupakan pasar tersendiri dengan berbagai keunggulan yang ditawarkan. Saham-saham di Jakarta Islamic Index (JII) di satu sisi merupakan saham yang diperdagangkan sebagaimana saham biasa, tetapi di lain pihak saham tersebut merupakan "*ethical investment*" karena telah memenuhi beberapa kriteria ekonomi Islam.

Ethical investment diartikan telah memenuhi beberapa kriteria baik prinsip ekonomi Islam maupun kriteria saham biasa seperti syarat transaksi. *Ethical investment* dapat juga dihubungkan dengan teori *Corporate Governance*, karena perusahaan-perusahaan yang *listing* merupakan perusahaan dengan *Corporate Governance* yang lebih baik dibanding lainnya. Kriteria ini tentunya merupakan kriteria universal yang berlaku pada saham biasa maupun saham JII. Kriteria-kriteria yang dipersyaratkan oleh *ethical investment* merupakan filter bagi perusahaan-perusahaan sebelum dikelompokkan pada perusahaan *ethical investment*. Kriteria tersebut merupakan pandangan pihak eksternal atau masyarakat umum yang telah kritis dan memperhatikan peran perusahaan tersebut (Hanafi, 2008).

Kriteria yang menjadi persyaratan *ethical investment* di Indonesia berdasarkan arahan Fatwa Dewan Syariah Nasional No 20/DSN-MUI/TV/2001, NOMOR: 40/DSN-MUI/X/2003, dan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, tanggal 23 November 2006, serta Peraturan Bapepam-LK Nomor II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah, tanggal 31 Agustus 2007. Berdasarkan fatwa tersebut jenis kegiatan utama suatu badan usaha yang dinilai memenuhi syariah Islam adalah:

1) Emiten

Persyaratan meliputi a) usaha emiten bukan usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang, b) emiten bukan merupakan lembaga keuangan ribawi termasuk bank dan asuransi konvensional, c) emiten bukan termasuk usaha yang memproduksi, mendistribusikan serta memperdagangkan makanan dan minuman yang

haram, d) emiten bukan termasuk usaha yang memproduksi, mendistribusikan dan atau menyediakan barang-barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

2) Indeks

Kapitalisasi pasar Jakarta Islamic Index menggunakan kapitalisasi pasar harian rata-rata selama satu tahun, selain itu perdagangan pasar di bursa, Jakarta Islamic Index menggunakan rata-rata harian perdagangan regular saham di bursa selama satu tahun. Evaluasi terhadap komponen indeks tersebut diadakan setiap enam bulan sekali.

3) Persyaratan masuk Indeks Jakarta Islamic Index

- a) Emiten tercatat di Jakarta Islamic Index selama 3 bulan berturut-turut, kecuali yang termasuk 10 besar kapitalisasi.
- b) Saham dipilih dengan jumlah kapitalisasi tertinggi sejumlah 60 saham.
- c) Saham dipilih dengan nilai transaksi rata-rata tertinggi harian sejumlah 30 saham.
- d) Memilih saham berdasar laporan keuangan tahunan tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut : i) Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%), ii) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

2.6 Corporate Governance Perception Index

The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) yang didirikan pada tanggal 2 Juni 2000 adalah sebuah lembaga independen yang melakukan kegiatan diseminasi dan pengembangan *Good Corporate Governance* (GCG) di Indonesia. Kegiatan utama yang dilakukan adalah melaksanakan riset penerapan GCG, yang hasilnya berupa *Corporate Governance Perception Index* (CGPI).

CGPI adalah riset dan pemeringkatan penerapan GCG di perusahaan publik yang tercatat di BEI. Pelaksanaan CGPI dilandasi oleh pemikiran tentang pentingnya mengetahui sejauh mana perusahaan-perusahaan publik telah

menerapkan GCG. Indikator keberhasilan riset dalam pemeringkatan penerapan GCG ini bersifat kualitatif dan kuantitatif. Untuk pertama kalinya IICG melakukan riset pada Juli 2000 sampai Juni 2001 terhadap perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, yang dilakukan melalui tiga pendekatan. Pertama, kepemilikan saham (sebagai pemegang saham minoritas dengan cara membeli saham 52 perusahaan). Kedua, wawancara dengan wakil perseroan (sekretaris korporat atau investor relations). Ketiga, analisis informasi publik, laporan keuangan, situs korporat, sampai berita di media massa. Dengan metode itu ternyata, terhadap 22 emiten dapat dilakukan seluruh pendekatan, sementara 30 emiten lainnya, hanya berdasarkan informasi publik yang terkadang amat minim. Untuk melahirkan indeks penerapan GCG, IICG menyiapkan kuesioner dengan mengemukakan 40 pertanyaan yang dibagi dalam 7 kriteria utama. Bobot prosentase setiap kriteria dan jumlah pertanyaan disajikan pada tabel 2.1.

Tabel 2.1 Aspek Penilaian CGPI 2001

No	Aspek Penilaian	Bobot	Jumlah Pertanyaan
1	Komitmen perusahaan terhadap GCG	10	3
2	Pelaksanaan RUPS dan perlakuan terhadap pemegang saham minoritas	15	6
3	Dewan Komisaris	25	20
4	Direksi	15	7
5	Hubungan dengan Stakeholders	15	8
6	Transparansi	15	7
7	Tanggapan terhadap riset	5	2
	Jumlah	100	50

Sumber : Data IICG 2001

Berdasarkan tabel tersebut, setiap pertanyaan mempunyai bobot persentase tertentu berdasarkan efektifitasnya dalam GCG. Setiap pertanyaan memiliki 4 jawaban A, B, C, D, dan bergradasi dari A yang berarti paling baik atau sesuai dengan praktek-praktek GCG atau regulasi yang ada, sampai dengan D yang berarti buruk atau tidak sesuai dengan praktek-praktek GCG atau regulasi yang ada. Untuk jawaban A diberi nilai 4, B bernilai 3, C bernilai 2, dan D bernilai 1,

sedangkan tidak ada data bernilai nol. Kemudian semua skor diurutkan dari yang terbesar hingga terkecil untuk menghasilkan indeks CGPI 2001.

Survey pada tahun 2002 yang dilakukan IICG terhadap 33 peserta perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Jakarta, menggunakan 7 variabel yaitu (1) komitmen terhadap *Corporate Governance*, (2) hak pemegang saham, (3) tata kelola dewan komisaris, (4) komite-komite fungsional, (5) dewan direksi, (6) transparansi, dan (7) hubungan dengan *stakeholders*. CGPI untuk tahun 2002 menggunakan *Corporate Governance Scorecard* (CGS) sebagai alat analisis diterapkan dengan memadukan penilaian dua pihak, yaitu penilaian *self assessment* dengan penilaian pihak eksternal. Setiap jawaban diuji lewat pengecekan, dan nilai jawaban dikalikan pembobotan, baik oleh responden maupun oleh Panel Ahli. Kemudian angka indeks CGPI 2002 adalah rata-rata antara skor dikali bobot responden dan skor dikalikan bobot Panel Ahli.

Pada tahun 2003, IICG melakukan survey terhadap 332 perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Jakarta, dan hanya 31 perusahaan yang bersedia disurvey. Pelaksanaan riset menggunakan 4 landasan pokok yaitu tanggung jawab, akuntabilitas, keadilan, dan transparansi, yang kemudian dikembangkan menjadi 7 dimensi penilaian meliputi (1) komitmen terhadap *Corporate Governance*, (2) Hak pemegang saham, (3) tata kelola dewan komisaris, (4) komite fungsional, (5) direksi, (6) transparansi dan (7) hubungan dengan *stakeholder*. Melalui kuesioner yang dijawab peserta GCG akan memberikan informasi mengenai aspek penerapan GCG. Kuesioner ini menggunakan skala 0-100 untuk mengukur persepsi penerapan GCG pada korporasi peserta CGPI 2003. Hasil CGPI 2003 merupakan gabungan atas penilaian kuantitatif dan kualitatif (Krismatono, 2004).

Survey pada tahun 2004 terhadap 335 perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Jakarta, bertemakan internalisasi GCG dalam proses bisnis, dan menggunakan 9 konstruk sebagai acuan riset meliputi : 1) komitmen terhadap tata kelola perusahaan, 2) tata kelola dewan komisaris, 3) komite-komite fungsional, 4) direksi, 5) transparansi, 6) perlakuan terhadap pemegang saham, 7) peran pihak berkepentingan lainnya, 8) integritas, dan 9) independensi. Dan ternyata dari 335 perusahaan, ternyata hanya 22 peserta yang bersedia disurvey oleh IICG. Analisis data meliputi rekapitulasi dan skoring. Penilaian pada masing-masing tahapan

dilakukan dengan mengisi blanko penilaian. Blanko penilaian diisi dengan cara memberikan skor dalam interval 1 sampai dengan 10, dan nilainya merupakan perkalian antara skor dan bobot (total bobot 100) (Suprayitno et al.,2005).

Survey pada tahun 2006 pada 474 perusahaan perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Jakarta dan BUMN, untuk mengukur CGPI 2005, bertepatan mewujudkan GCG sebagai sebuah sisim, dan ternyata hanya 26 perusahaan yang bersedia disurvey. Tahapan dan bobot penilaian dan pemeringkatan CGPI 2005 meliputi *self assessment* melalui kuesioner (20%), pemeriksaan kelengkapan dokumen (20%), penyusunan makalah oleh peserta (20%), dan tahap observasi langsung ke perusahaan peserta CGPI 2005 (40%). Penilaian dan pemeringkatan implementasi konsep GCG pada perusahaan peserta, dengan jalan memberikan skor sesuai dengan hasil pembobotan nilai berdasarkan penilaian investor.

Tabel 2.2 Kategori Pemeringkatan CGPI

SKOR	TINGKAT KEPERCAYAAN
55 - 69	CUKUP TERPERCAYA
70 - 84	TERPERCAYA
85 - 100	SANGAT TERPERCAYA

Sumber : Data IICG 2005

Pemeringkatan CGPI didesain menjadi 3 kategori berdasarkan tingkat kepercayaan yang dapat dijelaskan menurut skor penerapan konsep CG seperti tertera pada tabel 2.2. Berdasarkan selang skor untuk masing-masing kategori diatas, maka dapat ditentukan tingkat prestasi yang dicapai oleh masing-masing perusahaan. Hasil riset proses pemeringkatan CGPI 2005 diperoleh 2 perusahaan yang mencapai tingkat prestasi sangat terpercaya, 13 perusahaan yang mencapai tingkat prestasi terpercaya, 9 perusahaan yang mencapai tingkat prestasi cukup terpercaya (Suprayitno et al.,2006).

Survey pada tahun 2007 terhadap 376 perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Jakarta untuk mengukur CGPI 2006, dan ternyata hanya 25

perusahaan yang bersedia disurvei. Survey tersebut bertemakan menyempurnakan GCG sebagai sebuah sistem, dimana penilaian penerapan konsep CG di perusahaan dilihat dari sisi aspek keras (*hard aspect*) dan dari sisi aspek lunak (*soft aspect*). Aspek keras meliputi Komitmen terhadap Tata Kelola Perusahaan, serta penerapan prinsip-prinsip Transparansi, Akuntabilitas, Responsibilitas, Independensi, dan keadilan (*Fairness*). Aspek lunak meliputi Kepemimpinan (*Leadership*), Pernyataan Misi, Kompetensi (*Competency*), dan Kolaborasi Staf. Penilaian penerapan konsep CG tersebut dilakukan melalui empat tahapan, yaitu *Self-assessment*, Kelengkapan dokumen, Penyusunan makalah, dan Observasi. Pemeringkatan CGPI 2006 disusun berdasarkan kategori tingkat kepercayaan dengan selang nilai yang telah ditetapkan, yaitu terdiri dari 3 kategori : Sangat Terpercaya, Terpercaya, dan Cukup terpercaya. Hasil riset ternyata seluruh peserta CGPI 2006 yang mengikuti keseluruhan tahapan riset dan pemeringkatan CGPI 2006 ini merupakan perusahaan yang Terpercaya (Suprayitno et al.,2007).

Survey pada tahun 2008 pada perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Jakarta, bertemakan aktualisasi GCG sebagai sebuah sistem. Pada survey tersebut jumlah perusahaan yang memenuhi seluruh tahapan penilaian berjumlah 21 perusahaan. Pada setiap proses tahapan mencakup 10 hal yaitu : (1) komitmen, (2) transparansi, (3) kompetensi, (4) akuntabilitas, (5) misi, (6) respon-sibilitas, (7) kepemimpinan, (8) independensi, (9) kolaborasi staf, (10) keadilan. Dari proses pemeringkatan CGPI 2007 diperoleh 2 perusahaan yang mencapai tingkat prestasi sangat terpercaya, 14 perusahaan yang mencapai tingkat prestasi terpercaya, 5 perusahaan yang mencapai tingkat prestasi cukup terpercaya (Suprayitno et al.,2008).

2.7 Kinerja Perusahaan

Pengertian kinerja adalah suatu kondisi hasil proses pencapaian pelaksanaan suatu kegiatan atau program atau kebijakan dalam mewujudkan sasaran, tujuan, misi dan visi suatu perusahaan atau organisasi. Dalam hubungannya dengan kinerja suatu perusahaan dapat dilihat dari laporan keuangan yang sering dijadikan dasar untuk penilaian kinerja perusahaan.

Kinerja perusahaan dapat dinilai melalui berbagai macam indikator atau variabel untuk mengukur keberhasilan perusahaan. Pada umumnya berfokus pada informasi kinerja yang berasal dari laporan keuangan. Laporan keuangan tersebut bermanfaat untuk membantu investor, kreditor, calon investor dan para pengguna lainnya dalam rangka membuat keputusan investasi, keputusan kredit, analisis saham serta menentukan prospek suatu perusahaan di masa yang akan datang. Kinerja perusahaan pada penelitian ini meliputi kinerja keuangan perusahaan yang salah satunya dicerminkan dengan tingkat kesehatan/kesulitan keuangan (*financial distress*) suatu perusahaan, dan kinerja operasional perusahaan. Sementara bagi investor dan calon investor menilai kinerja suatu perusahaan melalui kinerja pasar perusahaan.

2.8 Tingkat Kesehatan Perusahaan

Salah satu model yang dikenal untuk analisis prediksi tingkat kesehatan/kesulitan keuangan (*financial distress*) perusahaan adalah model *Altman Z-score*, metode yang dikembangkan oleh Edward I Altman, dimana menggunakan teknik *multiple discriminant analysis*, dan menghasilkan model dengan 5 (lima) kelompok rasio keuangan. Adapun rasio-rasio keuangan yang digunakan Altman (1968) adalah *Working Capital/Total Assets*, *Retained Earnings/Total Assets*, *Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets*, *Market Value of Equity/Book Value of Total Liabilities*, *Sales/Total Sales* (Altman, p589-610, 1968).

Dalam mengukur kesehatan perusahaan untuk perusahaan publik dan manufaktur, Altman mengembangkan fungsi diskriman yang juga disebut *Altman Z-score* sebagai berikut :

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5 \quad (2.1)$$

Dengan keterangan sebagai berikut:

- Z = *overall index* atau indeks kesehatan suatu perusahaan
- X_1 = Modal kerja/Total Aktiva atau *Working Capital/Total Assets*
- X_2 = Laba ditahan/Total Aktiva atau *Retained Earnings/Total Assets*
- X_3 = Laba sebelum bunga dan pajak/Total Aktiva atau *Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets*

X_4 = Ekuitas pemegang saham/Total Kewajiban atau *Market Value of Equity/Book Value of Total Liabilities*

X_5 = Penjualan/total aktiva atau *Sales/Total Sales*

Dapat dilihat, bahwa X_1 , X_2 , X_3 , X_4 , dan X_5 masing-masing mencerminkan (1) likuiditas, (2) usia perusahaan dan profitabilitas kumulatif, (3) profitabilitas, (4) struktur keuangan, dan (5) rasio perputaran modal. Jika *Z score* lebih kecil dari 1.81, berarti peluang besar perusahaan akan mengalami kondisi kepailitan dalam waktu satu tahun, apabila tidak ada langkah perbaikan yang berarti (*Distress Zone*). Jika *Z score* kurang dari 2.675 menunjukkan bahwa sebuah perusahaan memiliki kesempatan untuk menjadi bangkrut dalam waktu dua tahun, apabila tidak ada langkah perbaikan yang berarti. Atau, jika *Z score* antara 1.81 sampai dengan 2.99, berarti perusahaan dalam kondisi meragukan (*Grey Zone*). Jika *Z score* lebih besar dari 2.99 berarti kecil kemungkinan perusahaan akan mengalami kondisi kepailitan atau perusahaan dalam kondisi sehat (*Safe Zone*) (Altman, 2009). Tingkat ketepatan metode *Z score* untuk memprediksi kepailitan adalah 70% untuk dua tahun dan 95% untuk satu tahun sebelum perusahaan mengalami kepailitan.

2.9 Return on Equity

Return on Equity (ROE) merupakan ukuran seberapa baik perusahaan mendapatkan laba yang dapat digunakan untuk diinvestasikan kembali sehingga menghasilkan pendapatan tambahan. Digunakan sebagai indikasi umum dari efisiensi perusahaan, dalam kata lain, mengukur efisiensi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari setiap unit ekuitas (juga dikenal sebagai aktiva atau aktiva bersih dikurangi kewajiban).

ROE dihitung dengan formula :

$$ROE = \frac{\text{Net Income After Tax}}{\text{Shareholder Equity}} \quad (2.2)$$

Tetapi tidak semua perusahaan yang memiliki ROE tinggi berarti memiliki investasi yang baik. Beberapa industri memiliki ROE yang tinggi karena perusahaan-perusahaan tersebut tidak memerlukan aset, seperti perusahaan

konsultan. Industri lain memerlukan sejumlah asset/infrastruktur yang besar sebelum mereka menghasilkan keuntungan sepeserpun, seperti perusahaan penyuling minyak. Sehingga kita tidak dapat menyimpulkan bahwa berinvestasi di perusahaan konsultan lebih baik daripada di perusahaan penyulingan minyak hanya karena ROE perusahaan konsultan lebih tinggi. Dengan demikian ROE paling baik digunakan untuk membandingkan perusahaan-perusahaan dalam industri yang sama (Damodaran, 2002).

2.10 Rasio *Price to Book Value*

Hubungan antara harga saham dan nilai buku selalu menarik perhatian investor. Untuk menjual saham di bawah nilai buku ekuitas pada umumnya memiliki nilai portofolio *undervalued*, sementara investor yang menjual lebih dari nilai buku memiliki nilai portofolio *overvalued*. Beberapa alasan investor menggunakan *Price To Book Value* (PBV) dalam analisa investasi adalah karena PBV memiliki beberapa keunggulan yaitu (Damodaran, 2002) :

- 1) Nilai buku memberikan nilai yang relatif stabil dan dapat dibandingkan dengan harga pasar.
- 2) Jika perusahaan-perusahaan menggunakan standar akuntansi yang sama, PBV rasio dapat diperbandingkan antar perusahaan-perusahaan sebagai petunjuk adanya *undervalued* atau *overvalued*.
- 3) Perusahaan dengan *negative earning* tidak dapat dinilai dengan PER (*Price Earning Ratio*) tetapi dapat dinilai dengan PBV rasio.

PBV dapat dihubungkan ke dalam beberapa faktor fundamental yang sama untuk menentukan penilaian dalam *Discounted Cash Flow model*, yaitu laju pertumbuhan yang diharapkan (*expected growth rate*), *dividend payout ratio*, *return on equity* (ROE) dan resiko.

Menurut Damodaran (2002), berdasarkan fundamental perusahaan, analisa PBV dapat dibagi dua, yaitu PBV untuk pertumbuhan yang stabil, dan PBV untuk pertumbuhan dua tahap (*two stage*) (Damodaran, 2002). Yang dimaksud dengan perusahaan stabil adalah perusahaan dengan tingkat pertumbuhan sama atau lebih rendah dari laju pertumbuhan ekonomi dimana perusahaan tersebut beroperasi.

Laju pertumbuhan perusahaan (g_n) diasumsikan konstan selamanya. Nilai *equity* untuk perusahaan yang stabil didapat dengan menggunakan *Gordon growth model* yang kemudian diturunkan persamaan PBV sebagai berikut :

$$\frac{F_0}{BV_0} = PBV = ROE \times \frac{(Payout Ratio) \times (1 + g_n)}{r - g_n} \quad (2.3)$$

Dengan demikian dapat dikatakan bahwa PBV rasio adalah fungsi positif dari ROE, *payout ratio*, dan laju pertumbuhan, serta merupakan fungsi negatif dari resiko perusahaan.

Pada pendekatan untuk pertumbuhan perusahaan dua tahap ini mengasumsikan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai dua tahap, yaitu tahap pertumbuhan awal yang tinggi selama n tahun pertama dan diikuti dengan tahap pertumbuhan yang konstan. Karena laju pertumbuhan diasumsikan konstan setelah tahap pertumbuhan tinggi, maka persamaan PBV dapat ditulis sebagai berikut :

$$PBV = ROE \times \frac{(Payout Ratio) (1+g) \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \right]}{r-g} + \frac{(Payout Ratio_n) \times (1-g)^n (1+g_n)}{(r_n - g_n) (1+r)^n} \quad (2.4)$$

Menurut Damodaran (2002), dapat dikatakan bahwa rasio PBV ditentukan oleh :

- 1) Fungsi positif terhadap *Return on Equity* (ROE). ROE adalah *earning* per saham dibagi dengan nilai buku per saham. Sehingga rasio PBV akan meningkat dengan meningkatnya ROE.
- 2) Fungsi positif terhadap *payout ratio* selama periode laju pertumbuhan tinggi (n tahun pertama) dan periode stabil (setelah n tahun pertama). Rasio PBV akan meningkat dengan meningkatnya *payout ratio*.
- 3) Fungsi negatif terhadap resiko perusahaan (melalui *discount rate* r). Rasio PBV akan menjadi lebih rendah dengan meningkatnya resiko perusahaan.
- 4) Fungsi positif terhadap laju pertumbuhan pendapatan (*growth rate in earnings*) pada kedua periode. Rasio PBV meningkat seiring meningkatnya laju pertumbuhan pada kedua periode, walaupun peningkatannya juga tergantung pada ROE.

Meningkatnya laju pertumbuhan yang diikuti kenaikan ROE akan meningkatkan rasio PBV. Sebaliknya peningkatan laju pertumbuhan yang diikuti dengan penurunan ROE akan menurunkan rasio PBV.

2.11 Debt to Equity Ratio

Debt to Equity ratio merupakan suatu ukuran untuk mengetahui tingkat pengembangan nilai keuangan (*financial leverage*) suatu perusahaan melalui indikasi berapa proporsi ekuitas dan hutang perusahaan yang digunakan untuk membiayai asetnya yang diformulasikan sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Shareholder Equity}} \quad (2.5)$$

Selain Total kewajiban (*Total Liabilities*), kadang-kadang dipergunakan hanya bunga (*interest bearing*), hutang jangka panjang yang dipakai dalam perhitungan dengan formula diatas.

Rasio hutang/ekuitas yang tinggi pada umumnya mencerminkan bahwa perusahaan telah tumbuh secara agresif melalui pembiayaan dengan hutang. Pertambahan beban bunga tersebut, dapat mengakibatkan perolehan pendapatan yang bersifat labil (*volatile earning*). Perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam kelompok JII harus memiliki total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%).

2.12 Beta (β)

Beta merupakan pengukur risiko sistematis (*systematic risk*) dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar. Jika beta dari sekuritas atau portofolio bernilai 1, maka fluktuasi *return* sekuritas atau portofolio secara statistik mengikuti fluktuasi dari *return* pasar. Artinya setiap perubahan 10% naik atau turun pada *return* pasar, maka rata-rata *return* sekuritas berubah naik atau turun sebesar 10% (Emery, 2008, p 144). Suatu saham dikatakan kurang berisiko jika mempunyai beta lebih kecil dari satu, misalnya jika suatu saham memiliki beta 0.5, maka setiap perubahan naik atau turun 10% pada *return* pasar,

akan menyebabkan perubahan naik atau turun sebesar 5% pada saham perusahaan tersebut. Sebaliknya, suatu saham dikatakan lebih berisiko jika mempunyai beta saham lebih dari satu, artinya jika suatu saham memiliki beta 1.5, maka setiap perubahan naik atau turun 10% pada *return* pasar, akan menyebabkan perubahan naik atau turun sebesar 15% pada saham perusahaan tersebut.

Beta suatu sekuritas dapat dihitung dengan teknik estimasi dengan menggunakan data historis. Beta yang dihitung berdasarkan data historis ini selanjutnya dapat digunakan untuk mengestimasi Beta masa datang (Damodaran, 2002, p 59). Beta historis dapat dihitung dengan menggunakan data historis berupa data pasar (*return* sekuritas dan *return* pasar), dan disebut dengan Beta pasar. Beta pasar dapat diestimasi dengan mengumpulkan nilai-nilai historis *return* dari sekuritas dan *return* dari pasar selama periode tertentu. Dengan asumsi bahwa hubungan antara *return* sekuritas dan *return* pasar adalah linier, maka Beta dapat diestimasi dengan teknik regresi.

2.13 Suku Bunga

Bunga atau *interest* adalah sejumlah uang yang dibayarkan oleh peminjam kepada pemberi pinjaman sehingga pemberi pinjaman harus diberi balas jasa atas hilangnya kesempatan konsumsi saat ini. Tingkat bunga sebagai persentase dari jumlah yang dipinjamkan, dimana semakin besar tingkat bunga, dan hal lainnya diasumsikan konstan, maka semakin besar pula imbalan atas pemberian pinjaman uang tersebut (Eachern, 2000).

Biasanya, besarnya tingkat suku bunga dijadikan ukuran atau patokan (*benchmark*) untuk perbandingan bila diinvestasikan di instrumen yang lain. Di pasar saham, besarnya tingkat suku bunga ini seringkali menjadi bahan pertimbangan untuk membeli atau menjual. Jika suku bunga naik, investor cenderung melepas portofolio sahamnya dan mengalihkannya ke instrumen *fixed income*, SBI atau deposito karena memberikan tingkat bunga tinggi. Dari sini bisa dilihat bahwa tingkat suku bunga berbanding terbalik dengan harga saham atau tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap bursa saham.

Drakos (2003) meneliti risiko tingkat suku bunga terhadap tingkat pengembalian saham dalam jangka panjang. Penelitiannya menyimpulkan bahwa risiko tingkat suku bunga dalam jangka panjang berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham.

2.14 Nilai Tukar Uang

Nilai tukar mata uang (kurs) memainkan peranan sentral dalam hubungan perdagangan internasional, karena kurs memungkinkan dapat membandingkan harga-harga barang dan jasa yang dihasilkan oleh suatu negara. Nilai tukar mata uang (kurs) adalah harga tukar dari satu mata uang ke mata uang lainnya (Madura, 2006). Untuk penelitian ini yang dimaksud dengan nilai tukar mata uang (kurs) adalah nilai tukar rupiah terhadap US dolar. Nilai kurs ini tidak selalu tetap tetapi berfluktuasi sesuai dengan permintaan dan penawaran.

Mahmood dan Dinniah (2007) melakukan penelitian mengenai nilai kurs dan tingkat pengembalian saham selama masa krisis di Asia tahun 1997. Hasilnya memberikan kesimpulan bahwa nilai kurs mempengaruhi tingkat pengembalian saham. Istiqlal (2004, p 62) melakukan penelitian mengenai nilai kurs dan tingkat pengembalian saham, menggunakan data Bursa Efek Jakarta, untuk periode tahun 2000 sampai 2002. Hasilnya memberikan kesimpulan bahwa nilai kurs mempunyai hubungan negatif dengan tingkat pengembalian saham. Hal ini menunjukkan apabila perubahan kurs meningkat, maka menyebabkan berkurangnya imbal hasil saham perusahaan keuangan.

2.15 Penelitian-Penelitian yang Berkaitan dengan *Corporate Governance*

Terdapat sejumlah penelitian-penelitian yang berkaitan dengan topik *Corporate Governance*, kinerja perusahaan, dan pengaruh *Corporate Governance* terhadap kinerja perusahaan, diantaranya, sebagai berikut :

- 1) Penelitian yang dilakukan Melzatia (2005) dari Universitas Indonesia dalam tesisnya yang berjudul "*Analisis Pengaruh Implementasi Good Corporate Governance Terhadap Return dan Volatilitas Saham*". Melzatia melakukan penelitian pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa

Efek Jakarta pada tahun 2001-2003. Perusahaan-perusahaan diseleksi sesuai kriteria telah mengimplementasikan *Good Corporate Governance* atau belum pada periode penelitian tersebut, yakni telah memenuhi ketentuan tentang pengangkatan komisaris independen dan komite audit. Sampel penelitian yang diperoleh per periode penelitian adalah untuk tahun 2001 sebanyak 4 perusahaan manufaktur. Untuk tahun 2002 dan tahun 2003 masing-masing sebanyak 70 perusahaan dan 80 perusahaan. Penelitian dilakukan dengan menggunakan metode studi peristiwa (*event study*) dengan tujuan mengukur dan mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa ekonomi yang dipublikasikan. Selain itu penelitian ini juga menggunakan metode regresi, untuk mendapatkan *beta portfolio*. Dengan mempergunakan data saham harian *portfolio* dan pasar, diperoleh hasil penelitian menunjukkan bahwa pengujian *abnormal return* untuk masing-masing periode penelitian disimpulkan bahwa investor ternyata tidak merespon pengimplementasian *Good Corporate Governance* pada perusahaan. Hasil penelitian juga ternyata belum ada pengaruhnya terhadap volatilitas sahamnya. Pada penelitian tersebut Melzatia (2005) menyarankan untuk melanjutkan penelitian dengan tidak terbatas pada perusahaan manufaktur saja, dengan periode penelitian yang lebih lama. Pada penelitian tersebut tidak memasukkan faktor-faktor lain yang mempengaruhi harga saham seperti pengaruh pasar, ekonomi makro, dan faktor-faktor eksternal, serta internal lainnya tidak ikut diuji.

- 2) Farhani (2006) dari Universitas Indonesia melakukan penelitian mengenai pengaruh penerapan *Good Corporate Governance* terhadap kinerja pasar perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan periode pengamatan tahun 2000-2004. Pada penelitian tersebut diamati mengenai hubungan rasio *Price to Book Value* sebagai representasi kinerja pasar perusahaan dan *Corporate Governance Score* sebagai representasi dari *Corporate Governance*. Praktek *Corporate Governance* diukur dengan menggunakan pengukuran *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* yang dikembangkan oleh IICG. Variabel independen lainnya yang digunakan adalah ROE, *Earning growth*, dan Beta. Dalam penelitian ini Farhani menggunakan *multiple regression* sebagai metode penelitian, dan sampel yang dipakai adalah perusahaan-

perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk periode tahun 2001-2004, serta merupakan perusahaan-perusahaan yang menempati peringkat 10 besar dari hasil survei CGPI. Jumlah sample yang memenuhi kriteria sebanyak 40 perusahaan, dan dengan mempergunakan *pooled data analysis* dilakukan regresi *pooled data*. Hasil penelitian yang diperoleh menunjukkan bahwa pada pengujian regresi hanya ROE yang berpengaruh positif terhadap kinerja pasar perusahaan. Sedangkan CGPI, berpengaruh negatif terhadap PBV walaupun tidak signifikan. *Earning growth* dan Beta tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV. Pada penelitian tersebut disimpulkan bahwa penerapan *Good Corporate Governance* belum memiliki pengaruh yang signifikan dalam menentukan nilai kinerja pasar perusahaan. Keterbatasan pada penelitian tersebut adalah jumlah sampel yang relatif rendah, dimana hanya tinggal 23 data sampel perusahaan yang dipergunakan dalam penelitian, karena terdapat data *outlier*. Keterbatasan lainnya pada penelitian tersebut adalah periode pengamatan yang tidak panjang (periode tahun 2002-2004 dengan pengambilan data per tahun), serta hanya memasukkan variabel internal perusahaan.

- 3) Penelitian yang dilakukan Almilia dan Sifa dari STIE PERBANAS Surabaya (2006), menguji reaksi pasar yang dilihat dari *abnormal return* suatu pengumuman *Corporate Governance Perception Index* pada perusahaan yang masuk sepuluh besar dan yang tidak masuk sepuluh besar. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan-perusahaan yang bersedia mengikuti survey *Corporate Governance Perception Index* tahun 2001-2003 yang dilakukan oleh IICG. Perusahaan sampel dikelompokkan menjadi 2 yaitu perusahaan yang masuk dalam sepuluh besar CGPI dan Non sepuluh besar CGPI. Dari 116 perusahaan yang bersedia disurvei oleh IICG dari tahun 2001-2003 ada 13 perusahaan yang melakukan *corporate action* disekitar waktu pengumuman CGPI sehingga sampel yang diteliti tinggal 103 perusahaan. Setelah ditemukan sampel penelitian sejumlah 103 perusahaan, kemudian perusahaan tersebut diklasifikasikan lebih lanjut kedalam kelompok sepuluh besar dan non sepuluh besar. Dari klasifikasi tersebut didapat bahwa dari tahun 2001-2003 yang masuk sepuluh besar ada 24 perusahaan dan yang

tidak masuk sepuluh besar ada 79 perusahaan. Jenis data lainnya yang dikumpulkan dalam penelitian ini adalah : 1) Data tanggal publikasi CGPI tahun 2001-2003. Data ini digunakan sebagai *event date* terhadap penelitian yang akan dilakukan. 2) Data *abnormal return* saham harian yang diperoleh dari *Indonesian Security Market Directory* (ISMD). 3) Data jumlah lembar saham yang diperdagangkan dan yang beredar. 4) Data tentang pengumuman spesifik perusahaan (*corporate action*) yang dilakukan oleh perusahaan. Pada penelitian ini dilakukan tehnik analisis data dengan melakukan proses tahap-tahap : 1) Mengidentifikasi tanggal pengumuman CGPI, dimana tanggal pengumuman CGPI diidentifikasi sebagai hari ke nol ($t=0$). 2) Menentukan *event window* pengukuran reaksi pasar dari pengumuman CGPI, dimana *Event window* yang digunakan yaitu $t-3$ sampai dengan $t+6$. 3) Menghitung *Trading Volume Activity (TVA)*. Kemudian dilakukan uji hipotesis dengan menggunakan alat uji *one sample t-test*, dan uji *independent sample t-test*. Hasil dari penelitian Almilia dan Sifa diperoleh bahwa secara garis besar penelitian ini menemukan bahwa pengumuman CGPI direaksi oleh pasar yang ditandai dengan adanya *abnormal return* dan volume perdagangan saham yang signifikan disekitar tanggal pengumuman baik pada perusahaan yang masuk sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI. Ditemukan juga bahwa diantara kedua kelompok perusahaan tersebut tidak terdapat perbedaan *abnormal return* dan volume perdagangan saham pada saat pengumuman CGPI.

- 4) Setyaningrum (2005) dari Universitas Indonesia melakukan penelitian mengenai pengaruh mekanisme *Corporate Governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia. Setyaningrum melakukan penelitian pada obligasi yang dikeluarkan oleh emiten yang sahamnya tercatat di Bursa Efek yang masih beredar per 31 Desember 2002, 31 Desember 2003, dan 31 Desember 2004. Variabel dependen dalam penelitian tersebut adalah surat utang, sedangkan variabel independen merupakan proksi dari *Corporate Governance* terdiri dari struktur dan pengaruh kepemilikan, transparansi dan pengungkapan informasi keuangan, serta struktur dewan komisaris. Variabel independen lainnya adalah karakteristik perusahaan meliputi *leverage*, ROA,

Interest Coverage, Ukuran perusahaan, *Capital Intensity*, *Financial utility*. Pada penelitian tersebut terpilih sampel sebanyak 213 obligasi, dan diolah dengan mempergunakan metode *ordered logit*. Hasil penelitian yang diperoleh bahwa 1) struktur pemegang saham berpengaruh negatif terhadap surat hutang, sedangkan kepemilikan saham oleh investor intitusional berpengaruh positif terhadap surat hutang, 2) Dari kategori transparansi dan pengungkapan informasi keuangan, semua variabel menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. 3) Struktur dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan. 4) Leverage dan size menunjukkan pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan, sedangkan ROA, *Capital Intensity*, dan *Financial utility* menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan, namun *Interest Coverage* tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan.

Secara ringkas penelitian-penelitian yang berkaitan dengan topik *Corporate Governance* disajikan pada tabel berikut ini :

Tabel 2.3 Perbedaan dengan Penelitian Lainnya yang Terkait GCG

Kategori	Fokus Penelitian	Variabel	Metodologi	Hasil
Melzattia (2005)	Analisis Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> terhadap <i>Return</i> dan Volatilitas Saham	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Return</i> harian • Beta (β) Saham • <i>Abnormal Return</i> • <i>Expected Return</i> 	Studi peristiwa (<i>event study</i>)	<p>Investor ternyata tidak merespon pengimplementasian <i>Good Corporate Governance</i> pada perusahaan, pada pengujian <i>abnormal return</i> untuk masing-masing periode penelitian</p> <p>Hasil penelitian juga ternyata belum ada pengaruhnya terhadap volatilitas saham perusahaan</p>

Tabel 2.3 (sambungan)

Kategori	Fokus Penelitian	Variabel	Metodologi	Hasil
Farhani (2005)	Pengaruh Penerapan <i>Good Corporate Governance</i> terhadap Kinerja Pasar Perusahaan-Perusahaan di Indonesia	Variabel independen : <ul style="list-style-type: none"> • CGPI • ROE • <i>Earning growth</i> • Beta (β) Variabel dependen : <ul style="list-style-type: none"> • PBV 	Regresi Berganda Data Panel : metode OLS	Variabel CGPI, EGR, Beta tidak berpengaruh terhadap kinerja pasar perusahaan Hanya ROE yang berpengaruh signifikan terhadap PBV CGPI dan Beta berpengaruh negatif, meskipun tidak signifikan
Setyaningrum (2005)	Pengaruh Mekanisme <i>Corporate Governance</i> Terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia	Variabel dependen : <ul style="list-style-type: none"> • Surat utang Variabel independen : <ul style="list-style-type: none"> • Struktur dan pengaruh kepemilikan, • Transparansi dan pengungkapan informasi keuangan, • Struktur dewan komisaris • <i>Leverage</i>, • ROA, • <i>Interest Coverage</i>, • Ukuran perusahaan 	Metode <i>Ordered Logit</i> <ul style="list-style-type: none"> • Pengaruh Block Holder terhadap peringkat surat hutang • Pengujian Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan • Pengujian Pengaruh Kepemilikan Saham oleh <i>Insiders</i> terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan 	Struktur pemegang saham berpengaruh negatif terhadap surat hutang, Kepemilikan saham oleh investor institusional berpengaruh positif terhadap surat hutang, Dari kategori transparansi dan pengungkapan informasi keuangan, semua variabel menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan Struktur dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan

Tabel 2.3 (sambungan)

Kategori	Fokus Penelitian	Variabel	Metodologi	Hasil
		<ul style="list-style-type: none"> • <i>Capital Intensity</i> • <i>Financial utility</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Pengujian Pengaruh Leverage terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan 	<p><i>Leverage</i> dan size menunjukkan pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan</p> <p><i>ROA</i>, <i>Capital Intensity</i>, dan <i>Financial utility</i> menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan</p>
Almilia dan Sifa (2006)	Reaksi Pasar Publikasi <i>Corporate Governance Perception Index</i> pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Abnormal return</i> • Pertumbuhan PDB • Volume perdagangan saham harian, selama <i>event window</i> yaitu t-3 sampai dengan t+6. • <i>Corporate Governance Perception Index</i> 	<i>Event study</i> melalui uji statistik <i>abnormal return</i> dilakukan dengan menggunakan <i>one sample t-test</i> .	<p>Pengumuman CGPI pada perusahaan yang masuk sepuluh besar tersebut memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya <i>abnormal return</i> yang signifikan disekitar tanggal pengumuman.</p> <p>Ditemukan juga bahwa diantara kedua kelompok perusahaan tersebut tidak terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> dan volume perdagangan saham pada saat pengumuman CGPI</p>

Dari Tabel 2.3 diatas dapat dilihat perbedaannya dengan penelitian yang akan dilakukan yaitu :

- 1) Belum ada penelitian serupa dilakukan untuk studi analisis yang berkaitan dengan bidang ekonomi syariah, khususnya menggunakan Jakarta Islamic Index.
- 2) Periode penelitian dari tahun 2001-2007 untuk meneliti pengaruh penerapan GCG terhadap kinerja perusahaan meliputi tingkat kesehatan perusahaan, kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar perusahaan.
- 3) Belum ada penelitian yang mengkaitkan penerapan GCG dengan tingkat kesehatan perusahaan dengan menggunakan Altman *Z score*.
- 4) Pada penelitian ini selain pengaruh penerapan GCG pada kinerja perusahaan, juga menyertakan pengaruh faktor fundamental perusahaan dan variabel makro ekonomi yang juga akan mempengaruhi kinerja perusahaan.
- 5) Pada penelitian ini juga akan membandingkan tingkat kesehatan perusahaan, kinerja operasional perusahaan, serta kinerja pasar perusahaan antara perusahaan yang aktif menerapkan GCG dan perusahaan yang belum aktif.
- 6) Salah satu hipotesis pada penelitian ini akan menguji apakah tingkat rasio hutang terhadap ekuitas perusahaan yang menerapkan konsep GCG, akan memiliki rasio hutang terhadap ekuitas yang memenuhi syarat sesuai dengan ketentuan Fatwa DSN-MUI, dan bagaimana halnya dengan perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG terhadap persyaratan Fatwa DSN-MUI tersebut.

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan dalam kelompok Jakarta Islamic Index (JII), dengan lingkup pengamatan pada penerapan GCG di perusahaan-perusahaan tersebut. Pada penelitian ini menggunakan *Corporate Governance Perception Index*, yang merupakan representasi dari penerapan GCG, dan faktor-faktor internal perusahaan yang merupakan faktor fundamental perusahaan, serta faktor-faktor eksternal yang diperkirakan mempengaruhi kinerja perusahaan dengan periode waktu dari tahun 2001 triwulan I sampai dengan tahun 2007 triwulan IV.

Penilaian GCG dilaksanakan The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) setiap tahun dimana survey yang dilakukan pada tahun berjalan adalah untuk menilai penerapan GCG tahun sebelumnya, sehingga pada saat penelitian ini berlangsung nilai peringkat CGPI untuk tahun 2008 belum dipublikasikan.

Kinerja perusahaan yang diamati meliputi tingkat kesehatan perusahaan, kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar perusahaan. Hasil pengaruh penerapan GCG pada perusahaan-perusahaan terhadap tingkat kesehatan perusahaan yang diproksi dengan *Altman Z score*, dan kinerja operasional perusahaan yang diproksi dengan ROE, akan dibandingkan dengan tingkat kesehatan perusahaan dan kinerja operasional perusahaan-perusahaan dalam kelompok Jakarta Islamic Index (JII), tetapi belum aktif menjalankan penerapan GCG. Sedangkan pengaruh penerapan GCG pada perusahaan-perusahaan terhadap kinerja pasar perusahaan yang diproksi dengan nilai PBV, akan dikaji korelasinya sehingga dapat diketahui signifikansinya dan dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan GCG. Selanjutnya akan dilakukan perbandingan untuk mengetahui perbedaan nilai rata-rata rasio tingkat hutang terhadap ekuitas antara kelompok perusahaan yang aktif GCG dan yang belum aktif menerapkan GCG, serta masing-masing kelompok tersebut akan

dibandingkan dengan nilai persyaratan rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari Fatwa DSN-MUI.

3.2 Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, meliputi data *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), data faktor internal fundamental perusahaan dan data variabel-variabel makro ekonomi, yang diperoleh dari :

- 1) Data *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), dimana data CGPI ini diperoleh dari hasil survey *corporate governance* yang dilakukan oleh The Indonesia Institute of Corporate Governance (IICG) dari tahun 2001 triwulan I sampai dengan tahun 2007 triwulan IV.
- 2) Data faktor-faktor internal fundamental perusahaan-perusahaan kelompok Jakarta Islamic Index terdiri dari laporan keuangan tahunan perusahaan, harga saham (*closing price*) pada setiap akhir tahun, dari periode tahun 2001-2007, diperoleh dari perusahaan sekuritas, Bursa Efek Indonesia dan Bloomberg.
- 3) Data faktor-faktor eksternal berupa variabel-variabel makro ekonomi yang terdiri dari suku bunga SBI, nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS pada setiap akhir tahun, periode tahun 2001-2007, diperoleh dari Bank Indonesia, dan Badan Pusat Statistik.

3.3 Variabel Operasional

Dalam penelitian ini variabel-variabel yang dipakai untuk mengukur pengaruh penerapan *good corporate governance* terhadap tingkat kesehatan perusahaan, kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar perusahaan bagi perusahaan-perusahaan kelompok Jakarta Islamic Index adalah sebagai berikut :

3.3.1 Variabel Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance* Terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan

Dalam mengukur kesehatan perusahaan sebagai cerminan dari kinerja keuangan perusahaan, pada penelitian ini variabel yang digunakan menggunakan formula metode Altman dari persamaan (2.1) dengan menggunakan data laporan keuangan tahunan perusahaan pada periode tahun 2001-2007.

Hasil perhitungan *Z score* akan digunakan sebagai variabel dependen, sedangkan variabel independen berasal dari variabel-variabel lain yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan akan digunakan variabel faktor internal fundamental perusahaan, dan variabel makro ekonomi meliputi :

1) *CGPI (Corporate Governance Perception Index)*

Variabel *CGPI* yang dipakai sebagai variabel independen ini adalah hasil *survey corporate governance* yang dilakukan oleh *The Indonesia Institute of Corporate Governance (IICG)* dari tahun 2001-2007. Hubungan *CGPI* terhadap *Z score* adalah positif, dimana semakin baik penerapan GCG, maka semakin baik pula nilai tingkat kesehatan perusahaan (Lee, 2004).

2) *DER (Debt to Equity Ratio)*

Debt to Equity ratio merupakan suatu rasio antara total hutang terhadap ekuitas perusahaan. Dihitung berdasarkan persamaan (2.5), dimana data yang diperoleh berasal dari laporan keuangan masing-masing perusahaan. Hubungan *DER* terhadap *Z score* adalah negatif, dimana semakin tinggi nilai *DER* akan memperkecil nilai *Z score* suatu perusahaan.

3) *ROE (Return on Equity)*

Return on equity perusahaan merupakan perbandingan keuntungan bersih (*earning after interest and tax*) terhadap *equity*, sehingga *ROE* dapat dikatakan sebagai tingkat efisiensi perusahaan terhadap penggunaan *equity* nya. Dihitung berdasarkan persamaan (2.2), berdasarkan data yang diperoleh dari laporan keuangan masing-masing perusahaan. Hubungan *ROE* terhadap *Z score* adalah positif, dimana semakin tinggi nilai *ROE* akan meningkatkan nilai *Z score* suatu perusahaan.

4) *Tingkat Pertumbuhan Perusahaan (Earning Growth Rate - EGR)*

Perusahaan yang memperoleh profit dari aktivitas bisnisnya pada tahun berjalan akan menghasilkan pendapatan bersih (*earnings*). Besarnya pendapatan bersih per saham dikenal dengan *earning per share*. Data *earning per share* yang digunakan pada penelitian ini adalah dari laporan keuangan tanggal 31 Desember 2001 hingga 31 Desember 2007. Namun mengingat beberapa perusahaan dalam jangka waktu tersebut telah menerbitkan saham-saham baru (seperti *stock split* dan *share dividend*) maka nilai dari *earning per*

share perlu dilakukan penyesuaian. Berdasarkan data *earning per share* hasil penyesuaian dari tahun 2001 hingga tahun 2007 dihitung laju pertumbuhan *earning (earning growth rate)* dari masing-masing sampel. Untuk menghitung laju pertumbuhan *earning* rata-rata pada penelitian ini digunakan rumus sebagai berikut :

$$g = \frac{(E_t - E_{t-1})}{E_{t-1}} \times (1 - b) \quad (3.1)$$

dimana:

- g = tingkat pertumbuhan laba (*earning growth rate*)
- E_t = laba pada periode t
- E_{t-1} = laba pada periode t-1
- b = *dividend payout ratio*

Hubungan EGR terhadap *Z score* adalah positif, dimana semakin tinggi nilai EGR akan meningkatkan nilai *Z score* suatu perusahaan.

5) Beta (β)

Beta menunjukkan sensitivitas rata-rata dari *return* saham individual terhadap *return* pasar, dan merupakan sebuah ukuran risiko pasar atau risiko sistimatis dari sekuritas (*portfolio*). Beta dapat diestimasi dengan cara meregresikan *return* saham individual terhadap *return market*-nya. Pada penelitian ini Beta pada tahun t diobservasi dengan menggunakan data mingguan pada tahun pengamatan untuk perusahaan tersebut. Periode estimasi dilakukan pada perusahaan yang terdaftar pada Jakarta Islamic Index dan menerapkan konsep *good corporate governance* dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Persamaan regresi untuk mendapatkan nilai Beta adalah :

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_i \quad (3.2)$$

dimana :

$E(R_{i,t})$ = Imbal hasil (*Expected return*) sekuritas ke i pada periode peristiwa ke t, yang dihitung berdasarkan rumus :

$$E(R_{i,t}) = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} \quad (3.3)$$

dimana :

$P_{i,t}$ = harga penutupan saham sekuritas i pada periode peristiwa t

$P_{i,t-1}$ = harga penutupan saham sekuritas i pada periode peristiwa t-1

α_i = Intercept untuk sekuritas ke i

β_i = Koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke i

Rm_t = Return indeks pasar (*Return market*) pada periode estimasi ke t

Return indeks pasar (*Return market*) diperoleh melalui rumus :

$$Rm_t = (IHSg_t - IHSg_{t-1}) / IHSg_{t-1} \quad (3.4)$$

dimana :

$IHSg_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode peristiwa t

$IHSg_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode peristiwa t-1

ϵ_i = Kesalahan residu sekuritas ke i pada periode estimasi ke t

Hubungan Beta terhadap *Z score* adalah negatif, dimana semakin tinggi nilai Beta akan memperkecil nilai *Z score* suatu perusahaan.

6) Nilai Tukar Uang (Kurs)

Nilai kurs ini tidak selalu tetap tetapi berfluktuasi sesuai dengan permintaan dan penawaran. Hubungan nilai Kurs terhadap *Z score* adalah bergantung pada masing-masing jenis perusahaan, dimana perusahaan yang berorientasi ekspor akan berpengaruh positif dibandingkan dengan perusahaan yang sebagian besar bahan bakunya impor. Sebagian besar perusahaan di kelompok III adalah perusahaan yang berorientasi di dalam negeri sehingga hubungan nilai Kurs adalah negatif.

7) Suku Bunga

Nilai suku bunga dalam penelitian ini menggunakan data suku buku Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 1 bulan pada setiap akhir tahun dengan periode tahun 2001-2007. Besarnya tingkat suku bunga biasanya dijadikan ukuran atau patokan (*benchmark*) untuk perbandingan bila diinvestasikan di instrumen yang lain. Hubungan nilai suku bunga terhadap *Z score* adalah berpengaruh negatif.

3.3.2 Variabel Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance* Terhadap Kinerja Operasional Perusahaan

Dalam mengukur pengaruh penerapan GCG terhadap kinerja operasional perusahaan, pada penelitian ini variable yang digunakan adalah ROE sebagai variabel dependen, sedangkan variabel independennya adalah :

1) *CGPI (Corporate Governance Perception Index)*

Hubungan CGPI terhadap ROE adalah positif, sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Darmawati *et al.* (2005) menemukan bahwa *Corporate Governance* secara statistik signifikan mempengaruhi kinerja operasi perusahaan yang diproksi dengan ROE.

2) *Tingkat Pertumbuhan Perusahaan (Earning Growth Rate - EGR).*

3) *Beta.*

4) *DER.*

Hubungan DER terhadap ROE diharapkan negatif, Hubungan DER terhadap ROE bisa saja positif jika struktur modal DER tinggi dan diperlukan untuk menjaga pertumbuhan sales dan profit (Lazarides dan Pitoska, 2009)

5) *Nilai Tukar Uang (Kurs).*

Nilai Kurs terhadap ROE memiliki hubungan negatif, sesuai penelitian Istiqlal (2004, p 62) yang memberikan kesimpulan bahwa nilai kurs mempunyai hubungan negatif dengan tingkat pengembalian saham.

6) *Suku Bunga, nilai suku bunga terhadap ROE memiliki hubungan negatif.*

3.3.3 Variabel Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance* Terhadap Kinerja Pasar Perusahaan

Adapun untuk mengukur pengaruh terhadap kinerja pasar perusahaan akan digunakan PBV sebagai variabel dependen, sedangkan variabel independen terdiri dari variabel faktor internal fundamental perusahaan, dan variabel makro ekonomi dengan penjelasan sebagai berikut :

1) *Price to Book Value (PBV)*

Nilai *Price to Book Value (PBV)* merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku perusahaan. Nilai PBV perusahaan diperoleh dengan cara menghitung secara manual tiap-tiap perusahaan dengan rumus:

$$PBV = \frac{\text{Closing Price}}{\text{Book Value per Share}} \quad (3.5)$$

dimana :

Closing Price = harga penutupan saham pada akhir tahun

$$\text{Book Value per Share} = \frac{\text{Total Stockholder's Equity}}{\text{Outstanding Common Share}} \quad (3.6)$$

Pengukuran variabel PBV ini merupakan variabel dependen yang digunakan sebagai cerminan kinerja pasar perusahaan.

- 2) *Corporate Governance Perception Index* (CGPI)
- 3) *Return on Equity* (ROE)
- 4) *Dividend payout ratio* (DPO)

Dividend payout ratio (DPO) adalah bagian atas laba yang dibagikan dalam bentuk kas deviden kepada para pemegang saham, dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{DPO} = \frac{\text{Cash Dividend per Share}}{\text{Earnings per Share}} \quad (3.7)$$

- 5) Tingkat Pertumbuhan Perusahaan (*Earning Growth Rate* - EGR)
- 6) Nilai Tukar Uang (Kurs)
- 7) Suku Bunga

3.3.4 Variabel Perbandingan antara Kelompok Perusahaan yang Aktif GCG dan yang Belum Aktif

Pada penelitian ini juga akan dibandingkan tingkat kesehatan perusahaan, kinerja operasional perusahaan, serta kinerja pasar perusahaan yang terdaftar di JII antara perusahaan yang aktif mengimplementasikan GCG dan perusahaan yang belum aktif. Pada penelitian ini akan didefinisikan :

1) **Kelompok Perusahaan yang Aktif GCG,**

Yang dimaksud dengan Kelompok Perusahaan yang Aktif GCG adalah kelompok perusahaan-perusahaan yang menurut data survey IICG dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2007 pernah mendapatkan skor CGPI dan pada periode tersebut terdaftar di JII.

2) **Kelompok Perusahaan yang Belum Aktif GCG**

Yang dimaksud dengan Kelompok Perusahaan yang Belum Aktif GCG adalah kelompok perusahaan-perusahaan yang menurut data survey IICG dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2007 belum pernah sama sekali mendapatkan skor CGPI dan pada periode tersebut terdaftar di JII.

Kedua kelompok tersebut akan dibandingkan kinerja kelompoknya masing-masing meliputi nilai rata-rata *Z score* sebagai cerminan tingkat kesehatan perusahaan, nilai rata-rata ROE representasi dari kinerja operasional perusahaan, nilai rata-rata PBV sebagai proksi dari kinerja pasar perusahaan, dan perbandingan nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas (DER) dari masing-masing kelompok sebagai perbandingan nilai *leverage* dari kedua kelompok tersebut. Nilai DER masing-masing kelompok tersebut juga akan dibandingkan dengan maksimum nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang dipersyaratkan oleh Fatwa DSN-MUI sebagai perusahaan yang terdaftar di JII.

3.4 Metode Penelitian

Untuk menjawab pertanyaan penelitian (*research question*) yang diajukan, maka akan digunakan analisis regresi linier berganda (*multiple regression*). Pada proses analisis dalam penelitian ini menggunakan *pooled data analysis*. Untuk kepentingan tersebut, maka data sampel terdiri dari *pooled data*. *Pooled data* merupakan jenis data gabungan antara *cross sectional data* dan *time series*. Khusus data panel, unit penelitian yang diamati harus sama dari waktu ke waktu. Data-data perusahaan dalam penelitian ini diurutkan dari tahun 2001 hingga 2007 (*time series data*), sementara pada tiap tahun terdapat kumpulan data parameter perusahaan-perusahaan sampel seperti *Z score*, ROE, PBV, indeks CGPI, EGR, DPO, DER, Beta, dan Kurs, suku bunga SBI (*cross sectional data*).

Dengan penggabungan antara data *cross section* dan *time series* maka data panel akan memberi informasi yang lebih banyak dibanding analisis secara parsial baik *cross section* maupun *time series*. Disamping itu, akibat penggabungan jenis data tersebut, memungkinkan data panel untuk memprediksi keadaan jangka pendek dan jangka panjang. Serta dalam pemodelannya, data panel mampu mengakomodasi heterogenitas variabel-variabel yang tidak diperhitungkan dalam model. Karena data panel merupakan gabungan dari data *cross section* dan data *time series* maka jumlah pengamatannya menjadi sangat banyak. Hal ini bisa merupakan keuntungan (data banyak), tetapi model yang menggunakan jenis data ini menjadi lebih kompleks (parameternya banyak) (Nachrowi dan Usman, 2006, p310). Model regresi dengan data panel secara umum dituliskan sebagai berikut :

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + e_{it} \quad (3.8)$$

dimana :

- Y_{it} = merupakan variabel terikat pada individu ke-i waktu ke t
 X_{it} = merupakan variabel bebas pada individu ke-i waktu ke
 i = 1,2,..., N ; $t = 1, 2, \dots, N$
 N = banyaknya observasi ; T = banyaknya waktu
 $N \times T$ = banyaknya data panel
 β = merupakan vektor slop regresi ($\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_k$), yang sekaligus menunjukkan k variabel independen yang digunakan dalam model.
 α_i = merupakan konstanta (intersep) regresi untuk masing-masing individu
 e_{it} = adalah error individu ke-i pada waktu ke-t

Beberapa cara yang dilakukankan untuk mengestimasi model dengan data panel, yaitu :

1) *Common Effect*

Cara ini sama halnya dengan membuat regresi dengan data *cross section* atau *time series*, bedanya hanya menggabungkan kedua jenis data tersebut, kemudian data gabungan ini diperlakukan dengan satu kesatuan pengamatan yang digunakan untuk mengestimasi model dengan metode *Ordinary Least Square*.

2) Model Efek Tetap (*Fixed Effect*)

Model Efek Tetap (MET) ini mengasumsikan adanya variabel-variabel yang tidak semuanya masuk dalam model, memungkinkan adanya intersep yang tidak konstan untuk setiap individu dan waktu.

3) Model Efek Random (*Random Effect*)

Pada Model Efek Random (MER) ini perbedaan antar individu dan atau waktu diakomodasi lewat *error*, dimana *error* mungkin berkorelasi sepanjang *time series* dan *cross section*.

Mengenai pemilihan model yang paling tepat dengan karakteristik data sehingga mendapatkan estimator yang *unbiased* dilakukan pengujian sebagai berikut :

1) Pemilihan model *Common Effect* atau MET.

Hipotesis dituliskan dengan:

H_0 : Model *Common Effect*

H_1 : Model MET

Jika H_0 tidak ditolak (intersep sama), maka berarti tidak ada perbedaan pengaruh antar individu atau unit penelitian, sehingga lebih baik digunakan Model *Common Effect*.

Pengujian dilakukan dengan menggunakan Uji F (Chow Test), yaitu:

$$F = \frac{(RSS_1 - RSS_2)/n - 1}{RSS_2/nT - k} \quad (3.9)$$

dimana:

n adalah jumlah individu ; k jumlah parameter dalam MET ;

T adalah jumlah periode waktu.

2) Pemilihan model *Common Effect* atau MER

Hipotesis dituliskan dengan:

H_0 : Model *Common Effect*

H_1 : Model *Random Effect*

Uji statistik yang digunakan adalah Uji *Breusch and Pagan Lagrange Multiplier Test* atau disebut juga *Lagrange Multiplier (LM Test)*, yaitu:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{|\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}|}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} \right]^2 \quad (3.10)$$

dimana:

n adalah jumlah individu; T adalah jumlah waktu e_{it} adalah residual metode common effect.

3) Pemilihan model MET atau MER

Hipotesis dituliskan dengan:

H_0 : *Random Effect* lebih baik dibanding *Fixed Effect*

H_1 : *Fixed Effect* lebih baik dibanding *Random Effect*

Uji statistik yang digunakan adalah Uji Wald, yaitu:

$$W = [\hat{\beta} - \hat{\beta}_{GLS}]' \epsilon^{-1} [\hat{\beta} - \hat{\beta}_{GLS}] \quad (3.11)$$

dimana:

$\hat{\beta}$ = estimator yang tidak efisien (estimasi menggunakan OLS);

$\hat{\beta}_{GLS}$ = estimator yang efisien (estimasi menggunakan GLS);

$\epsilon^{-1} = \text{var}(\hat{\beta}) - \text{var}(\hat{\beta}_{GLS})$.

Menurut Gujarati (2009) dikemukakan bahwa pengujian model regresi dapat dilakukan dengan tiga cara, yaitu :

- a) Cara pertama dengan menggunakan regresi *time series*. Regresi dilakukan untuk setiap perusahaan sampel untuk penelitian, sehingga akan terdapat persamaan regresi untuk masing-masing perusahaan.
- b) Cara kedua dengan menggunakan regresi *cross sectional*. Regresi dilakukan untuk setiap titik waktu penelitian (setiap tahun), sehingga akan terdapat persamaan regresi untuk setiap tahun.
- c) Cara ketiga dengan melakukan regresi *pooled*. Dengan cara ini seluruh data *time series* dan data *cross section* digabung menjadi satu disebut data panel (*Panel pooled data*), kemudian dilakukan regresi, sehingga hanya terdapat satu persamaan regresi .

Dalam penelitian, regresi *pooled data* ini dilakukan hanya dengan menggunakan cara ketiga, yaitu dengan melakukan regresi *pooled*, namun demikian untuk memenuhi model regresi yang dapat dipertanggungjawabkan, terdapat beberapa asumsi klasik yang harus dipenuhi yaitu, (Gujarati,2009) :

- 1) Terdapat hubungan yang linier antara variabel dependen dengan variabel independen,
- 2) Bersifat homoskedastis atau memiliki varian *error* yang konstan untuk tiap-tiap variabel independen,
- 3) Bebas dari gangguan *autocorrelation* (otokorelasi) dimana varians *error* dari suatu model, tidak tergantung kepada varians *error* lainnya,
- 4) Berdistribusi normal,

- 5) Antar variabel independen tidak saling berkorelasi tinggi (bebas dari multi kolinearitas).
- 6) Dalam model regresi data panel masalah multikolieritas telah diatasi dengan menggunakan model regresi data panel (Gujarati,2009, p 592).

Pada penelitian ini digunakan software *EViews 6.0*. dimana masalah heteroskedastitas dengan menggunakan regresi data panel dapat dilakukan pembobotan sehingga dapat mengatasi masalah heteroskedastitas (*EViews 6, 2007*). Demikian pula masalah autokorelasi dapat diabaikan menurut Nachrowi dan Usman (2006, p 330, p334) untuk model regresi dengan data panel.

Setelah uji asumsi klasik terpenuhi, langkah selanjutnya adalah melakukan uji statistik melalui uji signifikansi koefisien regresi, dimana signifikansi korelasi berhubungan dengan hipotesa yang diajukan pada saat model dipergunakan. Analisis regresi berganda ini diolah dengan menggunakan *EViews 6.0*, setelah data parameter diolah dengan bantuan *software Microsoft Office Excel 2007*.

Sehingga metode untuk mengukur pengaruh penerapan *Good Corporate Governance* terhadap tingkat kesehatan perusahaan, kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar perusahaan adalah seperti pada penjelasan berikut.

3.4.1 Metode Penelitian Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance* Terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan

Sesuai dengan penjelasan teori sebelumnya bahwa variabel CGPI, akan berpengaruh positif terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Dengan demikian diduga akan berpengaruh positif terhadap tingkat kesehatan perusahaan.

Dalam mengukur tingkat kesehatan perusahaan sebagai cerminan Kinerja Keuangan Perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Altman Z score* yang dihitung dengan menggunakan regresi berganda data panel dengan *Z score* sebagai variabel dependen, sedangkan sebagai variabel independen adalah CGPI, DER, ROE, EGR, Beta, Kurs, dan suku bunga SBI. Adapun model regresi berganda yang digunakan dalam penelitian seperti persamaan sebagai berikut :

$$Y_{it,j} = \alpha + \beta_1 CGPI_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 EGR_{it} + \beta_5 Beta_{it} + \beta_7 Kurs_t + \beta_7 SBI_t + \varepsilon_{it} \quad (3.12)$$

dimana :

- Y_{it} = Altman Z score perusahaan i pada periode peristiwa t
 α = *intercept*
 $CGPI_{it}$ = CGPI perusahaan i pada periode peristiwa t
 DER_{it} = *Debt to Equity Ratio* perusahaan i pada periode peristiwa t
 ROE_{it} = *Return on Equity* perusahaan i pada periode peristiwa t
 EGR_{it} = *Earning Growth Ratio* perusahaan i pada periode peristiwa t
 $Beta_{it}$ = Beta saham perusahaan i pada periode peristiwa t
 $Kurs_t$ = Nilai tukar uang pada periode peristiwa t
 SBI_t = Suku bunga SBI 1 bulan pada periode peristiwa t
 β_n = koefisien regresi dimana $n = 1, 2, \dots, n$
 ϵ_{it} = Kesalahan residu
 i = individu / perusahaan, dimana $i = 1, 2, \dots, N$
 t = *time series* pada waktu t, dimana $t = 1, 2, \dots, T$

3.4.2 Metode Penelitian Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance* Terhadap Kinerja Operasional Perusahaan

Dalam mengukur Kinerja Operasional Perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan ROE yang dihitung dengan menggunakan regresi berganda dengan ROE sebagai variabel dependen, sedangkan sebagai variabel independen adalah CGPI, EGR, Beta, Kurs, dan suku bunga SBI. Adapun model regresi berganda yang digunakan dalam penelitian seperti persamaan sebagai berikut :

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 CGPI_{it} + \beta_2 EGR_{it} + \beta_3 DER_{it} + \beta_4 Beta_{it} + \beta_5 Kurs_t + \beta_6 SBI_t + \epsilon_{it} \quad (3.13)$$

dimana :

- Y_{it} = ROE perusahaan i pada periode peristiwa t
 α = *intercept*
 $CGPI_{it}$ = CGPI perusahaan i pada periode peristiwa t
 EGR_{it} = *Earning Growth Ratio* perusahaan i pada periode peristiwa t
 DER_{it} = *Debt to Equity ratio* perusahaan i pada periode peristiwa t
 $Beta_{it}$ = Beta saham perusahaan i pada periode peristiwa t
 $Kurs_t$ = Nilai tukar uang pada periode peristiwa t
 SBI_t = Suku bunga SBI 1 bulan pada periode peristiwa t

- β_n = koefisien regresi dimana $n = 1, 2, \dots, n$
 ϵ_{it} = Kesalahan residu
 i = individu / perusahaan, dimana $i = 1, 2, \dots, N$
 t = *time series* pada waktu t , dimana $t = 1, 2, \dots, T$

3.4.3 Metode Penelitian Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance* Terhadap Kinerja Pasar Perusahaan

Kinerja Pasar Perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV). PBV dihitung dengan menggunakan regresi berganda dengan PBV sebagai variabel dependen, sedangkan sebagai variabel independen adalah *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), ROE, EGR, DPO, Beta, suku bunga, inflasi, nilai tukar uang (Kurs). Sesuai dengan teori dan penelitian sebelumnya yang telah dijelaskan variabel *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), ROE, EGR, DPO, akan berpengaruh positif terhadap PBV. Sedangkan variabel independen Beta, suku bunga SBI, Kurs akan berpengaruh negatif terhadap PBV.

Adapun model regresi berganda yang digunakan dalam penelitian mengikuti penelitian Damodaran (2002), dengan menambahkan variabel independen lainnya sebagai berikut :

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 CGPI_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 DPO_{it} + \beta_4 EGR_{it} + \beta_5 Beta_{it} + \beta_6 Kurs_t + \beta_7 SBI_t + \epsilon_{it} \quad (3.14)$$

dimana :

Y_{it} = rasio *Price to Book Value* perusahaan i pada periode peristiwa t

α = *intercept*

$CGPI_{it}$ = CGPI perusahaan i pada periode peristiwa t

ROE_{it} = *Return on Equity* perusahaan i pada periode peristiwa t

DPO_{it} = *Dividend Payout Ratio* perusahaan i pada periode peristiwa t

EGR_{it} = *Earning Growth Ratio* perusahaan i pada periode peristiwa t

$Beta_{it}$ = Beta saham perusahaan i pada periode peristiwa t

$Kurs_t$ = Nilai tukar uang pada periode peristiwa t

SBI_t = Suku bunga SBI 1 bulan pada periode peristiwa t

ϵ_{it} = Kesalahan residu

- β_n = koefisien regresi dimana $n = 1, 2, \dots, n$
 i = individu / perusahaan, dimana $i = 1, 2, \dots, N$
 t = *time series* pada waktu t , dimana $t = 1, 2, \dots, T$

3.4.4. Metode Penelitian untuk Membandingkan Tingkat Kesehatan Perusahaan, Kinerja Operasional Perusahaan, Kinerja Pasar Perusahaan, dan Tingkat *Leverage* Perusahaan

Untuk membandingkan tingkat kesehatan perusahaan, kinerja operasional perusahaan, serta kinerja pasar perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* antara perusahaan yang aktif menerapkan GCG dan perusahaan yang belum aktif melaksanakan GCG, metode penelitian yang digunakan ialah dengan metode digunakan uji signifikansi dengan *Independent Sample t Test*, yang diolah dengan bantuan *software SPSS 16.0*.

Sebelum melakukan pengujian *Independent Sample t Test*, dilakukan uji kesamaan varian (homogenitas) dengan uji F (Levene's Test) terhadap data, artinya jika varian sama maka uji t menggunakan *Equal variances assumed*, dan jika varian berbeda menggunakan *Equal variances not assumed*.

Dalam menentukan uji F hipotesisnya adalah :

H_0 : Jika varian adalah tidak berbeda antara varian Kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.

H_1 : Jika varian adalah berbeda antara varian Kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.

Kriteria Pengujian (berdasarkan probabilitas/signifikansi) :

Tidak tolak H_0 , jika $P \text{ value} > 0.05$

Tolak H_0 , jika $P \text{ value} < 0.05$

Standar deviasi perhitungan tersebut berdasarkan formula (Levin, 1998):

$$S = \sqrt{\frac{\sum (X_1 - \bar{X}_1)^2 + \sum (X_2 - \bar{X}_2)^2}{n_1 + n_2 - 2}} \quad (3.15)$$

dimana :

S = standar deviasi ; X_1 = nilai rata-rata Kelompok 1

X_2 = nilai rata-rata Kelompok 2; n_1 = jumlah pengamatan sampel Kelompok 1 ; n_2 = jumlah pengamatan sampel Kelompok 2

Adapun perhitungan uji *Independent Sample t Test* diolah dengan menggunakan SPSS 16 untuk menguji hipotesa umum sebagai berikut :

H_0 : nilai rata-rata dua kelompok tidak berbeda secara signifikan

H_1 : nilai rata-rata dua kelompok berbeda secara signifikan

Dalam menentukan tingkat signifikansi, pengujian menggunakan uji dua sisi dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, kriteria pengujian adalah :

Tidak tolak H_0 , jika $|t_{\text{tabel}}| \geq |t_{\text{hitung}}|$

Tolak H_0 , jika $|t_{\text{hitung}}| > |t_{\text{tabel}}|$

Bila berdasarkan probabilitas :

Tidak tolak H_0 , jika $P \text{ value} > 0.05$

Tolak H_0 , jika $P \text{ value} < 0.05$

Dimana perhitungan uji t tersebut berdasarkan formula (Levin, 1998) :

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{S} \sqrt{\frac{n_1 n_2}{n_1 + n_2}} \quad (3.16)$$

dengan derajat kebebasan (df) berdasarkan formula :

$$df = n_1 + n_2 - 2 \quad (3.17)$$

3.4.5 Metode Penelitian untuk Membandingkan Tingkat *Leverage* Perusahaan dengan Persyaratan Fatwa DSN-MUI

Untuk mengetahui perbedaan nilai rata-rata *Leverage* (rasio tingkat hutang terhadap ekuitas) kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan GCG, apakah berbeda secara signifikan dengan nilai persyaratan rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari Fatwa DSN-MUI dimana maksimum DER = 82%, maka digunakan pengujian satu sampel (*One Sample t Test*).

Adapun perhitungan Uji *Independent Sample t Test* diolah dengan menggunakan SPSS 16.0 untuk menguji hipotesa umum sebagai berikut :

H_0 : nilai rata-rata sampel kelompok tidak berbeda secara signifikan dengan nilai rata-rata populasi

H_1 : nilai rata-rata dua kelompok berbeda secara signifikan nilai rata-rata sampel kelompok tidak berbeda secara signifikan dengan nilai rata-rata populasi

Dalam menentukan tingkat signifikansi, pengujian menggunakan uji dua sisi dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, kriteria pengujian adalah :

Tidak tolak H_0 , jika $|t_{\text{tabel}}| \geq |t_{\text{hitung}}|$

Tolak H_0 , jika $|t_{\text{hitung}}| > |t_{\text{tabel}}|$

Bila berdasarkan probabilitas :

Tidak tolak H_0 , jika $P \text{ value} > 0.05$

Tolak H_0 , jika $P \text{ value} < 0.05$

Dimana perhitungan uji t tersebut berdasarkan formula berikut (Levin, 1998): .

$$S = \sqrt{\frac{\sum (X - \bar{X})^2}{n-1}} \quad (3.18)$$

$$t = \frac{\bar{X} - \mu}{S} \sqrt{n} \quad (3.19)$$

dengan derajat kebebasan (df) berdasarkan formula :

$$df = n_1 - 1 \quad (3.20)$$

dimana :

S = standar deviasi ; \bar{X}_1 = nilai rata-rata Kelompok Sampel

μ = nilai rata-rata Populasi ; n_1 = jumlah pengamatan Kelompok Sampel

3.5 Tahapan Pengolahan Data

Langkah-langkah yang akan dilakukan dalam pengolahan data dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- 1) Untuk pengolahan data dalam menguji pengaruh penerapan *Good Corporate Governance* terhadap kinerja perusahaan yang meliputi tingkat kesehatan perusahaan, kinerja operasional perusahaan, kinerja pasar perusahaan :
 - a) Mengumpulkan data laporan keuangan dari masing-masing perusahaan publik yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* dari periode tahun 2001-2007.
 - b) Mengumpulkan data sekunder hasil survei *Good Corporate Governance* dari periode tahun 2001-2007.
 - c) Mengumpulkan data sekunder variabel makro ekonomi dari periode tahun 2001-2007.

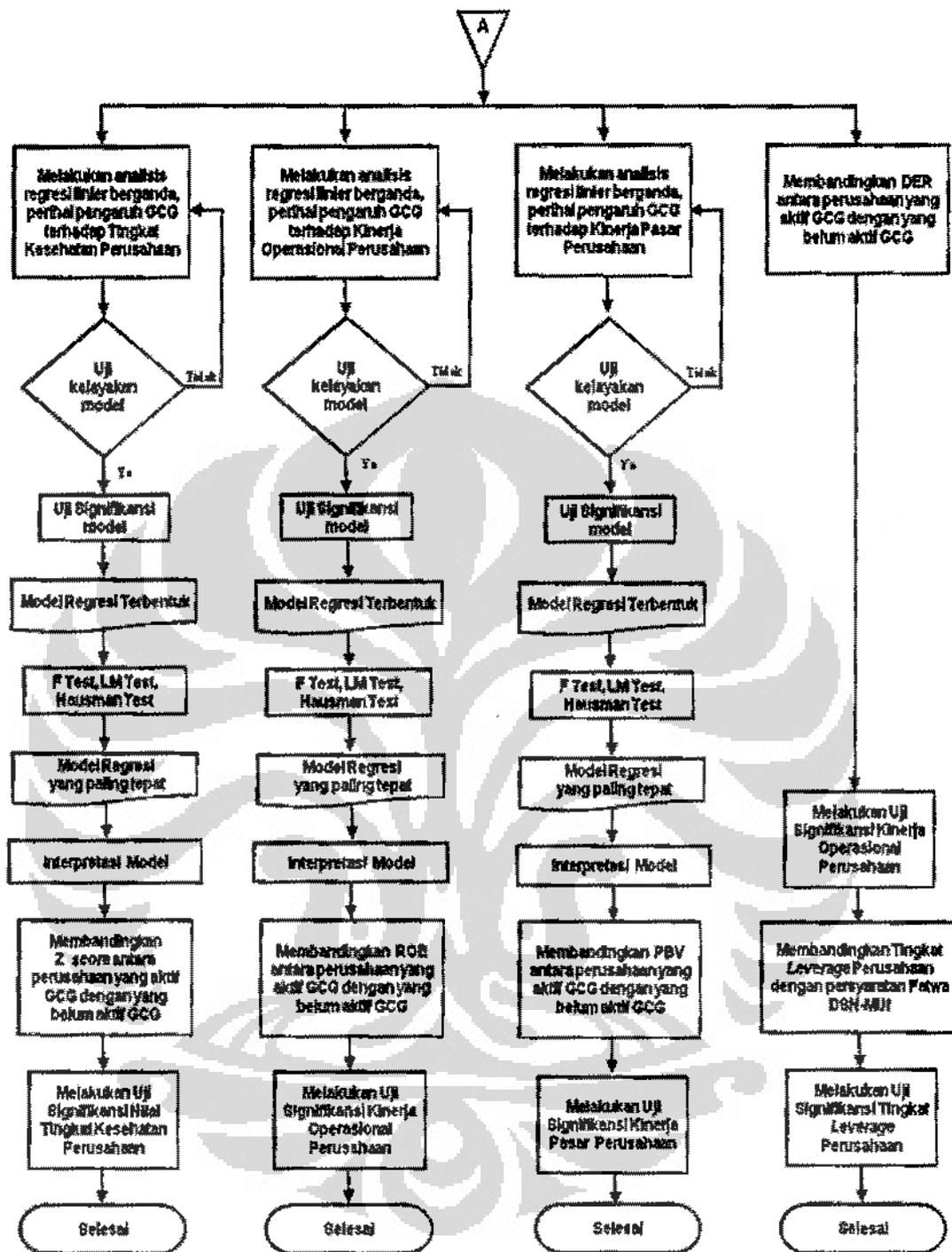
- d) Mengumpulkan dan menghitung masing-masing parameter berdasarkan laporan keuangan untuk periode tahun 2001-2007 dengan bantuan program *software Microsoft Office Excel 2007*.
 - e) Menghitung tingkat kesehatan masing-masing perusahaan dengan metode Altman *Z score* dengan bantuan program *software Microsoft Office Excel 2007*.
 - f) Melakukan analisis regresi linier data panel dari model yang dibentuk untuk melihat pengaruh variabel-variabel independen dengan menggunakan bantuan program *software Microsoft Office Excel 2007* dan *software EViews 6.0*.
 - g) Melakukan pemilihan model yang paling tepat melalui uji F (Chow Test), LM test, dan Hausman Test.
 - h) Melakukan uji asumsi klasik meliputi Uji Multikolinieritas, Uji Heteroskedastisitas, dan Uji Autokorelasi (Durbin Watson).
 - i) Melakukan pengujian pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan tingkat signifikansi 5% pada regresi linier berganda data panel dengan menggunakan Uji t, F dan R^2 .
- 2) Untuk membandingkan tingkat kesehatan perusahaan sebagai cerminan kinerja keuangan perusahaan, membandingkan kinerja operasional perusahaan, dan membandingkan kinerja pasar perusahaan dilakukan tahapan sebagai berikut:
- a) Mengumpulkan data masing-masing parameter berdasarkan laporan keuangan dari masing-masing perusahaan publik yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* untuk periode tahun 2001-2007
 - b) Menghitung *Z score*, ROE, PBV masing-masing perusahaan-perusahaan yang telah aktif menerapkan GCG dan yang belum aktif menerapkan GCG, dengan menggunakan program *software Microsoft Office Excel 2007*.
 - c) Dari hasil pengolahan data *Z score* kedua kelompok ini dibandingkan nilai kesehatannya, apakah terdapat perbedaan yang signifikan di antara keduanya dengan menggunakan metode *Independent Sample t Test* diolah dengan menggunakan *software SPSS 16.0*.

- d) Membandingkan nilai kinerja operasional perusahaan, berdasarkan perhitungan ROE kedua kelompok ini, apakah terdapat perbedaan yang signifikan di antara keduanya, juga dengan menggunakan metode *Independent Sample t Test* diolah dengan menggunakan SPSS 16.0.
- e) Membandingkan nilai kinerja pasar perusahaan, berdasarkan perhitungan PBV kedua kelompok ini, apakah terdapat perbedaan yang signifikan di antara keduanya, dengan menggunakan metode *Independent Sample t Test* diolah dengan menggunakan SPSS 16.0.
- f) Membandingkan nilai tingkat *leverage* perusahaan, berdasarkan perhitungan DER kedua kelompok ini, apakah terdapat perbedaan yang signifikan di antara keduanya, dengan menggunakan metode *Independent Sample t Test* diolah dengan menggunakan SPSS 16.0.
- g) Membandingkan nilai tingkat *leverage* perusahaan, berdasarkan perhitungan DER kedua kelompok ini, apakah terdapat perbedaan yang signifikan terhadap nilai persyaratan rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari Fatwa DSN-MUI, dengan menggunakan metode *One Sample t Test* diolah dengan menggunakan SPSS 16.0.

Adapun tahapan pengolahan data dalam menganalisa pengaruh penerapan *Good Corporate Governance* terhadap kinerja keuangan perusahaan, kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar perusahaan dapat dilihat pada gambar 3.1 berikut ini :



Gambar 3.1 Tahapan Proses Penelitian



Gambar 3.1 (sambungan)

BAB 4

ANALISIS DAN INTERPRETASI PENGARUH PENERAPAN *GOOD CORPORATE GOVERNANCE*, FAKTOR FUNDAMENTAL, DAN VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

4.1 Gambaran Umum

Corporate Governance merupakan alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan, sehingga para pemegang saham dapat dengan tenang dan percaya dalam menginvestasikan dananya, bila suatu perusahaan bisa menjalankan prinsip-prinsip *Corporate Governance* dengan sebaik-baiknya. Dengan melaksanakan *Corporate Governance* diharapkan proses dan struktur dalam mengelola bisnis dan operasional perusahaan akan mengarah pada pertumbuhan bisnis dan akuntabilitas perusahaan dengan tujuan akhir meningkatkan *shareholders value* dalam jangka panjang.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji kembali apakah implementasi *Good Corporate Governance* (GCG) dapat meningkatkan kinerja perusahaan di Indonesia, yang dalam penelitian ini akan diwakili oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) sejak tahun 2001 triwulan I sampai dengan tahun 2007 triwulan IV. Kinerja perusahaan yang dimaksudkan dalam penelitian ini meliputi tingkat kesehatan perusahaan yang diproksi dengan Altman *Z score* sebagai cerminan dari kinerja keuangan perusahaan, dan kinerja operasional perusahaan yang diproksi dengan *Return on Equity* (ROE), serta kinerja pasar perusahaan yang diproksi dengan nilai *Price to Book Value* (PBV). Proksi dari implementasi GCG dalam penelitian ini adalah nilai peringkat *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) perusahaan.

Perbandingan kinerja kelompok perusahaan yang aktif menerapkan GCG dengan kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan GCG akan dibahas sebagai pendekatan untuk melihat sejauhmana pengaruh GCG terhadap kinerja perusahaan di dua kelompok tersebut. Sebagai kelompok perusahaan yang terdaftar di JII, pada penelitian ini juga akan dibahas mengenai pendekatan untuk mengetahui perbedaan nilai rata-rata *Leverage* (rasio tingkat hutang terhadap ekuitas) dari kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan GCG, dan

kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan GCG, apakah memenuhi nilai persyaratan yang telah ditetapkan oleh Fatwa DSN-MUI dimana maksimum rasio tingkat hutang terhadap ekuitas sebesar 82%.

Analisis dalam penelitian ini akan dimulai dengan deskripsi data penelitian yang dikumpulkan tentang perkembangan implementasi GCG dari tahun 2001-2007, dilanjutkan dengan pemaparan hasil proses pengolahan dan analisis data meliputi statistik deskriptif dari kelompok perusahaan yang aktif menerapkan GCG, dilanjutkan dengan analisis dan pembahasan atas pengujian yang telah dilakukan guna menjawab pertanyaan-pertanyaan penelitian berkenaan dengan apakah implementasi *Good Corporate Governance* oleh perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index berpengaruh pada kinerja perusahaan.

4.2 Deskripsi Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa sampel perusahaan-perusahaan yang terdaftar di JII periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007 dengan pembatasan pada kelompok perusahaan yang aktif menerapkan GCG dengan kelompok perusahaan yang belum menerapkan GCG.

Setelah melakukan seleksi terhadap sejumlah sampel awal secara bertahap, maka didapatkan sampel akhir dari sampel kelompok perusahaan yang aktif menerapkan GCG dan termasuk dalam perusahaan yang terdaftar di JII, seperti yang disajikan pada Tabel 4.1. Berdasarkan proses pemilihan sampel tersebut diperoleh total perusahaan dalam kelompok JII yang aktif menerapkan GCG sebanyak 63 perusahaan, dan setelah nama-nama perusahaan yang sama dikumpulkan tersusun 30 nama perusahaan. Dalam perjalanan waktu ternyata terdapat satu perusahaan yang melakukan *merger* dengan perusahaan lain (DNKS merger dengan KLBF) dan satu perusahaan *delisting* di Bursa Efek Indonesia (KOMI), sehingga dikeluarkan dari data penelitian. Jumlah perusahaan yang tersisa untuk kelompok JII yang aktif menerapkan GCG menjadi sebanyak 28 perusahaan yang aktif menerapkan GCG dan termasuk dalam perusahaan yang terdaftar di JII (Lampiran 1).

Perusahaan-perusahaan dari kelompok JII lainnya yang belum aktif menerapkan GCG dari periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007 diperoleh

sebanyak 41 perusahaan (Lampiran 2). Dengan demikian total perusahaan yang menjadi sampel penelitian berjumlah 69 perusahaan.

Tabel 4.1 Tahapan Pemilihan Sampel

1	Tahun 2000-2001 Periode survey Juli 2000 - Juni 2001 Peringkat CGPI dilaporkan pada bulan Agustus 2001 Jumlah perusahaan yang disurvei dan terdaftar di BEI Jumlah perusahaan yang bersedia disurvei GCG dengan 3 pendekatan Jumlah perusahaan yang disurvei GCG dengan pendekatan informasi publik Jumlah perusahaan yang disurvei GCG dengan 3 pendekatan dan termasuk JII tahun 2001 Total Sampel perusahaan yang disurvei GCG dengan pendekatan informasi publik dan termasuk JII tahun 2001 Total Sampel perusahaan yang disurvei dan termasuk JII tahun 2001	52 22 30 14 12 26
2	Tahun 2002 Periode survey 19 Juni - 23 Oktober 2002 Peringkat CGPI dilaporkan pada bulan Desember 2002 Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI Jumlah perusahaan yang bersedia disurvei pelaksanaan Corporate Governance Total Sampel perusahaan yang disurvei dan termasuk JII tahun 2002	321 33 5
3	Tahun 2003 Peringkat CGPI dilaporkan pada bulan Februari 2004 Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI Jumlah perusahaan yang bersedia disurvei pelaksanaan Corporate Governance Jumlah perusahaan yang tidak terdaftar pada JII periode tahun 2004 Total Sampel perusahaan yang disurvei dan termasuk JII tahun 2003	332 31 26 5
4	Tahun 2004 Periode survey Oktober 2004 - Maret 2005 ; Peringkat CGPI dilaporkan pada April 2005 Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI Jumlah perusahaan yang bersedia disurvei pelaksanaan Corporate Governance Jumlah perusahaan yang tidak terdaftar pada JII periode tahun 2004 Total Sampel perusahaan yang disurvei GCG dan terdaftar di JII tahun 2004	335 22 18 4
5	Tahun 2005 Peringkat CGPI dilaporkan pada bulan Desember 2006 Jumlah perusahaan yang diminta ikut partisipasi survey GCG Jumlah perusahaan yang bersedia disurvei pelaksanaan Corporate Governance Jumlah perusahaan yang tidak terdaftar pada JII periode tahun 2005 Total Sampel perusahaan yang disurvei GCG dan terdaftar di JII tahun 2005	472 26 17 9
6	Tahun 2006 Periode survey Oktober-November 2007 Peringkat CGPI dilaporkan pada bulan Desember 2007 Jumlah perusahaan yang diminta ikut partisipasi survey GCG Jumlah perusahaan yang bersedia disurvei pelaksanaan Corporate Governance Jumlah perusahaan yang tidak terdaftar pada JII periode tahun 2006 Total Sampel perusahaan yang disurvei GCG dan terdaftar di JII tahun 2006	472 35 17 8
7	Tahun 2007 Periode survey 4 Mei - 14 November 2008; Peringkat CGPI dilaporkan pada bulan Desember 2008 Jumlah perusahaan yang diminta ikut partisipasi survey GCG Jumlah perusahaan yang bersedia disurvei pelaksanaan Corporate Governance Jumlah perusahaan yang tidak terdaftar pada JII periode tahun 2007 Total Sampel perusahaan yang disurvei GCG dan terdaftar di JII tahun 2007	560 21 15 6
Total Sampel perusahaan yang disurvei GCG dan terdaftar di JII dari tahun 2001 - 2007		63

Sumber : Hasil survei IICG 2001-2008, Daftar emiten JII 2001-2007, telah diolah kembali

4.3 Statistik Deskriptif

4.3.1 Statistik Deskriptif Perusahaan yang Aktif GCG

Setelah peneliti melakukan perhitungan rasio melalui data laporan keuangan perusahaan kelompok JII, maka didapatkan rata-rata nilai tingkat kesehatan, *Z score*, dari kelompok perusahaan yang aktif menerapkan GCG berada pada kisaran 3.83 selama periode dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2007, yang berarti berada di wilayah *safe zone* (*Z score* > 2.99), dengan standar deviasi sebesar 3.33 seperti disajikan pada Tabel 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Kelompok Perusahaan Aktif GCG

	CGPI	Z SCORE	ROE	PBV	DER
Mean	0.669628	3.832406	19.47893	2.203448	73.84740
Median	0.705388	3.035715	17.40244	1.445527	54.17229
Maximum	0.884200	26.48272	145.8974	21.26132	2962.562
Minimum	0.245600	-1.420933	-78.3781	-3.267	-1736.49
Std. Dev.	0.144625	3.325572	22.39590	2.600506	203.1492
Observations	784	784	784	784	784
Cross sections	28	28	28	28	28

Sumber : Hasil olah data *EViews 6.0*

Z score tertinggi dicapai oleh PT Astra Agro Lestari Tbk, dengan nilai 26.48, pada triwulan III tahun 2007, sedangkan *Z score* terendah dicapai oleh PT Barito Pacific Timber Tbk dengan nilai -1.42, pada triwulan I tahun 2002. Variabel independen indeks *corporate governance* (CGPI) memiliki nilai rata-rata sebesar 66,96 dalam skala 100 yang berarti rata-rata perusahaan berada pada level tingkat cukup terpercaya. Nilai peringkat CGPI tertinggi dicapai oleh PT Kalbe Farma, Tbk, dengan nilai 88.42, pada tahun 2002, sedangkan nilai peringkat CGPI terendah dicapai oleh PT Multipolar, Tbk dengan nilai 24.56, pada tahun 2003. Dengan standar deviasi sebesar 14.46 dapat dikatakan bahwa penerapan *corporate governance* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan diwakili oleh sampel penelitian bisa dikatakan sudah cukup baik, meskipun implementasinya masih belum merata pada tiap-tiap perusahaan.

Dari nilai kinerja operasional perusahaan diperoleh nilai rata-rata ROE sebesar 19.47% selama periode dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2007, dengan standar deviasi sebesar 22.40%. ROE tertinggi dicapai oleh PT Astra Internasional, Tbk, dengan nilai 145.90%, pada triwulan II tahun 2002, sedangkan ROE terendah dicapai oleh PT Bakrie & Brothers, Tbk dengan nilai -78.38%, pada triwulan II tahun 2002.

Berdasarkan Tabel 4.2 diatas juga disajikan nilai rata-rata kinerja pasar perusahaan yang diproksi dengan PBV berada pada kisaran 2.20 selama periode dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2007, dengan standar deviasi sebesar 2.60. PBV tertinggi dicapai oleh PT Unilever Indonesia, Tbk, dengan nilai 21.26, pada triwulan IV tahun 2006, sedangkan PBV terendah dicapai oleh PP London Sumatera, Tbk dengan nilai -3.27, pada triwulan IV tahun 2002.

Nilai rata-rata tingkat *leverage* perusahaan sebesar 73.85%, dengan standar deviasi sebesar 203.15%, dimana menunjukkan rasio DER tersebut tidak merata pada tiap-tiap perusahaan sampel penelitian. DER tertinggi dicapai oleh PT Barito Pacific Timber, Tbk, dengan nilai 2962.56%, pada triwulan I tahun 2001, sedangkan DER terendah dicapai oleh PP London Sumatera, Tbk dengan nilai -1736.49%, pada triwulan II tahun 2002.

4.3.2 Statistik Deskriptif Perusahaan yang Belum Aktif GCG

Proses pengolahan data pada kelompok perusahaan yang belum aktif mengimplementasikan GCG menghasilkan data seperti disajikan pada Tabel 4.3 berikut ini:

Tabel 4.3 Statistik deskriptif Kelompok Perusahaan yang Belum Aktif GCG

	Z SCORE	ROE	PBV	DER
Mean	2.457848	16.68845	2.849705	105.4698
Median	2.236440	11.59542	1.590699	77.04742
Maximum	17.23348	157.6547	45.88438	2812.669
Minimum	-0.382347	-84.11935	0.042600	-2259.653
Std. Dev.	1.882658	28.86308	4.178624	257.8557
Observations	13530	13530	13530	13530
Cross sections	41	41	41	41

Sumber : Hasil olah data *EViews 6.0*

Rata-rata nilai tingkat kesehatan, *Z score*, dari kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan GCG berada pada kisaran 2.46 selama periode dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2007, yang berarti berada di wilayah *grey zone* ($1.81 < Z \text{ score} < 2.99$), dengan standar deviasi sebesar 1.88. *Z score* tertinggi dicapai oleh PT International Nickel Indonesia, Tbk, dengan nilai 17.23, pada triwulan IV tahun 2007, sedangkan *Z score* terendah dicapai oleh PT Holcim Indonesia, Tbk (sebelumnya menggunakan nama PT Semen Cibinong, Tbk) dengan nilai -0.39, pada triwulan IV tahun 2002.

Dari nilai kinerja operasional perusahaan diperoleh nilai rata-rata ROE sebesar 16.69% selama periode dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2007, dengan standar deviasi sebesar 28.86%. ROE tertinggi dicapai oleh PT SMART, Tbk, dengan nilai 157.65, pada triwulan III tahun 2002, sedangkan ROE terendah dicapai oleh PT SMART, Tbk dengan nilai -78.38, pada triwulan IV tahun 2002.

Berdasarkan Tabel 4.3 diatas juga disajikan nilai rata-rata kinerja pasar perusahaan yang diproksi dengan PBV berada pada kisaran 2.85 selama periode dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2007, dengan standar deviasi sebesar 4.18. PBV tertinggi dicapai oleh PT Perusahaan Gas Negara (Persero)Tbk, dengan nilai 45.88, pada triwulan III tahun 2007, sedangkan PBV terendah dicapai oleh PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk dengan nilai 0.04, pada triwulan III tahun 2001.

Nilai rata-rata tingkat *leverage* perusahaan sebesar 105.47%, dengan standar deviasi sebesar 257.86%, dimana menunjukkan rasio DER tersebut tidak merata pada tiap-tiap perusahaan sampel penelitian. DER tertinggi dicapai oleh PT Gajah Tunggal Tbk, dengan nilai 2812.67%, pada triwulan IV tahun 2002, sedangkan DER terendah dicapai oleh PT SMART Tbk dengan nilai -2259.65 %, pada triwulan II tahun 2002.

4.4 Analisis Pengaruh Penerapan GCG terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan

Pada analisis ini, semua variabel dikumpulkan dan diolah, serta dipersiapkan untuk dilakukan olah data panel. Dalam hal ini melakukan pengolahan data CGPI, DER, ROE, EGR, Beta, KURS, SBI terhadap *Z score* secara *overall pooled section* dengan bantuan program *EViews* 6.0.

4.4.1 Analisis Regresi Data Panel Tahap Pertama

Tahapan dari serangkaian pengolahan data adalah melakukan tahapan pembentukan model sebagai berikut :

- 1) Model pertama yang dibentuk adalah *Common Effect*, dimana dalam kondisi ini, data yang digunakan tidak dibedakan atas individu dan waktu, atau mengasumsikan perilaku setiap individu sama dalam berbagai kurun waktu. Dengan mengestimasi model dengan *Common Effect* ini berarti menggunakan *intercept* yang tetap untuk setiap individu (Nachrowi dan Usman, 2006, p326), sedangkan kriteria pembobotannya menggunakan *no weighting*. Hasil pengolahan datanya adalah sebagai berikut :

Tabel 4.4 Pengaruh Penerapan GCG terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan dengan *Common Effect*

Dependent Variable: Z SCORE				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 11/29/09 Time: 10:09				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CGPI	4.109143	0.724896	5.668596	0.0000
DER	-0.001055	0.000506	-2.086133	0.0373
ROE	0.063953	0.004782	13.37478	0.0000
EGR	-0.000557	0.000277	-2.012859	0.0445
BETA	-0.771378	0.163062	-4.730593	0.0000
KURS	0.000223	8.25E-05	2.708514	0.0069
SBI	-0.120171	0.036723	-3.272391	0.0011
R-squared	0.280416	Mean dependent var		3.832406
Adjusted R-squared	0.274860	S.D. dependent var		3.325572
S.E. of regression	2.831897	Akaike info criterion		4.928659
Sum squared resid	6231.261	Schwarz criterion		4.970306
Log likelihood	-1925.034	Durbin-Watson stat		0.311565

Sumber : Output EViews 6.0

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa hasil telah baik karena secara keseluruhan telah signifikan, tetapi hubungan EGR dengan *Z score* negatif, dan

hubungan KURS dengan *Z score* positif. Sehingga secara substansi hubungan variabel kontrol tersebut terhadap *Z score* meragukan.

- 2) Pembentukan model kedua adalah Model *Fixed Effect*, dimana pada model ini perbedaan (efek) dari individu diperhitungkan. Pada model ini perbedaan antar individu diakomodasi dalam intersep model, sehingga model ini merupakan model dengan asumsi intersep tidak konstan. Pengolahan data panel dengan model ini diestimasi dengan tehnik *Ordinary Least Square (OLS)*, dengan asumsi matriks varian-covarian *error* bersifat homoskedastis dan tidak terdapat *cross sectional correlation*. Hasil pengolahan datanya pada Tabel 4.5 berikut ini :

Tabel 4.5 Pengaruh Penerapan GCG terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan dengan Model *Fixed Effect*

Dependent Variable: Z SCORE				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 11/29/09 Time: 10:14				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.498577	1.037375	-0.480615	0.6309
CGPI	6.732957	0.726206	9.271421	0.0000
DER	-0.000158	0.000331	-0.476761	0.6337
ROE	0.017551	0.003881	4.522052	0.0000
EGR	0.000149	0.000186	0.800843	0.4236
BETA	-0.152936	0.109053	-1.402404	0.1612
KURS	2.74E-05	0.000110	0.249436	0.8031
SBI	-0.055058	0.024923	-2.209154	0.0275
Effects Specification				
R-squared	0.728661	Mean dependent var	3.832406	
Adjusted R-squared	0.716344	S.D. dependent var	3.325572	
S.E. of regression	1.771179	Akaike info criterion	4.024783	
Sum squared resid	2349.669	Schwarz criterion	4.233016	
Log likelihood	-1542.715	F-statistic	59.15840	
Durbin-Watson stat	0.501760	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber : *Output EViews 6.0*

Hasilnya menunjukkan bahwa DER dan Beta berhubungan negatif dengan *Z score*, dan itupun dalam kondisi tidak signifikan, yang berarti tidak mempunyai pengaruh. Begitu juga dengan KURS, dan EGR sekalipun bertanda positif, tetapi tidak signifikan. Untuk sementara secara substansi model ini lebih baik, dimana R^2 yang didapat lebih tinggi dibandingkan model *Common Effect*, yaitu sebesar 72, 87% dibandingkan 28.04%.

3) Pembentukan model ketiga adalah Model *Random Effect*, dimana pada model ini akan mempunyai intersep yang konstan antar individu, tetapi mempunyai dua jenis *error*, yaitu *error* secara menyeluruh (e_{it}) dan *error* individu (u_i). Untuk mengestimasi koefisien Model *Random Effect* adalah dengan *Generalized Least Square* (GLS), yang merupakan hasil transformasi variabel, sehingga model homoskedastik dan tidak ada korelasi *cross sectional*. Hasil pengolahan datanya sebagai berikut :

Tabel 4.6 Pengaruh Penerapan GCG terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan dengan Model *Random Effect*

Dependent Variable: Z SCORE				
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 11/29/09 Time: 10:25				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.360571	1.079213	-0.334106	0.7384
CGPI	6.539172	0.708135	9.234358	0.0000
DER	-0.000191	0.000330	-0.578367	0.5632
ROE	0.020431	0.003831	5.332915	0.0000
EGR	0.000109	0.000186	0.584010	0.5594
BETA	-0.184783	0.108720	-1.699624	0.0896
KURS	2.93E-05	0.000110	0.266369	0.7900
SBI	-0.058944	0.024787	-2.378032	0.0176

Tabel 4.6 (sambungan)

Weighted Statistics			
R-squared	0.200525	Mean dependent var	0.750252
Adjusted R-squared	0.193313	S.D. dependent var	2.011128
S.E. of regression	1.806310	Sum squared resid	2531.899
F-statistic	27.80523	Durbin-Watson stat	0.471153
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber : *Output EViews 6.0*

Ditinjau dari hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen, kondisinya sama dengan yang didapat pada Model *Fixed Effect*, dimana KURS tetap positif, tetapi tidak signifikan. Begitu juga dengan EGR, sekalipun bertanda positif, tetapi tidak signifikan.

4.4.2 Pengujian Pemilihan Model

Berdasarkan tiga cara pembetulan model diatas, tahap berikutnya adalah melakukan pemilihan model yang paling tepat untuk regresi data panel, melalui pengujian secara formal karena akan memberikan bukti dalam penelitian. Prosedur pengujian yang dilakukan untuk memilih model ada 3 uji, yaitu Uji F (Chow Test), Uji *Lagrange Multiplier* (LM) dan Uji Hausman.

1) Uji F (*Chow Test*)

Uji ini untuk memilih model *Common Effect* atau *Fixed Effect*, sebagai model yang lebih cocok untuk digunakan. Adapun hipotesisnya adalah:

H_0 : Model *Common Effect*

H_1 : Model *Fixed Effect*

2) Uji LM atau *Chi Square*

Uji ini untuk memilih model *Common Effect* atau *Random Effect*, sebagai model yang lebih cocok untuk digunakan. Adapun hipotesisnya adalah:

H_0 : Model *Common Effect*

H_1 : Model *Random Effect*

Hasil pengujian untuk kedua uji diatas seperti pada Tabel 4.7 berikut ini :

Tabel 4.7 Hasil Uji Pemilihan Model
Common Effect dengan *Fixed Effect*

Redundant Fixed Effects Tests			
Pool: Unfixed			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	45.722078	(27,749)	0.0000
Cross-section Chi-square	763.519794	27	0.0000

Sumber : Output EViews 6.0

Berdasarkan dua pengujian diatas dapat diuraikan sebagai berikut :

- untuk uji F didapatkan nilai signifikansi 0.000, maka diambil keputusan untuk menolak H_0 , atau $F_{hitung} = 45.722078$, sedangkan F_{Tabel} sebesar 1.500040. Karena $|F_{hitung}| > |F_{Tabel}|$, maka diambil keputusan untuk menolak H_0 . Dengan demikian, diputuskan model *Fixed Effect*, sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan Model *Common Effect*.
- untuk uji LM didapatkan nilai signifikansi 0.000 atau nilai $\chi^2_{hitung} = 763.519794$, sedangkan $\chi^2_{Tabel} = 40.113272$. Karena $|\chi^2_{hitung}| > |\chi^2_{Tabel}|$, maka diambil keputusan untuk menolak H_0 . Dengan demikian, diputuskan model *Random Effect*, sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan Model *Common Effect*.

Sehingga kini tinggal dua model yang dapat dipilih, yaitu *Fixed Effect* dan *Random Effect*. Untuk melakukan pemilihan antara kedua model ini digunakan Uji Hausman.

3) Uji Hausman

Hipotesis dalam uji ini adalah:

H_0 : *Random Effect* lebih baik dibanding *Fixed Effect*

H_1 : *Fixed Effect* lebih baik dibanding *Random Effect*

Hasil pengujian untuk kedua uji diatas seperti pada Tabel 4.8 dibawah. Untuk uji Hausman didapatkan nilai signifikansi 0.000 atau nilai $\chi^2_{hitung} = 36.089329$,

sedangkan $\chi^2_{Tabel} = 14.06714$. Karena $\chi^2_{hitung} > \chi^2_{Tabel}$, maka diambil keputusan untuk menolak H_0 .

Tabel 4.8 Hasil Uji Pemilihan Model
Random Effect dengan *Fixed Effect*

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Pool: Unfilled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	36.089329	7	0.0000

Sumber : *Output EViews 6.0*

Dengan demikian, diputuskan model *Fixed Effect*, sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan Model *Random Effect*. Dalam pemilihan model, maka ditetapkan model yang akan digunakan dalam analisis adalah Model *Fixed Effect*. Berdasarkan *output* tersebut maka didapat informasi bahwa:

1. Variabel DER, EGR, BETA dan KURS tidak mempunyai pengaruh terhadap *Z score*.
2. Adanya tanda koefisien variabel yang tidak sesuai dengan substansi teori. Munculnya kedua kasus ini, sangat dimungkinkan kondisinya akibat adanya multikolinieritas antar variabel. Untuk itu akan dilakukan pemodelan secara terpisah untuk keempat variabel kontrol tersebut.

4.4.3 Analisis Regresi Data Panel Tahap Kedua

Pada pembentukan model regresi data panel tahap kedua ini, dilakukan pemisahan untuk variabel-variabel DER, EGR, BETA dan KURS, kemudian diolah kembali terhadap *Z score* dengan model yang terpilih adalah *Fixed Effect*. Pada pengolahan data panel dengan model *Fixed Effect* ini diestimasi dengan teknik *Weighted Least Square (WLS)* atau *Cross Section Weight*, dengan maksud untuk menghilangkan struktur matriks varian-covarian *error* yang bersifat hetero-

skedastis dan tidak terdapat *cross sectional correlation*. Hasil pengolahan didapatkan hasil pengolahan Tabel 4.9.

Berdasarkan model dibawah terlihat hanya DER saja yang tidak signifikan terhadap *Z score*, sedang tiga variabel lainnya berpengaruh signifikan. Bahkan dari model ini terlihat bahwa tanda koefisien untuk variabel yang signifikan sesuai dengan substansi. Kondisi di atas menunjukkan bahwa pengaruh EGR, BETA, dan KURS tertutup oleh pengaruh variabel lain yang lebih kuat, sehingga sekalipun mempunyai pengaruh, model tidak menunjukkan pengaruh tersebut.

Tabel 4.9 Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap *Z score*

Dependent Variable: Z SCORE Method: Pooled Least Squares Date: 11/29/09 Time: 11:17 Sample: 2001Q1 2007Q4 Included observations: 28 Cross-sections included: 28 Total pool (balanced) observations: 784 Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.139956	0.971691	6.318838	0.0000
DER	-0.000523	0.000385	-1.358009	0.1749
EGR	0.000380	0.000137	2.777287	0.0056
BETA	-0.258872	0.117550	-2.202222	0.0280
KURS	-0.000216	0.000102	-2.110818	0.0351

Sumber : Output EViews 6.0

Konsekuensi dari pemisahan ini, maka model awal juga harus dibentuk secara terpisah, dimana variabel-variabel seperti CGPI, ROE, dan SBI yang sebelumnya sudah signifikan terhadap *Z score*, diolah kembali secara terpisah, dan hasilnya adalah pada Tabel 4.10. Pengolahan kembali regresi data panel untuk variabel-variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap *Z score*, dengan menggunakan model *Fixed Effect* ini, diestimasi dengan tehnik *Weighted Least Square* (WLS) atau *Cross Section Weight*, terlihat dalam model pada Tabel 4.10

Universitas Indonesia

bahwa nilai R^2 relatif sama dengan model awal (Lampiran 6), yang berarti dengan dikeluarkannya empat variabel yang tidak signifikan tidak berpengaruh banyak terhadap kemampuan model untuk menjelaskan variasi variabel bebas.

Tabel 4.10 Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap *Z score*

Dependent Variable: Z SCORE				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 11/29/09 Time: 11:33				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.555582	0.775757	-0.716181	0.4741
CGPI	6.887064	0.936132	7.356938	0.0000
ROE	0.018062	0.003402	5.308667	0.0000
SBI	-0.051759	0.021285	-2.431682	0.0153

Sumber : Output EViews 6.0

Ini berarti, model awal memang dibentuk hanya oleh ketiga variabel di atas, yaitu CGPI, ROE, dan SBI. Ini juga sebagai bukti adanya multikolinieritas pada model awal.

4.4.4 Pemeriksaan Model

Pemeriksaan model ditujukan untuk melihat apakah $b_1, b_2, b_3, \dots, b_n$ merupakan taksiran yang paling baik untuk $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_n$. Dengan demikian dari model regresi *Fixed Effect* yang dihasilkan pada Tabel 4.9 dan Tabel 4.10 harus diuji apakah telah memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), yaitu dengan penjelasan sebagai berikut :

- 1) Multikolinieritas

Multikolinieritas terjadi jika ada korelasi antara variabel bebas atau terjadinya hubungan linier antar variabel bebas. Masalah multikolinieritas terjadi pada data *cross section*, termasuk data panel. Pada regresi data panel model regresi *Fixed Effect* yang terbentuk sesuai pada Tabel 4.5 dan model regresi *Random Effect* yang terbentuk sesuai pada Tabel 4.6, dilakukan perlakuan pemisahan pengolahan data variabel-variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap Z score, dengan variabel-variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap Z score. Sesuai dengan penjelasan pada sub bab 4.4.2, dimana munculnya dua kasus variabel DER, EGR, BETA dan KURS tidak mempunyai pengaruh terhadap Z score, dan adanya tanda koefisien variabel yang tidak sesuai dengan substansi teori, sangat dimungkinkan kondisi tersebut terjadi akibat adanya multikolinieritas antar variabel. Untuk itu dilakukan pemodelan secara terpisah untuk keempat variabel kontrol tersebut.

Berdasarkan pemisahan perlakuan variabel-variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap Z score, dengan variabel-variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap Z score, maka model regresi *Fixed Effect* pada Tabel 4.9 dan Tabel 4.10, dapat dipastikan bahwa model regresi yang terbentuk telah terbebas dari masalah multikolinieritas.

2) Heteroskedastisitas

Heteroskedastis terjadi bila varian dari variabel gangguan (*error*) tidak konstan atau berubah-ubah. Dalam model regresi data panel menggunakan dua jenis data, yaitu data *cross section* dan data *time series*. Sehingga pada data *cross section* cenderung untuk mempunyai *error* yang heteroskedastis (Nachrowi dan Usman, 2006, p109, p309). Dengan menggunakan *software EViews 6.0*, masalah heteroskedastis pada regresi data panel dengan model *Fixed Effect*, dapat diatasi dengan pemberian bobot, dimana salah satunya dengan model *Weighted Least Square (WLS)*, yaitu jika struktur varian-covarian heteroskedastis, tetapi tidak terdapat *cross section correlation*, seperti yang diaplikasikan pada model yang terbentuk pada Tabel 4.9 dan Tabel 4.10. Dengan demikian pada model yang terbentuk diatas, masalah heteroskedastis telah dapat diatasi.

3) Otokorelasi

Otokorelasi adalah korelasi yang terjadi antar observasi dalam satu variabel. Otokorelasi hampir dipastikan ditemui pada setiap data *time series*, karena secara konseptual data *time series* merupakan data satu individu yang diobservasi dalam rentangan waktu (Nachrowi dan Usman, 2006, p183). Berdasarkan model pada Tabel 4.9 nilai Statistik Durbin-Watson = 0.381447 (Lampiran 4), dan pada Tabel 4.10 nilai Statistik Durbin-Watson = 0.495909 (Lampiran 6), yang merupakan cerminan adanya masalah otokorelasi positif. Dalam model regresi data panel dengan model *Fixed Effect* tidak membutuhkan asumsi terbebasnya model dari serial korelasi, sehingga uji otokorelasi pada regresi data panel dapat diabaikan (Nachrowi dan Usman, 2006, p 330, p334).

4.4.5 Pengujian Hipotesis

4.4.5.1 Uji t

Untuk menganalisis pengaruh ROE, *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, *Corporate Governance Perception Index*, Beta, suku bunga SBI, dan KURS secara parsial terhadap nilai tingkat kesehatan perusahaan, pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan uji t berdasarkan model yang terbentuk pada Tabel 4.9 dan Tabel 4.10 diatas. Hipotesis pertama yang diajukan adalah :

H_0 : Variabel ROE, *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, *Corporate Governance Perception Index*, Beta, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara parsial tidak mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel ROE, *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, *Corporate Governance Perception Index*, Beta, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara parsial mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Dari pengolahan data diperoleh model persamaannya adalah sebagai berikut :

1) Persamaan model regresi data panel untuk Tabel 4.9 (Lampiran 4) :

$$Y_{it-j} = 6.1399 - 0.0005 \text{ DER}_{it} + 0.0004 \text{ EGR}_{it} - 0.2589 \text{ Beta}_{it} - 0.0002 \text{ Kurs}_{it}$$

t	-1.3580	2.7773	-2.2022	-2.1108
Prob	0.1749	0.0056	0.0280	0.0351
$R^2 = 0.666528$				

2) Persamaan model regresi data panel untuk Tabel 4.10 (Lampiran 6):

$$Y_{it,j} = -0.5556 + 6.8871 \text{ CGPI}_{it} + 0.0181 \text{ ROE}_{it} - 0.0518 \text{ SBI}_{it}$$

t	7.356938	5.308667	-2.431682
Prob	0.0000	0.0000	0.0153
$R^2 = 0.727596$			

Uji koefisien regresi secara individual atau Uji t dilakukan untuk mengetahui tingkat signifikansi masing-masing koefisien dari model yang dibentuk. Dalam pengujian ini menggunakan pengujian secara parsial melalui pengamatan nilai signifikansi t pada tingkat α sebesar 5%. Analisis didasarkan pada perbedaan perbandingan antara nilai signifikan t dengan α yang digunakan sebesar 5%, dengan syarat-syaratnya adalah :

- Jika signifikansi $t < 0.05$, maka berarti variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
- Jika signifikansi $t > 0.05$, maka berarti variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Berdasarkan kedua model persamaan regresi data panel diatas, maka dapat diketahui bahwa :

- DER berpengaruh negatif dengan koefisien regresi sebesar -0.0005 dan tidak signifikan terhadap *Z score* pada tingkat α sebesar 5%.
- EGR berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 0.0004, dan signifikan terhadap *Z score* pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi EGR, maka *Z score* semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 % EGR, maka *Z score* akan naik 0,0004 point.
- Beta berpengaruh negatif dengan koefisien regresi sebesar -0.2589 dan signifikan terhadap *Z score* pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi Beta, maka *Z score* semakin rendah, yaitu setiap kenaikan 1 % Beta, maka *Z score* akan turun 0,2589 point.
- KURS berpengaruh negatif dengan koefisien regresi sebesar -0.0002 dan signifikan terhadap *Z score* pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disim-

- pulkan bahwa semakin tinggi KURS, maka *Z score* semakin rendah, yaitu setiap kenaikan 1 rupiah KURS, maka *Z score* akan turun 0,000216 point.
- 5) CGPI berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 6.8871 dan signifikan terhadap *Z score* pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi CGPI, maka *Z score* semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 point CGPI, maka *Z score* akan naik 6,8871 point.
 - 6) ROE berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 0.0181 dan signifikan terhadap *Z score* pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi ROE, maka *Z score* semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 % ROE, maka *Z score* akan naik 0.0181 point.
 - 7) SBI berpengaruh negatif dengan koefisien regresi sebesar - 0.0518 dan signifikan terhadap *Z score* pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi SBI, maka *Z score* semakin rendah, yaitu setiap kenaikan 1 basis point SBI, maka *Z score* akan turun 0.0518 point.

Berdasarkan persamaan tersebut diatas dengan melihat besarnya nilai koefisien dari variabel independen dapat disimpulkan bahwa CGPI atau penerapan GCG merupakan variabel yang memiliki kontribusi yang paling besar dibandingkan variabel lainnya dalam mempengaruhi *Z score* atau tingkat kesehatan perusahaan.

4.4.5.2 Uji F

Untuk menganalisis pengaruh ROE, *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, *Corporate Governance Perception Index*, Beta, suku bunga SBI, dan KURS secara secara simultan bersama-sama terhadap nilai tingkat kesehatan perusahaan, pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan uji F berdasarkan model yang terbentuk pada Tabel 4.11 dan Tabel 4.12 dibawah ini. Hipotesis ke dua yang diajukan adalah :

H_0 : Variabel ROE, *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, *Corporate Governance Perception Index*, Beta, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel ROE, *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, *Corporate Governance Perception Index*, Beta, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Berdasarkan pengolahan model regresi data panel yang terbentuk 2 buah model *Fixed Effect*, sehingga uji F akan dilakukan terhadap kedua model tersebut seperti pada Tabel 4.11 dibawah ini.

Tabel 4.11 Nilai F Statistik Hasil Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap *Z score*

R-squared	0.666528	Mean dependent var	3.832406
Adjusted R-squared	0.652781	S.D. dependent var	3.325672
S.E. of regression	1.959603	Akaike info criterion	4.223321
Sum squared resid	2887.713	Schwarz criterion	4.413705
Log likelihood	-1623.542	F-statistic	48.48586
Durbin-Watson stat	0.381447	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber : *Output EViews 6.0*

Dengan demikian hipotesa kedua diatas perlu disesuaikan menjadi :

- 1) Hipotesis untuk pengaruh variabel DER, EGR, dan KURS terhadap *Z score* menjadi :

H_0 : Variabel *Debt to Equity Ratio*, *Earning Growth*, Beta, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel *Debt to Equity Ratio*, *Earning Growth*, Beta, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

- 2) Sedangkan hipotesa untuk pengaruh variabel CGPI, ROE dan SBI terhadap *Z score* menjadi:

H_0 : Variabel *Corporate Governance Perception Index*, ROE, dan suku bunga SBI, secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel *Corporate Governance Perception Index*, ROE, dan suku bunga SBI, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Berdasarkan Tabel 4.11 dapat dijelaskan bahwa $F_{\text{Statistik}}$ (F_{hitung}) untuk variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap Z_{score} adalah 48.48586, sedangkan $F_{\text{Tabel}} = 2.6163$. Karena $|F_{\text{Statistik}}| > |F_{\text{Tabel}}|$, berarti H_0 ditolak, dan H_1 diterima pada $\alpha=5\%$, artinya variabel independen tersebut secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007. Cara lain adalah dengan melihat nilai Prob ($F_{\text{Statistik}}$) = 0.000000, dimana lebih kecil dari $\alpha = 5\%$.

Tabel 4.12 Nilai F Hasil Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap Z_{score}

R-squared	0.727596	Mean dependent var	3.832406
Adjusted R-squared	0.716744	S.D. dependent var	3.325572
S.E. of regression	1.769931	Akaike info criterion	4.018496
Sum squared resid	2358.890	Schwarz criterion	4.202930
Log likelihood	-1544.250	F-statistic	67.04265
Durbin-Watson stat	0.495909	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber : *Output EViews 6.0*

Berdasarkan Tabel 4.12 diatas dapat dijelaskan bahwa $F_{\text{Statistik}}$ (F_{hitung}) untuk variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap Z_{score} adalah 67.04265, sedangkan $F_{\text{Tabel}} = 3.007$. Karena $|F_{\text{Statistik}}| > |F_{\text{Tabel}}|$, berarti H_0 ditolak, dan H_1 diterima pada $\alpha=5\%$, artinya variabel independen tersebut secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007. Cara lain adalah dengan melihat nilai Prob ($F_{\text{Statistik}}$) = 0.000000, dimana lebih kecil dari $\alpha = 5\%$.

4.4.5.3 Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasarkan model yang terbentuk pada Tabel 4.11 dan Tabel 4.12 diatas koefisien determinasi (R^2) dari persamaan kedua model regresi masing-masing sebesar 66.65 % dan 72.76 %. Untuk nilai koefisien determinasi (R^2) dari Tabel 4.9 tersebut berarti sebesar 66.65 % dari variabel dependen *Z score* dapat diterangkan dengan variabel independen DER, EGR, BETA dan KURS di dalam model, sedangkan 33.35% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model. Untuk nilai koefisien determinasi (R^2) dari Tabel 4.10 tersebut berarti sebesar 72.76 % dari variabel dependen *Z score* dapat diterangkan dengan variabel independen CGPI, ROE, dan SBI di dalam model, sedangkan 27.24 % dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model.

4.4.6 Hubungan Nilai Intersep dengan *Z score*

Berdasarkan model yang terbentuk pada Tabel 4.12 (Lampiran 6), nilai intersep yang dihasilkan merupakan nilai penentu *Z score* . Semakin besar nilai intersep, maka nilai *Z score* semakin tinggi. Dengan kata lain semakin besar intersep, maka tingkat kesehatan perusahaan semakin baik.

Tabel 4.13 Pengaruh Penerapan GCG terhadap *Z score* pada 28 Perusahaan Kelompok III Periode Tahun 2001-2007

No	Perusahaan	Koefisien
1	_UNVR-C	9.17496
2	_AALI-C	4.882559
3	_RALS-C	2.932364
4	_TSPC-C	2.953546
5	_KLBF-C	0.816917
6	_PTBA-C	1.350602
7	_SMGR-C	1.991468
8	_TLKM-C	-0.520935
9	_ANTM-C	-0.710801
10	_MTDL-C	0.037082

Tabel 4.13 (sambungan)

No	Perusahaan	Koefisien
11	_AUTO-C	-0.573309
12	_TINS-C	-0.579112
13	_CPIN-C	0.00404
14	_ADHI-C	-2.004774
15	_ASGR-C	-1.475226
16	_UNTR-C	-1.244354
17	_ASII-C	-2.241625
18	_JNDF-C	-0.40852
19	_MEDC-C	-1.568566
20	_MPPA-C	-0.910821
21	_LSIP-C	-0.192473
22	_CMNP-C	-1.311703
23	_LTLS-C	-0.915226
24	_JSAT-C	-1.140422
25	_BMTR-C	-2.517293
26	_MLPL-C	-0.698869
27	_BNBR-C	-2.918294
28	_BRPT-C	-2.211216

Sumber : *Output EViews 6.0* (data diolah kembali)

Pada tabel diatas disajikan bahwa rata-rata *Z score* terbesar adalah UNVR, kemudian AALI, RALS, TSPC, dan KLBF diantara 28 perusahaan yang aktif menerapkan GCG, yang dijadikan sampel penelitian, sedangkan yang lainnya berada di bawah nilai tersebut.

Dengan demikian berarti penerapan GCG dapat meningkatkan tingkat kesehatan perusahaan yang direpresentasikan dengan *Z score* pada 28 perusahaan yang termasuk dalam kelompok III pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

4.5 Analisis Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Operasional Perusahaan

Pada analisis ini, semua variabel dikumpulkan dan diolah, serta dipersiapkan untuk dilakukan olah data panel. Dalam hal ini melakukan pengolahan data

Universitas Indonesia

CGPI, EGR, DER, BETA, KURS, SBI terhadap ROE secara *overall pooled section* dengan bantuan program *EViews 6.0*.

4.5.1 Analisis Regresi Data Panel Tahap Pertama

Tahapan dari serangkaian pengolahan data adalah melakukan tahapan pembentukan model sebagai berikut :

- 1) Model pertama yang dibentuk adalah *Common Effect*, dimana dalam kondisi ini, data yang digunakan tidak dibedakan atas individu dan waktu, atau mengasumsikan perilaku setiap individu sama dalam berbagai kurun waktu. Dengan mengestimasi model dengan *Common Effect* ini berarti menggunakan *intercept* yang tetap untuk setiap individu (Nachrowi dan Usman, 2006, p326), sedangkan kriteria pembobotannya menggunakan *no weighting*. Hasil pengolahan datanya disajikan pada Tabel 4.14.

Tabel 4.14 Hasil Regresi Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Operasional Perusahaan dengan *Common Effect*

Dependent Variable: ROE				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 11/29/09 Time: 11:59				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CGPI	33.82022	5.298187	6.383356	0.0000
EGR	0.012493	0.002027	6.163276	0.0000
DER	-0.010716	0.003772	-2.841026	0.0046
BETA	2.499015	1.219324	2.049509	0.0407
KURS	-0.001791	0.000615	-2.913233	0.0037
SBI	0.996580	0.273012	3.650313	0.0003
R-squared	0.106881	Mean dependent var	19.47893	
Adjusted R-squared	0.101141	S.D. dependent var	22.39590	
S.E. of regression	21.23314	Akaike info criterion	8.956627	
Sum squared resid	350758.3	Schwarz criterion	8.992324	
Log likelihood	-3504.998	Durbin-Watson stat	0.365220	

Sumber : Output *EViews 6.0*

Dari Tabel 4.14 tersebut dapat diketahui bahwa hasil telah baik karena secara keseluruhan telah signifikan, tetapi hubungan Beta dan SBI dengan ROE positif, sehingga secara substansi hubungan variabel kontrol tersebut terhadap ROE meragukan.

- 2) Pembentukan model kedua adalah model *Fixed Effect*, dimana pada model ini perbedaan (efek) dari individu diperhitungkan. Pada model ini perbedaan antar individu diakomodasi dalam intersep model, sehingga model ini merupakan model dengan asumsi intersep tidak konstan. Pada pengolahan data panel dengan model ini diestimasi dengan tehnik *Ordinary Least Square* (OLS), dengan asumsi matriks varian-covarian *error* bersifat homoskedastis dan tidak terdapat cross sectional correlation.

Hasil pengolahan datanya pada Tabel 4.15 dibawah ini. Hasilnya menunjukkan bahwa Beta, SBI dan KURS berhubungan positif dengan ROE, sebagaimana model *Common Effect*.

Tabel 4.15 Hasil Regresi Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Operasional Perusahaan dengan Model *Fixed Effect*

Dependent Variable: ROE				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 11/29/09 Time: 12:00				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-14.22138	9.745682	-1.459249	0.1449
CGPI	22.83761	6.780979	3.367893	0.0008
EGR	0.011731	0.001701	6.897301	0.0000
DER	-0.010780	0.003091	-3.487825	0.0005
BETA	2.475929	1.021965	2.422715	0.0156
KURS	0.000925	0.001034	0.894866	0.3711
SBI	0.653141	0.233253	2.800134	0.0052

Tabel 4.15 (sambungan)

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.469761	Mean dependent var	19.47893
Adjusted R-squared	0.446430	S.D. dependent var	22.39590
S.E. of regression	16.66306	Akaike info criterion	8.508664
Sum squared resid	208243.1	Schwarz criterion	8.708947
Log likelihood	-3300.612	F-statistic	20.13502
Durbin-Watson stat	0.606777	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber : Output EViews 6.0

- 3) Pembentukan model ketiga adalah Model *Random Effect*, dimana pada model ini akan mempunyai intersep yang konstan antar individu, tetapi mempunyai dua jenis *error*, yaitu *error* secara menyeluruh (e_{it}) dan *error* individu (u_i). Untuk mengestimasi koefisien Model *Random Effect* adalah dengan *Generalized Least Square* (GLS), yang merupakan hasil transformasi variabel, sehingga model Homoskedastik dan tidak ada korelasi *cross sectional*. Hasil pengolahan datanya disajikan pada Tabel 4.16 di bawah ini.

Tabel 4.16 Hasil Regresi Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Operasional Perusahaan dengan Model *Random Effect*

Dependent Variable: ROE				
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 11/29/09 Time: 12:02				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-15.26260	10.04839	-1.518910	0.1292
CGPI	24.36213	6.569758	3.711268	0.0002
EGR	0.011780	0.001695	6.949688	0.0000
DER	-0.010746	0.003083	-3.484940	0.0005
BETA	2.512711	1.018180	2.467845	0.0138
KURS	0.000891	0.001033	0.862606	0.3886
SBI	0.678315	0.231660	2.928064	0.0035

Universitas Indonesia

Tabel 4.16 (sambungan)

Weighted Statistics			
R-squared	0.094675	Mean dependent var	4.195654
Adjusted R-squared	0.087685	S.D. dependent var	17.41140
S.E. of regression	16.63053	Sum squared resid	214898.5
F-statistic	13.54263	Durbin-Watson stat	0.589063
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber : Output EViews 6.0

Ditinjau dari hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen, kondisinya sama dengan yang didapat dalam Model *Fixed Effect*, dimana Beta, SBI, dan KURS tetap positif.

4.5.2 Pengujian Pemilihan Model

Berdasarkan tiga cara pembetulan model diatas, tahap berikutnya adalah melakukan pemilihan model yang paling tepat untuk regresi data panel, melalui pengujian secara formal karena akan memberikan bukti dalam penelitian. Prosedur pengujian yang dilakukan untuk memilih model ada 3 uji, yaitu Uji F, Uji Lagrange Multiplier (LM) dan Uji Hausman dengan penjelasan sebagai berikut :

1) Uji F

Uji ini untuk memilih model *Common Effect* atau *Fixed Effect*, sebagai model yang lebih cocok untuk digunakan. Adapun hipotesisnya adalah:

H_0 : Model Common Effect

H_1 : Model Fixed Effect

2) Uji LM atau Chi Square

Uji ini untuk memilih model *Common Effect* atau *Random Effect*, sebagai model yang lebih cocok untuk digunakan. Adapun hipotesisnya adalah:

H_0 : Model Common Effect

H_1 : Model *Random Effect*

Hasil pengujian untuk kedua uji diatas disajikan pada Tabel 4.17 dibawah ini , sehingga dapat dijelaskan sebagai berikut :

Universitas Indonesia

- Berdasarkan dua pengujian pada Tabel 4.17, untuk uji F didapatkan nilai signifikansi 0.000, maka diambil keputusan untuk menolak H_0 , atau $F_{hitung} = 18.749934$, sedangkan F_{Tabel} sebesar 1.500040. Karena $|F_{hitung}| > |F_{Tabel}|$, maka diambil keputusan untuk menolak H_0 . Dengan demikian, diputuskan model *Fixed Effect*, sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan Model *Common Effect*.

Tabel 4.17 Hasil Uji Pemilihan Model
Common Effect dengan *Fixed Effect*

Redundant Fixed Effects Tests			
Pool: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	18.749934	(27,750)	0.0000
Cross-section Chi-square	404.396411	27	0.0000

Sumber : Output EViews 6.0

- Untuk uji LM didapatkan nilai signifikansi 0.000 atau nilai $\chi^2_{hitung} = 404.396411$, sedangkan $\chi^2_{Tabel} = 40.113272$. Karena $|\chi^2_{hitung}| > |\chi^2_{Tabel}|$, maka diambil keputusan untuk menolak H_0 . Dengan demikian, diputuskan model *Random Effect*, sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan Model *Common Effect*.

Sehingga kini tinggal dua model yang dapat dipilih, yaitu *Fixed Effect* dan *Random Effect*. Untuk melakukan pemilihan antara kedua model ini digunakan Uji Hausman.

3) Uji Hausman

Hipotesis dalam uji ini adalah:

H_0 : *Random Effect* lebih baik dibanding *Fixed Effect*

H_1 : *Fixed Effect* lebih baik dibanding *Random Effect*

Hasil pengujian untuk kedua uji diatas seperti pada tabel berikut ini :

Tabel 4.18 Hasil Uji Pemilihan Model *Random Effect* dengan *Fixed Effect*

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Pool: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	6	1.0000

* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.

Sumber : *Output EViews 6.0*

Dari Tabel 4.18 diatas, untuk uji Hausman didapatkan nilai signifikansi 1.000, maka diambil keputusan untuk tidak menolak H_0 , atau dengan cara lain nilai $\chi^2_{hitung} = 0.000$, sedangkan $\chi^2_{Tabel} = 12.5916$. Karena $|\chi^2_{hitung}| < |\chi^2_{Tabel}|$, maka diambil keputusan untuk tidak menolak H_0 . Dengan demikian, diputuskan model *Random Effect*, sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan Model *Fixed Effect*.

Dalam pemilihan model, maka ditetapkan model yang akan digunakan dalam analisis ini adalah Model *Random Effect*. Berdasarkan *output* tersebut maka didapat informasi bahwa:

- Hanya variabel KURS yang tidak mempunyai pengaruh terhadap ROE.
- Ada kecurigaan bahwa kondisi tersebut diakibatkan adanya korelasi KURS dengan SBI. Oleh karenanya, variabel KURS dikeluarkan dari model, dan akan dibuat model secara terpisah

4.5.3 Analisis Regresi Data Panel Tahap Kedua

Pada pembentukan model regresi data panel tahap kedua ini, dilakukan pemisahan variabel KURS dengan variabel-variabel CGPI, EGR, DER, BETA, SBI, kemudian diolah kembali terhadap ROE dengan model yang terpilih adalah *Random Effect*.

Adapun metode yang paling baik untuk mengestimasi koefisien Model *Random Effect* adalah *Generalized Least Square (GLS)*, yang merupakan hasil transformasi variabel, sehingga model homoskedastik dan tidak ada korelasi *cross sectional*. Hasil pengolahan datanya disajikan pada Tabel 4.19 berikut ini :

Tabel 4.19 Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI terhadap ROE

Dependent Variable: ROE				
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 11/29/09 Time: 12:08				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.678476	6.535046	-1.327990	0.1846
CGPI	25.15890	6.506882	3.866507	0.0001
EGR	0.011791	0.001695	6.957165	0.0000
DER	-0.010620	0.003080	-3.448554	0.0006
BETA	2.556133	1.016801	2.513898	0.0121
SBI	0.782768	0.197464	3.964098	0.0001

Sumber : *Output EViews 6.0*

Berdasarkan model di atas terlihat hasil telah baik karena secara keseluruhan semua variabel signifikan terhadap ROE.

Variabel KURS sebagai variabel independen tunggal diolah kembali secara terpisah terhadap ROE. Pengolahan kembali regresi data panel untuk variabel KURS terhadap ROE, dengan menggunakan model *Random Effect* ini, diperoleh koefisien regresi signifikan secara statistik. Ini menunjukkan bahwa variabel KURS mempunyai pengaruh terhadap ROE, dan hasilnya adalah pada Tabel 4.20 dibawah ini.

Tabel 4.20 Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel KURS terhadap ROE

Dependent Variable: ROE				
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 11/29/09 Time: 12:18				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				

Tabel 4.20 (sambungan)

Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.409024	8.920703	0.045851	0.9634
KURS	0.002042	0.000908	2.249248	0.0248

Sumber : Output EViews 6.0

4.5.4 Pemeriksaan Model

Pemeriksaan model ditujukan untuk melihat apakah $b_1, b_2, b_3, \dots, b_n$ merupakan taksiran yang paling baik untuk $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_n$. Dengan demikian dari model regresi *Random Effect* yang dihasilkan pada Tabel 4.19 dan Tabel 4.20 harus diuji apakah telah memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), yaitu dengan penjelasan sebagai berikut :

1) Multikolinieritas

Multikolinieritas terjadi jika ada korelasi antara variabel bebas atau terjadinya hubungan linier antar variabel bebas. Masalah multikolinieritas terjadi pada data *cross section*, termasuk data panel. Pada regresi data panel model regresi *Fixed Effect* yang terbentuk sesuai pada Tabel 4.15 dan model regresi *Random Effect* yang terbentuk sesuai Tabel 4.16, dilakukan perlakuan pemisahan pengolahan data variabel-variabel CGPI, EGR, DER, BETA, SBI, terhadap ROE, dengan variabel KURS terhadap ROE. Sesuai dengan penjelasan pada sub bab 4.5.2, dimana variabel KURS tidak mempunyai pengaruh terhadap ROE, dan adanya tanda koefisien variabel yang tidak sesuai dengan substansi teori, sangat dimungkinkan kondisi tersebut terjadi akibat adanya multikolinieritas antar variabel. Untuk itu dilakukan pemodelan secara terpisah untuk variabel kontrol tersebut.

Berdasarkan pemisahan perlakuan variabel-variabel CGPI, EGR, DER, BETA, SBI, terhadap ROE, dengan variabel KURS terhadap ROE, maka model regresi *Random Effect* pada Tabel 4.19 dan Tabel 4.20, dapat dipastikan bahwa model regresi yang terbentuk telah terbebas dari masalah multikolinieritas.

2) Heteroskedastisitas

Heteroskedastis terjadi bila varian dari variabel gangguan (*error*) tidak konstan atau berubah-ubah. Dalam model regresi data panel menggunakan dua jenis data, yaitu data *cross section* dan data *time series*. Sehingga pada data *cross section* cenderung untuk mempunyai *error* yang heteroskedastis (Nachrowi dan Usman, 2006, p109, p309). Sesuai pada penjelasan sebelumnya, bahwa dengan mengestimasi koefisien Model *Random Effect* melalui *Generalized Least Square* (GLS), merupakan hasil transformasi variabel, sehingga model homoskedastik dan tidak ada korelasi *cross sectional*, seperti yang diaplikasikan pada model yang terbentuk pada Tabel 4.19 dan Tabel 4.20. Dengan demikian pada model yang terbentuk diatas, masalah heteroskedastis telah dapat diatasi.

3) Otokorelasi

Otokorelasi adalah korelasi yang terjadi antar observasi dalam satu variabel. Otokorelasi hampir dipastikan ditemui pada setiap data *time series*, karena secara konseptual data *time series* merupakan data satu individu yang diobservasi dalam rentangan waktu (Nachrowi dan Usman, 2006, p183). Berdasarkan model pada Tabel 4.19 nilai Statistik Durbin-Watson = 0.586683 (Lampiran 8), dan pada Tabel 4.20 nilai Statistik Durbin-Watson = 0.527300 (Lampiran 10), yang merupakan cerminan adanya masalah otokorelasi positif. Dalam model regresi data panel dengan model *Random Effect* tidak membutuhkan asumsi terbebasnya model dari serial korelasi, sehingga uji otokorelasi pada regresi data panel dapat diabaikan (Nachrowi, dan Usman 2006, p 330, p334).

4.5.5 Pengujian Hipotesis

4.5.5.1 Uji t

Untuk menganalisis pengaruh CGPI, EGR, DER, BETA, KURS, SBI secara parsial terhadap ROE, pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan uji t berdasarkan model yang terbentuk pada Tabel 4.19 dan Tabel 4.20 diatas. Hipotesis ketiga yang diajukan adalah :

H_0 : Variabel *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, *Corporate Governance Perception Index*, *Beta*, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara parsial tidak mempengaruhi nilai ROE sebagai nilai proksi kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, *Corporate Governance Perception Index*, *Beta*, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara parsial mempengaruhi nilai ROE sebagai nilai proksi kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Dari pengolahan data diperoleh model persamaannya adalah sebagai berikut :

1) Persamaan model regresi data panel untuk Tabel 4.19 (Lampiran 8) :

$$ROE = -8.678 + 25.159CGPI + 0.012EGR - 0.011DER + 2.556BETA + 0.783 SBI$$

t	3.866507	6.957165	-3.448554	2.513898	3.964098
Prob	0.0001	0.0000	0.0006	0.0121	0.0001
$R^2 = 0.093805$					

2) Persamaan model regresi data panel untuk Tabel 4.20 (Lampiran 10) :

$$ROE = 0.409 + 0.002 KURS$$

t	2.2492
Prob	0.0248
$R^2 = 0.006428$	

Uji koefisien regresi secara individual atau Uji t dilakukan untuk mengetahui tingkat signifikansi masing-masing koefisien dari model yang dibentuk. Dalam pengujian ini menggunakan pengujian secara parsial melalui pengamatan nilai signifikansi t pada tingkat α sebesar 5%. Analisis didasarkan pada perbedaan perbandingan antara nilai signifikan t dengan α yang digunakan sebesar 5%, dengan syarat-syaratnya adalah :

- c) Jika signifikansi $t < 0.05$, maka berarti variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
- d) Jika signifikansi $t > 0.05$, maka berarti variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Berdasarkan kedua model persamaan regresi data panel diatas, maka dapat diketahui bahwa :

- 1) CGPI berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 25.1589 dan signifikan terhadap ROE pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi CGPI, maka ROE semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 point CGPI, maka ROE akan naik 25, 1589 point.
- 2) EGR. berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 0.0118, dan signifikan terhadap ROE pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi EGR, maka ROE juga semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1% EGR, maka ROE akan naik 0,0118 point.
- 3) DER berpengaruh negatif dengan koefisien regresi sebesar -0.0106 dan signifikan terhadap ROE pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi DER, maka ROE semakin rendah, yaitu setiap kenaikan 1% DER, maka ROE akan turun 0,0106 point.
- 8) BETA berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 2,5561 dan signifikan terhadap ROE pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi Beta, maka ROE semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 point Beta, maka ROE akan naik 2,5561 point.
- 9) SBI berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 0,7828 dan signifikan terhadap ROE pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi SBI, maka ROE semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 basis point SBI, maka ROE akan naik 0,7828 point.
- 10) KURS berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 0,0020 dan signifikan terhadap ROE pada tingkat α sebesar 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi KURS semakin tinggi ROE, dimana setiap kenaikan 1 rupiah KURS, menyebabkan kenaikan ROE sebesar 0,0020 point.

Berdasarkan persamaan tersebut diatas dengan melihat besarnya nilai koefisien dari variabel independen dapat disimpulkan bahwa CGPI atau penerapan GCG merupakan variabel yang memiliki kontribusi yang paling besar dibandingkan variabel lainnya dalam mempengaruhi ROE atau kinerja operasional perusahaan.

4.5.5.2 Uji F

Untuk menganalisis pengaruh CGPI, EGR, DER, BETA, KURS, SBI secara simultan bersama-sama terhadap ROE, pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan uji F berdasarkan model yang terbentuk pada Tabel 4.19 dan Tabel 4.20 diatas. Hipotesis ke empat yang diajukan adalah :

H_0 : Variabel *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, Beta, *Corporate Governance Perception Index*, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai ROE sebagai nilai proksi kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, Beta, *Corporate Governance Perception Index*, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai ROE sebagai nilai proksi kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Berdasarkan pengolahan model regresi data panel yang terbentuk 2 buah model *Random Effect*, sehingga uji F akan dilakukan terhadap kedua model tersebut seperti pada Tabel dibawah ini.

Namun untuk model regresi antara variabel tunggal KURS terhadap ROE, uji F tidak dilakukan karena cukup dengan Uji t. Dengan demikian hipotesa diatas perlu disesuaikan menjadi :

H_0 : Variabel *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, Beta, *Corporate Governance Perception Index*, dan suku bunga SBI, secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai ROE sebagai nilai proksi kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel *Earning Growth*, *Debt to Equity Ratio*, Beta, *Corporate Governance Perception Index*, dan suku bunga SBI, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai ROE sebagai nilai proksi kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Berdasarkan Tabel 4.21 dibawah ini dapat dijelaskan bahwa $F_{\text{Statistik}}$ (F_{hitung}) untuk variabel CGPI, EGR, DER, BETA, SBI terhadap ROE adalah 16.10694, sedangkan $F_{\text{Tabel}} = 2.3833$.

Tabel 4.21 Uji F Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, Variabel CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI terhadap ROE

R-squared	0.093805	Mean dependent var	4.195098
Adjusted R-squared	0.087981	S.D. dependent var	17.41132
S.E. of regression	16.62776	Sum squared resid	215103.3
F-statistic	16.10694	Durbin-Watson stat	0.586683
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber : *Output EViews 6.0*

Karena $|F_{\text{Statistik}}| > |F_{\text{Tabel}}|$, berarti H_0 ditolak, dan H_1 diterima pada $\alpha=5\%$, artinya variabel independen tersebut secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007. Cara lain adalah dengan melihat nilai Prob ($F_{\text{Statistik}} = 0.000000$), dimana lebih kecil dari $\alpha 5\%$.

4.5.5.3 Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasarkan model yang terbentuk pada Tabel 4.19 dan Tabel 4.20 diatas koefisien determinasi (R^2) dari persamaan kedua model regresi masing-masing sebesar 9.38 % (Lampiran 8), dan 0.64 % (Lampiran 10). Untuk nilai koefisien determinasi (R^2) dari model yang terbentuk pada Tabel 4.19 tersebut nilai R^2 relatif rendah sekitar 9.38 %, yang berarti variabel independen CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI hanya mampu menjelaskan variasi variabel dependen ROE kurang dari 10%. Ini berarti, masih banyak variabel independen diluar variabel-variabel independen yang digunakan yaitu sebesar 90.62%, yang mampu menjelaskan variasi ROE tidak terobservasi di dalam model.

Untuk nilai koefisien determinasi (R^2) dari model yang terbentuk pada Tabel 4.20 tersebut nilai R^2 relatif rendah sekitar 0.64 %, yang berarti variabel independen KURS hanya mampu menjelaskan variasi variabel dependen ROE kurang dari 1%. Ini berarti, masih banyak variabel independen diluar variabel-variabel

independen yang digunakan yaitu sebesar 99.36%, yang mampu menjelaskan variasi ROE tidak terobservasi di dalam model.

4.5.6 Hubungan Nilai Intersep dengan ROE

Berdasarkan kedua model yang terbentuk pada Tabel 4.19 (Lampiran 8), nilai intersep yang dihasilkan merupakan nilai penentu nilai ROE. Semakin besar nilai intersep, maka nilai ROE semakin tinggi. Dengan kata lain semakin besar intersep, maka kinerja operasional perusahaan semakin baik.

Tabel 4.22 Pengaruh Penerapan GCG terhadap ROE pada 28 perusahaan kelompok JII periode tahun 2001-2007

No	Perusahaan	Coefficient
1	_UNVR-C	39.86615
2	_TLKM-C	21.02244
3	_ASII-C	20.58475
4	_KLBF-C	11.86161
5	_AALI-C	9.234681
6	_UNTR-C	8.139949
7	_ANTM-C	7.149415
8	_TSPC-C	4.588206
9	_AUTO-C	3.857118
10	_RALS-C	3.716932
11	_PTBA-C	0.549791
12	_ADHI-C	0.345371
13	_SMGR-C	0.290156
14	_ISAT-C	-0.480539
15	_LSIP-C	-0.734845
16	_INDF-C	-1.9855
17	_BMTR-C	-3.705702
18	_BRPT-C	-4.841587
19	_ASGR-C	-6.057599
20	_MLPL-C	-7.643893
21	_LTLS-C	-8.373988
22	_MEDC-C	-8.424315
23	_CPIN-C	-8.468025
24	_MTDL-C	-11.07675
25	_MPPA-C	-11.75293
26	_TINS-C	-13.74836
27	_CMNP-C	-18.33433
28	_BNBR-C	-25.57821

Sumber : Output EViews 6.0

Pada Tabel 4.22 terlihat bahwa rata-rata ROE terbesar adalah UNVR, kemudian TLKM, ASII, KLBK, AALI, dan UNTR diantara 28 perusahaan yang aktif mengimplemtasikan GCG, yang dijadikan sampel penelitian, sedangkan yang lainnya berada di bawah nilai tersebut.

Dengan demikian berarti penerapan GCG dapat meningkatkan kinerja operasional perusahaan yang direpresentasikan dengan ROE pada 28 perusahaan yang termasuk dalam kelompok JII pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007 seperti disajikan pada Tabel 4.22 diatas. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Klapper dan Love (2002), dan penelitian Darmawati *et.al* (2005).

4.6 Analisis Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Pasar Perusahaan

Pada analisis ini, semua variabel dikumpulkan dan diolah, serta dipersiapkan untuk dilakukan olah data panel. Dalam hal ini melakukan pengolahan data CGPI, ROE, DPO, EGR, BETA, KURS, dan SBI terhadap PBV secara *overall pooled section* dengan bantuan program *EViews 6.0*.

4.6.1 Analisis Regresi Data Panel Tahap Pertama

Tahapan dari serangkaian pengolahan data adalah melakukan tahapan pembentukan model sebagai berikut :

- 1) Model pertama yang dibentuk adalah *Common Effect*, dimana dalam kondisi ini, data yang digunakan tidak dibedakan atas individu dan waktu, atau mengasumsikan perilaku setiap individu sama dalam berbagai kurun waktu. Dengan mengestimasi model dengan *Common Effect* ini berarti menggunakan *intercep* yang tetap untuk setiap individu (Nachrowi dan Usman, 2006, p326), sedangkan kriteria pembobotannya menggunakan *no weighting*.

Dari Tabel 4.23 dapat diketahui bahwa hasil telah baik karena secara keseluruhan telah signifikan, tetapi hubungan EGR dengan PBV negatif, dan hubungan KURS dengan PBV positif. Sehingga secara substansi hubungan kedua variabel kontrol tersebut terhadap PBV meragukan. Hasil pengolahan datanya disajikan pada Tabel 4.23 dibawah ini.

Tabel 4.23 Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Pasar Perusahaan dengan Model *Common Effect*

Dependent Variable: PBV				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 11/29/09 Time: 12:26				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CGPI	2.249208	0.548226	4.102698	0.0000
ROE	0.056399	0.003619	15.58436	0.0000
DPO	0.016647	0.004220	3.944786	0.0001
EGR	-0.000762	0.000208	-3.663912	0.0003
BETA	-0.284378	0.123140	-2.309393	0.0212
KURS	0.000131	6.25E-05	2.097031	0.0363
SBI	-0.126189	0.027776	-4.543145	0.0000
R-squared	0.326711	Mean dependent var	2.203448	
Adjusted R-squared	0.321511	S.D. dependent var	2.600506	
S.E. of regression	2.142047	Akaike info criterion	4.370290	
Sum squared resid	3565.161	Schwarz criterion	4.411936	
Log likelihood	-1708.154	Durbin-Watson stat	0.304083	

Sumber : Output EViews 6.0

- 2) Pembentukan model kedua adalah Model *Fixed Effect*, dimana pada model ini perbedaan (efek) dari individu diperhitungkan. Pada model ini perbedaan antar individu diakomodasi dalam intersep model, sehingga model ini merupakan model dengan asumsi intersep tidak konstan.

Pada pengolahan data panel dengan model ini diestimasi dengan tehnik *Ordinary Least Square (OLS)*, dengan asumsi matriks varian-covarian *error* bersifat homoskedastis dan tidak terdapat *cross sectional correlation*.

Hasil pengolahan datanya pada Tabel 4.24 dibawah ini.

Tabel 4.24 Hasil Regresi Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Pasar Perusahaan dengan Model *Fixed Effect*

Dependent Variable: PBV				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 11/29/09 Time: 12:28				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.353948	0.772014	-1.753788	0.0799
CGPI	3.227063	0.539757	5.978736	0.0000
ROE	0.011639	0.002864	4.064327	0.0001
DPO	0.006204	0.002691	2.305481	0.0214
EGR	3.89E-05	0.000138	0.282911	0.7773
BETA	0.047806	0.081175	0.588922	0.5561
KURS	0.000241	8.16E-05	2.953370	0.0032
SBI	-0.106240	0.018549	-5.727553	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.754654	Mean dependent var	2.203448	
Adjusted R-squared	0.743516	S.D. dependent var	2.600506	
S.E. of regression	1.317005	Akaike info criterion	3.432214	
Sum squared resid	1299.143	Schwarz criterion	3.640446	
Log likelihood	-1310.428	F-statistic	67.75965	
Durbin-Watson stat	0.493927	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber : Output EViews 6.0

Hasilnya ternyata menunjukkan bahwa EGR dan BETA tidak signifikan. Akan tetapi, koefisien EGR berubah menjadi positif, yang diikuti variabel BETA yang berubah menjadi positif.

- 3) Pembentukan model ketiga adalah Model *Random Effect*, dimana pada model ini akan mempunyai intersep yang konstan antar individu, tetapi mempunyai dua jenis *error*, yaitu *error* secara menyeluruh (e_{it}) dan *error* individu (u_i). Untuk mengestimasi koefisien Model *Random Effect* adalah dengan *Generalized Least Square* (GLS), yang merupakan hasil transformasi variabel, sehingga model homoskedastik dan tidak ada korelasi *cross sectional*. Hasil pengolahan datanya disajikan pada Tabel 4.25 dibawah ini. Ditinjau dari

Universitas Indonesia

hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat, kondisinya relatif sama dengan yang didapat dalam Model *Fixed Effect*. Bedanya pada model ini koefisien EGR kembali bertanda negatif.

Tabel 4.25 Hasil Regresi Pengaruh Penerapan GCG terhadap Kinerja Pasar Perusahaan dengan dengan Model *Random Effect*

Dependent Variable: PBV				
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 11/29/09 Time: 12:32				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.357168	0.799988	-1.696486	0.0902
CGPI	3.223296	0.525365	6.135341	0.0000
ROE	0.014706	0.002825	5.206268	0.0000
DPO	0.006863	0.002686	2.554952	0.0108
EGR	-7.57E-06	0.000137	-0.055184	0.9560
BETA	0.031776	0.080897	0.392791	0.6946
KURS	0.000238	8.16E-05	2.913970	0.0037
SBI	-0.106964	0.018439	-5.800902	0.0000
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			1.196845	0.4523
Idiosyncratic random			1.317005	0.5477
Weighted Statistics				
R-squared	0.179193	Mean dependent var	0.448621	
Adjusted R-squared	0.171789	S.D. dependent var	1.488394	
S.E. of regression	1.354529	Sum squared resid	1423.766	
F-statistic	24.20162	Durbin-Watson stat	0.463773	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber : Output EViews 6.0

4.6.2 Pengujian Pemilihan Model

Berdasarkan tiga cara pembetulan model diatas, tahap berikutnya adalah melakukan pemilihan model yang paling tepat untuk regresi data panel, melalui

Universitas Indonesia

pengujian secara formal karena akan memberikan bukti dalam penelitian. Prosedur pengujian yang dilakukan untuk memilih model ada 3 uji, yaitu Uji F, Uji Lagrange Multiplier (LM) dan Uji Hausman seperti pada penjelasan berikut.

1) Uji F

Uji ini untuk memilih model *Common Effect* atau *Fixed Effect*, sebagai model yang lebih cocok untuk digunakan. Adapun hipotesisnya adalah:

H_0 : Model *Common Effect*

H_1 : Model *Fixed Effect*

2) Uji LM atau *Chi Square*

Uji ini untuk memilih model *Common Effect* atau *Random Effect*, sebagai model yang lebih cocok untuk digunakan. Adapun hipotesisnya adalah:

H_0 : Model *Common Effect*

H_1 : Model *Random Effect*

Hasil pengujian untuk kedua uji diatas seperti pada Tabel 4.26 berikut ini :

Tabel 4.26 Hasil Uji Pemilihan Model *Common Effect* dengan *Fixed Effect*

Redundant Fixed Effects Tests			
Pool: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	48.338227	(27,749)	0.0000
Cross-section Chi-square	790.953870	27	0.0000

Sumber : Output *EViews 6.0*

Berdasarkan dua pengujian diatas dapat diuraikan sebagai berikut :

- untuk uji F didapatkan nilai signifikansi 0.000 , maka diambil keputusan untuk menolak H_0 , atau dengan cara lain $F_{hitung} = 48.338$, sedangkan F_{tabel} sebesar 1.500. Karena $|F_{hitung}| > |F_{tabel}|$, maka diambil keputusan untuk menolak H_0 . Dengan demikian, diputuskan model *Fixed Effect*, sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan model *Common Effect*.
- untuk uji LM didapatkan nilai signifikansi 0.000 atau nilai $\chi^2_{hitung} = 790.954$, sedangkan $\chi^2_{tabel} = 40.113$. Karena $\chi^2_{hitung} > \chi^2_{tabel}$, maka diambil

keputusan untuk menolak H_0 . Dengan demikian, diputuskan model *Random Effect*, sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan model *Common Effect*.

Sehingga kini tinggal dua model yang dapat dipilih, yaitu *Fixed Effect* dan *Random Effect*. Untuk melakukan pemilihan antara kedua model ini digunakan Uji Hausman.

3) Uji Hausman

Hipotesis dalam uji ini adalah:

H_0 : *Random Effect* lebih baik dibanding *Fixed Effect*

H_1 : *Fixed Effect* lebih baik dibanding *Random Effect*

Hasil pengujian untuk kedua uji diatas seperti pada Tabel 4.27 berikut ini :

Tabel 4.27 Hasil Uji Pemilihan Model
Random Effect dengan *Fixed Effect*

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Pool: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	7	1.0000

* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.

Sumber : *Output EViews 6.0*

Dari Tabel 4.27 diatas, untuk uji Hausman didapatkan nilai signifikansi 1.000, maka diambil keputusan untuk tidak menolak H_0 , atau dengan cara lain nilai $\chi^2_{hitung} = 0.000$, sedangkan $\chi^2_{tabel} = 14.067$. Karena $|\chi^2_{hitung}| < |\chi^2_{tabel}|$, maka diambil keputusan untuk tidak menolak H_0 . Dengan demikian, diputuskan model *Random Effect*, sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan model *Fixed Effect*.

Dalam pemilihan model, maka ditetapkan model yang akan digunakan dalam analisis ini adalah Model *Random Effect*. Berdasarkan output tersebut maka didapat informasi bahwa variabel EGR mempunyai pengaruh negatif terhadap PBV, BETA mempunyai pengaruh positif terhadap PBV, dan KURS

Universitas Indonesia

mempunyai pengaruh positif. Ada kecurigaan bahwa kondisi tersebut diakibatkan adanya multikolinieritas. Oleh karenanya, variabel EGR, BETA, dan KURS dikeluarkan dari model, dan akan dibuat model secara terpisah.

4.6.3 Analisis Regresi Data Panel Tahap Kedua

Pada pembentukan model regresi data panel tahap kedua ini, dilakukan pemisahan variabel EGR, BETA dan KURS dengan variabel-variabel CGPI, ROE, DPO, SBI, kemudian diolah kembali terhadap PBV dengan model yang terpilih adalah *Random Effect*. Adapun metode yang paling baik untuk mengestimasi koefisien model *Random Effect* adalah *Generalized Least Square (GLS)*, yang merupakan hasil transformasi variabel, sehingga model homoskedastik dan tidak ada korelasi *cross sectional*. Hasil pengolahan didapatkan pada Tabel 4.28 dibawah ini sebagai berikut :

Tabel 4.28 Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel CGPI, ROE, DPO, dan SBI terhadap PBV

Dependent Variable: PBV				
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 11/29/09 Time: 12:36				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.483272	0.522557	0.924822	0.3553
CGPI	3.388932	0.520711	6.508067	0.0000
ROE	0.014496	0.002757	5.258365	0.0000
DPO	0.006655	0.002693	2.471527	0.0137
SBI	-0.079321	0.015835	-5.009266	0.0000

Sumber : Output EViews 6.0

Berdasarkan model di atas terlihat bahwa nilai *R square* (Lampiran 12), tidak jauh berbeda dengan model awal. Ini menunjukkan bahwa pengaruh kontribusi ketiga variabel independen yang dikeluarkan (variabel EGR, BETA dan

KURS) untuk menjelaskan variabel dependen memang kecil, sehingga tidak ada perubahan substantif dalam model. Adapun model dari variabel yang telah dikeluarkan adalah:

Tabel 4.29 Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel EGR, BETA dan KURS terhadap PBV

Dependent Variable: PBV				
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 11/29/09 Time: 12:37				
Sample: 2001Q1 2007Q4				
Included observations: 28				
Cross-sections included: 28				
Total pool (balanced) observations: 784				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.995351	0.826879	3.622479	0.0003
EGR	0.000186	0.000147	1.269539	0.2046
BETA	-0.018452	0.087753	-0.210274	0.8335
KURS	-8.39E-05	7.56E-05	-1.110322	0.2672

Sumber : Output EViews 6.0

Berdasarkan model di atas terlihat bahwa tanda koefisien semua variabel telah berubah, dimana EGR bertanda positif, sedang Beta dan KURS bertanda negatif. Akan tetapi ternyata EGR, BETA, dan KURS tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap PBV.

4.6.4 Pemeriksaan Model

Pemeriksaan model ditujukan untuk melihat apakah $b_1, b_2, b_3, \dots, b_n$ merupakan taksiran yang paling baik untuk $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_n$. Dengan demikian dari model regresi *Random Effect* yang dihasilkan pada Tabel 4.29 harus diuji apakah telah memenuhi kriteria BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*), yaitu dengan penjelasan sebagai berikut :

1) Multikolinieritas

Multikolinieritas terjadi jika ada korelasi antara variabel bebas atau terjadinya hubungan linier antarvariabel bebas. Masalah multikolinieritas terjadi pada data *cross section*, termasuk data panel. Pada regresi data panel model regresi

Fixed Effect yang terbentuk sesuai pada Tabel 4.24 dan model regresi *Random Effect* yang terbentuk sesuai pada Tabel 4.25, dilakukan perlakuan pemisahan pengolahan data variabel-variabel CGPI, ROE, DPO, dan SBI terhadap PBV, dengan variabel-variabel EGR, BETA dan KURS terhadap PBV. Sesuai dengan penjelasan pada sub bab 4.6.2, dimana variabel EGR, BETA dan KURS tidak mempunyai pengaruh terhadap PBV, dan adanya tanda koefisien variabel yang tidak sesuai dengan substansi teori, sangat dimungkinkan kondisi tersebut terjadi akibat adanya multikolinieritas antar variabel. Untuk itu dilakukan pemodelan secara terpisah untuk ke empat variabel kontrol tersebut. Berdasarkan pemisahan perlakuan variabel-variabel CGPI, ROE, DPO, dan SBI terhadap PBV, dengan variabel-variabel EGR, BETA dan KURS terhadap PBV, maka model regresi *Random Effect* pada Tabel 4.28 dan Tabel 4.29, dapat dipastikan bahwa model regresi yang terbentuk telah terbebas dari masalah multikolinieritas.

2) Heteroskedastisitas

Heteroskedastis terjadi bila varian dari variabel gangguan (*error*) tidak konstan atau berubah-ubah. Dalam model regresi data panel menggunakan dua jenis data, yaitu data *cross section* dan data *time series*. Sehingga pada data *cross section* cenderung untuk mempunyai *error* yang heteroskedastis (Nachrowi dan Usman, 2006, p109, p309). Sesuai pada penjelasan sebelumnya, bahwa dengan mengestimasi koefisien model *Random Effect* melalui *Generalized Least Square* (GLS), merupakan hasil transformasi variabel, sehingga model homoskedastik dan tidak ada korelasi *cross sectional*, seperti yang diaplikasikan pada model yang terbentuk pada Tabel 4.28 dan Tabel 4.29. Dengan demikian pada model yang terbentuk diatas, masalah heteroskedastis telah dapat diatasi.

3) Otokorelasi

Otokorelasi adalah korelasi yang terjadi antar observasi dalam satu variabel. Otokorelasi hampir dipastikan ditemui pada setiap data *time series*, karena secara konseptual data *time series* merupakan data satu individu yang diobservasi dalam rentangan waktu (Nachrowi dan Usman, 2006, p183). Pada Tabel 4.28 nilai Statistik Durbin-Watson = 0.453851(Lampiran 12), dan

pada Tabel 4.29 nilai Statistik Durbin-Watson = 0.406937 (Lampiran 14), yang merupakan cerminan adanya masalah otokorelasi positif. Dalam model regresi data panel dengan model *Random Effect* tidak membutuhkan asumsi terbebasnya model dari serial korelasi, sehingga uji otokorelasi pada regresi data panel dapat diabaikan (Nachrowi dan Usman, 2006, p 330, p334).

4.6.5 Pengujian Hipotesis

4.6.5.1 Uji t

Untuk menganalisis pengaruh CGPI, ROE, DPO, dan SBI secara parsial terhadap terhadap PBV, pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan uji t berdasarkan model yang terbentuk pada Tabel 4.28 diatas. Uji t untuk EGR, BETA, dan KURS terhadap PBV dalam hal ini tidak dilakukan karena model pada Tabel 4.29 nilainya tidak signifikan. Hipotesis ke lima yang diajukan adalah :

H_0 : Variabel ROE, *Earning Growth*, *Dividend Payout Ratio*, Beta, *Corporate Governance Perception Index*, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara parsial tidak mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel ROE, *Earning Growth*, *Dividend Payout Ratio*, Beta, *Corporate Governance Perception Index*, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara parsial mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Dari pengolahan data diperoleh model persamaannya adalah sebagai berikut :

3) Persamaan model regresi data panel untuk Tabel 4.25 :

$$PBV = 0.4833 + 3.3888 \text{ CGPI} + 0.0145 \text{ ROE} + 0.0067 \text{ DPO} - 0.0793 \text{ SBI}$$

t	6.508087	5.258365	2.471527	-5.009266
---	----------	----------	----------	-----------

Prob	0.0000	0.0000	0.0137	0.0000
------	--------	--------	--------	--------

$$R^2 = 0.169794$$

Uji koefisien regresi secara individual atau Uji t dilakukan untuk mengetahui tingkat signifikansi masing-masing koefisien dari model yang dibentuk. Dalam pengujian ini menggunakan pengujian secara parsial melalui

pengamatan nilai signifikansi t pada tingkat α sebesar 5%. Analisis didasarkan pada perbedaan perbandingan antara nilai signifikan t dengan α yang digunakan sebesar 5%, dengan syarat-syaratnya adalah :

- Jika signifikansi $t < 0.05$, maka berarti variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
- Jika signifikansi $t > 0.05$, maka berarti variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Berdasarkan kedua model persamaan regresi data panel diatas, dapat diketahui bahwa :

- 1) CGPI berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 3.388832 dan signifikan terhadap PBV pada $\alpha = 0.05$.
- 2) ROE berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 0.014496, dan signifikan terhadap PBV pada $\alpha = 0.05$.
- 3) DPO berpengaruh positif dengan koefisien regresi sebesar 0.006655 dan signifikan terhadap PBV pada $\alpha = 0.05$.
- 4) SBI berpengaruh negatif dengan koefisien regresi sebesar 0.079321 dan signifikan terhadap PBV pada $\alpha = 0.05$.

Berdasarkan persamaan tersebut diatas dengan melihat besarnya nilai koefisien dari variabel independen dapat disimpulkan bahwa CGPI atau penerapan GCG merupakan variabel yang memiliki kontribusi yang paling besar dibandingkan variabel lainnya dalam mempengaruhi PBV atau nilai kinerja pasar perusahaan.

4.6.5.2 Uji F

Untuk menganalisis pengaruh ROE, *Earning Growth*, *Dividend Payout Ratio*, Beta, *Corporate Governance Perception Index*, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan, pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan uji F berdasarkan model yang terbentuk pada Tabel 4.28 dan Tabel 4.29 diatas. Hipotesis ke enam yang diajukan adalah :

H_0 : Variabel ROE, *Earning Growth*, *Dividend Payout Ratio*, Beta, *Corporate Governance Perception Index*, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-

Universitas Indonesia

sama tidak mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel ROE, *Earning Growth*, *Dividend Payout Ratio*, Beta, *Corporate Governance Perception Index*, suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Berdasarkan pengolahan model regresi data panel yang terbentuk 2 buah model *Random Effect*, sehingga uji F akan dilakukan terhadap kedua model tersebut seperti pada tabel dibawah ini. Dengan demikian hipotesa diatas perlu disesuaikan menjadi :

1) Untuk variabel ROE, CGPI, DPO, dan SBI terhadap PBV adalah:

H_0 : Variabel ROE, *Corporate Governance Perception Index*, *Dividend Payout Ratio*, dan suku bunga SBI, secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel ROE, *Corporate Governance Perception Index*, *Dividend Payout Ratio*, dan suku bunga SBI, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

2) Untuk variabel EGR, BETA, KURS terhadap PBV adalah :

H_0 : Variabel *Earning Growth*, Beta, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

H_1 : Variabel *Earning Growth*, Beta, dan nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai PBV sebagai proksi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Berdasarkan Tabel 4.30 dibawah ini dapat dijelaskan bahwa $F_{Statistik}$ untuk variabel CGPI, ROE, DPO dan SBI terhadap PBV adalah 39.83025, sedangkan

$F_{Tabel} = 2.6163$. Karena $|F_{Statistik}| > |F_{Tabel}|$, berarti H_0 ditolak, dan H_1 diterima pada $\alpha=5\%$, artinya variabel independen tersebut secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007. Cara lain adalah dengan melihat nilai Prob ($F_{Statistik}$) = 0.000000, dimana lebih kecil dari $\alpha=5\%$.

Tabel 4.30 Uji F Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, Variabel CGPI, ROE, DPO, dan SBI terhadap PBV

Weighted Statistics			
R-squared	0.169794	Mean dependent var	0.404643
Adjusted R-squared	0.165531	S.D. dependent var	1.476025
S.E. of regression	1.348339	Sum squared resid	1416.235
F-statistic	39.83025	Durbin-Watson stat	0.453851
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber : Output EViews 6.0

Berdasarkan Tabel 4.31 dibawah ini dapat dijelaskan bahwa $F_{Statistik}$ (F_{hitung}) untuk variabel EGR, BETA, dan KURS terhadap PBV adalah 0.978346, sedangkan $F_{Tabel} = 3.007$.

Tabel 4.31 Uji F Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua, untuk Variabel EGR, BETA, dan KURS terhadap PBV

Weighted Statistics			
R-squared	0.003749	Mean dependent var	0.265930
Adjusted R-squared	-0.000083	S.D. dependent var	1.444910
S.E. of regression	1.444970	Sum squared resid	1628.591
F-statistic	0.978346	Durbin-Watson stat	0.406937
Prob(F-statistic)	0.402322		

Sumber : Output EViews 6.0

Karena $|F_{Statistik}| < |F_{Tabel}|$, berarti H_0 diterima, dan H_1 ditolak pada $\alpha=5\%$, artinya variabel independen tersebut secara simultan bersama-sama tidak

mempengaruhi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007. Cara lain adalah dengan melihat nilai Prob ($F_{\text{Statistik}}$) = 0.402322, dimana lebih besar dari $\alpha=5\%$.

4.6.5.3 Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasarkan Tabel 4.30 dan Tabel 4.31 diatas koefisien determinasi (R^2), persamaan kedua model regresi masing-masing sebesar 16.98 % dan 0.37 %. Untuk nilai koefisien dari Tabel 4.30 tersebut berarti sebesar 16.98 % dari variabel dependen PBV dapat diterangkan dengan variabel independen CGPI, ROE, DPO dan SBI di dalam model, sedangkan 83.02 % dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model. Untuk nilai koefisien dari Tabel 4.31 tersebut berarti sebesar 0.37 % dari variabel dependen PBV dapat diterangkan dengan variabel independen EGR, BETA, dan KURS di dalam model, sedangkan 99.63 % dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model.

4.6.6 Hubungan Nilai Intersep dengan PBV

Berdasarkan kedua model yang terbentuk pada Tabel 4.28 (Lampiran 12), nilai intersep yang dihasilkan merupakan nilai penentu PBV. Semakin besar nilai intersep, maka nilai PBV semakin tinggi. Dengan kata lain semakin besar intersep, maka kinerja pasar perusahaan semakin tinggi. Pada Tabel 4.32 disajikan bahwa rata-rata PBV terbesar adalah UNVR, kemudian TLKM, RALS, AALI, dan KLBF diantara 28 perusahaan yang aktif mengimplemtasikan GCG, yang dijadikan sampel penelitian, sedangkan yang lainnya berada di bawah nilai tersebut.

Dengan demikian berarti penerapan GCG dapat meningkatkan kinerja pasar perusahaan yang direpresentasikan dengan PBV pada 28 perusahaan yang termasuk dalam kelompok JII pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Tabel 4.32 Pengaruh Penerapan GCG terhadap PBV pada 28 perusahaan kelompok JII periode tahun 2001-2007

No	Perusahaan	Coefficient
1	_UNVR-C	8.689322
2	_TLKM-C	1.829777
3	_RALS-C	1.293957
4	_AALI-C	1.201131
5	_KLBFC	1.104303
6	_LSIP-C	0.608908
7	_SMGR-C	0.582506
8	_INDF-C	0.019212
9	_TSPC-C	-0.193355
10	_BRPT-C	-0.204684
11	_PTBA-C	-0.229568
12	_CMNP-C	-0.308329
13	_UNTR-C	-0.356202
14	_ISAT-C	-0.372302
15	_ASII-C	-0.557704
16	_ADHI-C	-0.674111
17	_MLPL-C	-0.750355
18	_BMTR-C	-0.790371
19	_ANTM-C	-0.830915
20	_CPIN-C	-0.912727
21	_MEDC-C	-0.926362
22	_ASGR-C	-0.979429
23	_AUTO-C	-1.103388
24	_MPPA-C	-1.130701
25	_MTDL-C	-1.156654
26	_BNBR-C	-1.201364
27	_LTLS-C	-1.221767
28	_TINS-C	-1.428827

Sumber : Output EViews 6.0 (data diolah)

4.7 Analisis Hasil Perbandingan antara Perusahaan yang Telah Aktif GCG dengan Perusahaan yang Belum Aktif GCG

Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan kinerja antara perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG dengan perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, digunakan uji signifikansi dengan *Independent Sample t Test*.

Uji ini juga digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen (perusahaan aktif GCG dan perusahaan belum aktif GCG) terhadap variabel dependen kinerja perusahaan meliputi Tingkat Kesehatan Perusahaan (*Z score*), Kinerja Operasional Perusahaan (ROE), Kinerja Pasar Perusahaan (PBV), dan Tingkat Leverage Perusahaan (DER).

Sementara itu untuk mengetahui perbandingan tingkat Leverage Perusahaan (DER) terhadap persyaratan fatwa DSN-MUI digunakan uji satu sampel (*One Sampel t Test*).

4.7.1 Tingkat Kesehatan Perusahaan (*Z score*)

Dari hasil output pengujian dua sampel test tidak berhubungan (*independent sample t Test*) pada Tabel 4.33 dibawah ini, sebelum dilakukan pengujian, dilakukan uji kesamaan varian (homogenitas) dengan uji F (Levene's Test), artinya jika varian sama maka uji t menggunakan *Equal variances assumed*, dan jika varian berbeda menggunakan *Equal variances not assumed*.

Dalam menentukan uji F hipotesisnya adalah :

- H_0 : Jika varian adalah tidak berbeda antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.
 H_1 : Jika varian adalah berbeda antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.

Kriteria Pengujian (berdasarkan probabilitas/signifikansi) :

Tidak tolak H_0 , jika *P value* > 0.05

Tolak H_0 , jika *P value* < 0.05

Berdasarkan Tabel 4.33 nilai *P value* = 0.000 < 0.05, maka tolak H_0 , sehingga dapat disimpulkan kedua varian berbeda, antara varian kelompok telah aktif GCG dengan varian kelompok belum aktif GCG. Dengan demikian uji t menggunakan *Equal variances not assume* (diasumsikan kedua varian tidak sama).

Setelah disimpulkan varian kedua sampel berbeda, maka pengujian dua sampel test tidak berhubungan ini (*Independent Sample t Test*) dilakukan uji t pada hipotesis ke tujuh sebagai berikut :

H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata nilai tingkat kesehatan perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.

H_1 : Ada perbedaan rata-rata nilai tingkat kesehatan perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.

Dalam menentukan tingkat signifikansi, pengujian menggunakan uji dua sisi dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, kriteria pengujian adalah :

Tidak tolak H_0 , jika $|t_{hitung}| \leq |t_{Tabel}|$

Tolak H_0 , jika $|t_{hitung}| \geq |t_{Tabel}|$

Bila berdasarkan probabilitas :

Tidak tolak H_0 , jika $P\ value > 0.05$

Tolak H_0 , jika $P\ value < 0.05$

Dari Tabel 4.33 dibawah ini diperoleh nilai t_{hitung} (*equal variances not assume*) adalah 8.430, sedangkan dari Tabel distribusi t pada $\alpha = 2.5\%$ (uji 2 sisi), diperoleh untuk t_{Tabel} sebesar 1.963.

Tabel 4.33 Hasil Uji Beda Z score Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG

Independent Samples Test	Z score	
	Equal variances assumed	Equal variances not assumed
Levene's Test F for Equality of Variances	44.957	
Sig.	.000	
t-test for Equality of Means	t 7.493	8.430
df	818	763.105

Tabel 4.33 (sambungan)

Sig. (2-tailed)		.000	.000
Mean Difference		1.68168510	1.68168510
Std. Error Difference		.22442097	.19949169
95% Lower	Confidence	1.24117630	1.29006745
Interval of the	Upper		
Difference		2.12219391	2.07330276

Sumber : *Output SPSS 16.0 (tabel telah di-transpose)*

Karena $|t_{\text{hitung}}| \geq |t_{\text{Tabel}}|$, maka tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, atau dengan cara lain nilai $P \text{ value} = 0.000 < \alpha = 5\%$, maka tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, sehingga dapat disimpulkan ada perbedaan antara rata-rata nilai $Z \text{ score}$ Kelompok Telah Aktif GCG dengan rata-rata nilai $Z \text{ score}$ dari Kelompok Belum Aktif GCG, demikian pula diperoleh nilai t_{hitung} positif berarti rata-rata nilai $Z \text{ score}$ Kelompok Telah Aktif GCG lebih tinggi daripada rata-rata nilai $Z \text{ score}$ Kelompok Belum Aktif GCG.

Tabel 4.34 Hasil Perbandingan Nilai Rata-rata $Z \text{ score}$ Kelompok Aktif GCG dengan Kelompok Belum Aktif GCG

Group Statistics				
Status_GCG				Std. Error
Kelompok JII	N	Mean	Std. Deviation	Mean
Z score Telah Aktif GCG	490	4.1395328	3.77120564	.17036570
Belum Aktif GCG	330	2.4578477	1.88544738	.10379046

Sumber : *Output SPSS 16.0*

Pada Tabel 4.34 terlihat rata-rata (*mean*) nilai $Z \text{ score}$ Kelompok Telah Aktif GCG adalah 4.1395, dan untuk Kelompok Belum Aktif GCG adalah 2.4578, artinya bahwa rata-rata nilai $Z \text{ score}$ Kelompok Telah Aktif GCG lebih tinggi daripada rata-rata nilai $Z \text{ score}$ Kelompok Belum Aktif GCG. Perbedaan rata-rata

(*mean difference*) sebesar 1.6817 (4.1395 - 2.4578), dan perbedaan berkisar antara 1.2901 sampai 2.0733.

Berdasarkan uji signifikansi diatas, dengan demikian rata-rata nilai tingkat kesehatan perusahaan yang diproksi dengan *Z score* dari kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG lebih tinggi daripada rata-rata nilai kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG mendukung hasil penelitian oleh McKinsey (2000) dan penelitian Lee (2004).

4.7.2 Kinerja Operasional Perusahaan

Dari hasil output pengujian dua sampel test tidak berhubungan (*independent Sample t Test*) antara perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG dengan perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG atas ROE, dilakukan uji kesamaan varian (homogenitas) dengan uji F (Levene's Test) seperti terlihat pada Tabel 4.35.

Dalam menentukan uji F hipotesisnya adalah :

H_0 : Jika varian adalah tidak berbeda antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.

H_1 : Jika varian adalah berbeda antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.

Kriteria Pengujian (berdasarkan probabilitas/signifikansi) :

Tidak tolak H_0 , jika *P value* > 0.05

Tolak H_0 , jika *P value* < 0.05

Berdasarkan Tabel 4.35 nilai *P value* = 0.103 > 0.05, maka tidak tolak H_0 , sehingga dapat disimpulkan kedua varian tidak berbeda, antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG. Dengan demikian uji t menggunakan *Equal variances assumed* (diasumsikan kedua varian sama).

Tabel 4.35 Hasil Uji Beda ROE Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG

Independent Samples Test	ROE	
	Equal variances assumed	Equal variances not assumed

Tabel 4.35 (sambungan)

Levene's Test for Equality of Variances	F	2.667		
	Sig.	.103		
t-test for Equality of Means	t	2.698	2.600	
	df	818	613.574	
	Sig. (2-tailed)	.007	.010	
	Mean Difference	4.9987441	4.9987441	
	Std. Error Difference	1.8525341	1.9222505	
	95% Confidence Interval of the Difference	Lower	1.3624637	1.2237558
		Upper	8.6350246	8.7737324

Sumber : Output SPSS 16.0 (tabel telah di-*transpose*)

Setelah disimpulkan varian kedua sampel sama, maka pengujian dua sampel test tidak berhubungan ini (*independent Sample t Test*) dilakukan uji t pada hipotesis ke delapan sebagai berikut :

H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata nilai kinerja operasional perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.

H_1 : Ada perbedaan rata-rata nilai kinerja operasional perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.

Dalam menentukan tingkat signifikansi, pengujian menggunakan uji dua sisi dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, diperoleh dari Tabel 4.35 nilai t_{hitung} (*equal variances assume*) adalah 2.698, sedangkan dari tabel distribusi t pada $\alpha = 2.5\%$ (uji 2 sisi), diperoleh untuk t_{Tabel} sebesar 1.963. Karena $|t_{hitung}| > |t_{Tabel}|$, maka tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, atau dengan cara lain nilai $P\ value = 0.007 < \alpha = 5\%$, maka tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, sehingga dapat disimpulkan ada perbedaan antara rata-rata nilai ROE Kelompok Telah Aktif GCG dengan rata-rata nilai ROE Kelompok Belum Aktif GCG, demikian pula diperoleh nilai t_{hitung} positif berarti rata-rata nilai ROE Kelompok Telah Aktif GCG lebih tinggi daripada rata-rata nilai ROE Kelompok Belum Aktif GCG.

Pada Tabel 4.36 terlihat rata-rata (*mean*) nilai ROE Kelompok Telah Aktif GCG adalah 21.687, dan untuk Kelompok Belum Aktif GCG adalah 16.688, artinya bahwa rata-rata nilai ROE Kelompok Telah Aktif GCG lebih tinggi daripada rata-rata nilai ROE Kelompok Belum Aktif GCG. Perbedaan rata-rata (*mean difference*) sebesar 4.999 ($21.687 - 16.688$), dan perbedaan berkisar antara 1.3625 sampai 8.6350.

Berdasarkan uji signifikansi diatas, dengan demikian rata-rata nilai Kinerja Operasional Perusahaan yang diproksi dengan ROE dari kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG lebih tinggi daripada rata-rata nilai kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG mendukung hasil penelitian oleh Darmawati, Khomsyah, dan Rahayu (2005).

Tabel 4.36 Hasil Perbandingan Nilai Rata-rata ROE Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG

Group Statistics					
Status_GCG		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
ROE	Telah Aktif GCG	490	21.687195	23.8728216	1.0784841
	Belum Aktif GCG	330	16.688451	28.9058392	1.5912141

Sumber : Output SPSS 16.0

4.7.3 Kinerja Pasar Perusahaan

Dari hasil output pengujian dua sampel test tidak berhubungan (*independent Sample t Test*) sebelum dilakukan pengujian, dilakukan uji kesamaan varian (*homogenitas*) dengan uji F (*Levene's Test*), artinya jika varian sama maka uji t menggunakan *Equal variances assumed*, dan jika varian berbeda menggunakan *Equal variances not assumed*.

1. Dalam menentukan uji F hipotesisnya adalah :

H_0 : Jika varian adalah tidak berbeda antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.

H_1 : Jika varian adalah berbeda antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.

2. Kriteria Pengujian (berdasarkan probabilitas/signifikansi) :

Tidak tolak H_0 , jika $P \text{ value} > 0.05$

Tolak H_0 , jika $P \text{ value} < 0.05$

Berdasarkan Tabel 4.37 nilai $P \text{ value} = 0.032 < 0.05$, maka tolak H_0 , sehingga dapat disimpulkan kedua varian berbeda, antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG. Dengan demikian uji t menggunakan *Equal variances not assume* (diasumsikan kedua varian tidak sama).

Tabel 4.37 Hasil Uji Beda PBV Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG

Independent Samples Test		PBV	
		Equal variances assumed	Equal variances not assumed
Levene's Test F for Equality of Variances		4.612	
	Sig.	.032	
t-test for Equality of Means	t	-.782	-.736
	df	818	556.599
	Sig. (2-tailed)	.435	.462
	Mean Difference	-.197287530	-.197287530
	Std. Error Difference	.252343396	.268128668
	95% Confidence Interval of the Difference		
	Lower	-.692604381	-.723955295
	Upper	.298029322	.329380235

Sumber : Output SPSS 16.0 (Tabel telah di-transpose)

Setelah disimpulkan varian kedua sampel berbeda, maka pengujian dua sampel test tidak berhubungan ini (*independent Sample t Test*) dilakukan uji t pada hipotesis ke sembilan sebagai berikut :

H_0 : Tidak ada perbedaan antara rata-rata nilai PBV Kelompok Telah Aktif GCG dengan rata-rata nilai PBV Kelompok Belum Aktif GCG.

H_1 : Ada perbedaan antara rata-rata nilai PBV Kelompok Telah Aktif GCG dengan rata-rata nilai PBV Kelompok Belum Aktif GCG.

Dalam menentukan tingkat signifikansi, pengujian menggunakan uji dua sisi dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, diperoleh dari Tabel 4.37 nilai t_{hitung} (*equal variances assume*) adalah -0.736, sedangkan dari Tabel distribusi t pada $\alpha = 2.5\%$ (uji 2 sisi), diperoleh untuk t_{Tabel} sebesar 1.964. Karena $|t_{hitung}| < |t_{Tabel}|$, maka tidak tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, atau dengan cara lain nilai $P\ value = 0.462 > \alpha = 5\%$, maka tidak tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, sehingga dapat disimpulkan tidak ada perbedaan antara rata-rata nilai PBV Kelompok Telah Aktif GCG dengan rata-rata nilai PBV Kelompok Belum Aktif GCG, demikian pula diperoleh nilai t_{hitung} negatif berarti rata-rata nilai PBV Kelompok Telah Aktif GCG lebih rendah daripada rata-rata nilai PBV Kelompok Belum Aktif GCG.

Tabel 4.38 Hasil Perbandingan Nilai Rata-rata PBV Perusahaan Aktif GCG dengan perusahaan belum Aktif GCG

Group Statistics				
Status_GCG Kelompok JII	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
PBV Telah Aktif GCG	490	2.65241794	3.036676407	.137183057
Belum Aktif GCG	330	2.84970547	4.185015072	.230377498

Sumber : Output SPSS 16.0

Pada Tabel 4.38 terlihat rata-rata (*mean*) nilai PBV Kelompok Telah Aktif GCG adalah 2.6524, dan untuk Kelompok Belum Aktif GCG adalah 2.8497, artinya bahwa rata-rata nilai PBV Kelompok Telah Aktif GCG lebih rendah daripada rata-rata nilai PBV Kelompok Belum Aktif GCG. Perbedaan rata-rata (*mean difference*) sebesar -0.1973 (2.6524 - 2.8497), dan perbedaan berkisar antara -0.7239 sampai 3.294.

Dengan demikian hasil perbandingan rata-rata nilai kinerja pasar perusahaan yang diproksi dengan PBV dari Kelompok Telah Aktif GCG lebih rendah daripada rata-rata nilai PBV dari Kelompok Belum Aktif GCG, dan uji beda tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja pasar perusahaan sangat dipengaruhi oleh sentimen pasar dan variabel makro lainnya, sehingga data PBV yang diperoleh mempengaruhi pada landasan teori yang diharapkan.

4.7.4 Rasio Tingkat Hutang terhadap Ekuitas Perusahaan

Dari hasil output uji beda antara perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG dengan perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG atas DER, dilakukan uji kesamaan varian (homogenitas) dengan uji F (Levene's Test). Dalam menentukan uji F hipotesisnya adalah :

H_0 : Jika varian adalah tidak berbeda antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.

H_1 : Jika varian adalah berbeda antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.

Kriteria Pengujian (berdasarkan probabilitas/signifikansi) :

Tidak tolak H_0 , jika $P \text{ value} > 0.05$

Tolak H_0 , jika $P \text{ value} < 0.05$

Berdasarkan Tabel 4.39 nilai $P \text{ value} = 0.000 < 0.05$, maka tolak H_0 , sehingga dapat disimpulkan kedua varian berbeda, antara varian kelompok Telah Aktif GCG dengan varian kelompok Belum Aktif GCG.

Tabel 4.39 Hasil Uji Beda DER Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG

Independent Samples Test	DER	
	Equal variances assumed	Equal variances not assumed

Tabel 4.39 (sambungan)

Levene's Test for Equality of Variances	F	26.979	
	Sig.	.000	
t-test for Equality of Means	t	-3.093	-2.684
	df	818	401.254
	Sig. (2-tailed)	.002	.008
	Mean Difference	-40.1710360	-40.1710360
	Std. Error Difference	12.9868597	14.9685296
	95% Confidence Interval of the Difference		
	Lower	-65.6625310	-69.5975740
	Upper	-14.6795409	-10.7444979

Sumber : Output SPSS 16.0 (Tabel telah di-transpose)

Dengan demikian uji t menggunakan *Equal variances not assume* (diasumsikan kedua varian tidak sama). Setelah disimpulkan varian kedua sampel tidak sama, maka pengujian dua sampel test tidak berhubungan ini (*independent Sample t Test*) dilakukan uji t pada hipotesis penelitian ke sepuluh sebagai berikut :

H_0 : Tidak ada perbedaan rata-rata nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas antara perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.

H_1 : Ada perbedaan rata-rata nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas antara perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.

Dalam menentukan tingkat signifikansi, pengujian menggunakan uji dua sisi dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, dari Tabel 4.39 nilai t_{hitung} (*equal variances not assume*) adalah - 2.684, sedangkan dari tabel distribusi t pada $\alpha = 2.5\%$ (uji 2 sisi), diperoleh untuk t_{Tabel} sebesar 1.963. Karena $|t_{hitung}| = |-2.684| > |t_{Tabel}| = |1.963|$, maka tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, atau dengan cara lain nilai *P value*

= $0.008 < \alpha = 0.05$, maka tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, sehingga dapat disimpulkan ada perbedaan antara rata-rata nilai DER Kelompok Telah Aktif GCG dengan rata-rata nilai DER Kelompok Belum Aktif GCG, demikian pula diperoleh nilai t_{hitung} negatif (-2.684) berarti rata-rata nilai DER Kelompok Telah Aktif GCG lebih rendah daripada rata-rata nilai DER Kelompok Belum Aktif GCG.

Pada Tabel 4.40 terlihat rata-rata (*mean*) nilai DER Kelompok Telah Aktif GCG adalah 65.2988, dan untuk Kelompok Belum Aktif GCG adalah 105.4698, artinya bahwa rata-rata nilai DER Kelompok Telah Aktif GCG lebih rendah daripada rata-rata nilai DER dari Kelompok Belum Aktif GCG. Perbedaan rata-rata (*mean difference*) sebesar -40.1710 (65.2988-112.708), dan perbedaan berkisar antara -69.5976 sampai -10.7445.

Dengan demikian hasil perbandingan rata-rata nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas (DER) perusahaan antara kelompok perusahaan telah aktif GCG terdapat perbedaan dengan rata-rata nilai DER kelompok perusahaan yang belum aktif GCG, dimana secara statistik signifikan kelompok perusahaan yang telah aktif GCG memiliki nilai DER yang lebih rendah daripada rata-rata nilai DER kelompok perusahaan yang belum aktif GCG.

Tabel 4.40 Hasil Perbandingan Nilai Rata-rata DER Perusahaan Aktif GCG dengan Perusahaan Belum Aktif GCG

Group Statistics				
Status_GCG Kelompok JII	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DER Telah Aktif GCG	490	65.298800	103.7696903	4.6878368
Belum Aktif GCG	330	105.469836	258.2377813	14.2155220

Sumber : *Output SPSS 16.0*

4.7.5 Rasio Tingkat Hutang terhadap Ekuitas Perusahaan dengan Persyaratan Fatwa DSN-MUI

Untuk mengetahui perbedaan nilai rata-rata rasio tingkat hutang terhadap ekuitas kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan GCG, apakah berbeda secara

signifikan dengan nilai persyaratan DER dari Fatwa DSN-MUI dimana maksimum DER = 82%, maka digunakan pengujian satu sampel (*One Sample t Test*). Pada pengujian satu sampel ini menggunakan uji dua sisi dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Hipotesis penelitian ke sebelas yang diajukan adalah :

H_0 : Perusahaan-perusahaan yang aktif menerapkan konsep GCG memiliki rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang tidak berbeda dengan ketentuan fatwa DSN-MUI.

H_1 : Perusahaan-perusahaan yang yang aktif menerapkan konsep GCG memiliki rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang berbeda dengan ketentuan fatwa DSN-MUI.

Dari hasil output pada Tabel 4.41 dibawah ini nilai t_{hitung} adalah -3.563 , sedangkan berdasarkan Tabel distribusi t , pada $\alpha = 2.5\%$. (uji 2 sisi), dengan derajat kebebasan (df) = 489 diperoleh nilai t_{Tabel} adalah 1.965. Karena $|t_{hitung}| = |-4.008| > |t_{Tabel}| = |1.965|$, maka tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, atau dengan cara lain nilai $P\ value = 0.000 < \alpha = 0.05$, maka tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, sehingga dapat disimpulkan ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata nilai DER Kelompok Telah Aktif GCG dengan nilai persyaratan DER dari Fatwa DSN-MUI.

Tabel 4.41 Hasil Uji Satu Sampel Kelompok Perusahaan Aktif GCG

One-Sample Test						
	Test Value = 82					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DER Telah Aktif GCG	-3.563	489	.000	-16.7012000	-25.911989	-7.490411

Sumber : Output SPSS 16.0

Demikian pula diperoleh nilai t_{hitung} negatif (-3.563) , berarti rata-rata nilai DER Kelompok Telah Aktif GCG lebih rendah daripada nilai persyaratan maksimum DER dari Fatwa DSN-MUI.

Tabel 4.42 Hasil Nilai Rata-rata DER Perusahaan Aktif GCG

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DER Telah Aktif GCG	490	65.298800	103.7696903	4.6879368

Sumber : *Output SPSS 16.0*

Lebih jelas dapat terlihat dari Tabel 4.42 dimana nilai rata-rata DER Kelompok Telah Aktif GCG adalah 65.30 persen lebih rendah dari nilai DER yang dipersyaratkan Fatwa DSN-MUI, dimana maksimum DER = 82 persen.

Uji ini digunakan pula untuk mengetahui perbedaan nilai rata-rata DER Kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan GCG, apakah berbeda secara signifikan dengan persyaratan DER Fatwa DSN-MUI. Hipotesis penelitian ke dua belas yang diajukan adalah :

H_0 : Perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG memiliki rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang tidak berbeda dengan ketentuan fatwa DSN-MUI.

H_1 : Perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG memiliki rasio tingkat hutang terhadap ekuitas yang berbeda dengan ketentuan fatwa DSN-MUI.

Dari hasil output pada Tabel 4.42 diatas nilai t_{hitung} adalah 1.651, sedangkan berdasarkan Tabel distribusi t , pada $\alpha = 2.5\%$ (uji 2 sisi), dengan derajat kebebasan (df) = 329 diperoleh nilai t_{Tabel} adalah 1.967. Karena $|t_{hitung}| = |1.651| < |t_{Tabel}| = 1.965$, maka tidak tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, atau dengan cara lain nilai $P\ value = 0.100 > \alpha = 0.05$, maka tidak tolak H_0 pada $\alpha = 5\%$, sehingga dapat disimpulkan tidak ada perbedaan antara rata-rata nilai DER Kelompok belum aktif GCG dengan nilai persyaratan DER dari Fatwa DSN-MUI. Rata-rata nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas Kelompok belum aktif GCG memiliki nilai berkisar antara 77.51% (82% - 4.49%) sampai dengan 133.43% (82% + 51.43%).

Tabel 4.43 Hasil Uji Satu Sampel Kelompok
Perusahaan Belum Aktif GCG

One-Sample Test						
	Test Value = 82					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DER Belum Aktif GCG	1.651	329	.100	23.46984	-4.4949	51.4346

Sumber : *Output SPSS 16.0*

Diperoleh nilai *t* hitung positif (1.651) berarti rata-rata nilai DER Kelompok belum aktif GCG lebih tinggi daripada nilai persyaratan DER maksimum dari Fatwa DSN-MUI.

Tabel 4.44 Hasil Nilai Rata-rata DER Perusahaan Aktif GCG

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DER Belum Aktif GCG	330	105.4698	258.23778	14.21552

Sumber : *Output SPSS 16.0*

Lebih jelas dapat terlihat dari Tabel 4.44 dimana nilai rata-rata DER Kelompok belum aktif GCG adalah 105.47 persen lebih tinggi dari nilai DER yang dipersyaratkan Fatwa DSN-MUI, dimana maksimum DER = 82 persen.

Berdasarkan analisis diatas, rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan GCG memiliki kondisi yang lebih baik dan secara statistik signifikan berada dibawah dari nilai maksimum yang dipersyaratkan oleh Fatwa DSN-MUI. Sedangkan kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan GCG, memiliki nilai DER berada diatas dari nilai maksimum yang dipersyaratkan oleh Fatwa DSN-MUI, namun demikian secara statistik tidak signifikan.

4.8 Interpretasi Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan analisis hasil pengolahan data diatas, guna menjawab pertanyaan penelitian yang dibangun melalui hipotesis penelitian, maka dapat dijelaskan bahwa pengaruh penerapan GCG, faktor fundamental dan variabel makro ekonomi terhadap tingkat kesehatan perusahaan sebagai berikut :

- 1) Bahwa secara statistik penerapan konsep GCG, dan *Return on Equity* (ROE), serta suku bunga SBI, simultan bersama-sama secara signifikan berpengaruh positif terhadap tingkat kesehatan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*, sedangkan dilain pihak secara pengolahan terpisah faktor internal fundamental perusahaan *Debt to Equity Ratio*, *Earning Growth Rate*, dan BETA, serta variabel makro ekonomi nilai tukar rupiah terhadap US dolar, secara bersamaan berpengaruh terhadap tingkat kesehatan perusahaan-perusahaan. Berdasarkan koefisien determinasi secara *overall pool section*, variabel CGPI, ROE, dan suku bunga SBI memiliki nilai R^2 sebesar 72.76 %.
- 2) Selanjutnya secara individual penerapan konsep GCG juga berpengaruh positif terhadap tingkat kesehatan perusahaan, sedangkan variabel lainnya yang secara individual berpengaruh positif terhadap tingkat kesehatan perusahaan adalah *Return on Equity*, dan *Earning Growth Rate*. Variabel lain yang mempengaruhi secara parsial terhadap tingkat kesehatan perusahaan, namun pengaruhnya negatif meliputi Beta, suku bunga SBI dan nilai tukar rupiah terhadap US dolar, kecuali *Debt to Equity Ratio*, tidak mempengaruhi tingkat kesehatan perusahaan. Berdasarkan model persamaan yang terbentuk, dengan melihat besarnya nilai koefisien dari variabel independen dapat disimpulkan bahwa penerapan GCG merupakan variabel yang memiliki kontribusi yang paling besar dibandingkan variabel lainnya dalam mempengaruhi *Z score* atau tingkat kesehatan perusahaan.

Untuk memberikan gambaran interpretasi masing-masing proses pengaruh penerapan GCG berikut faktor fundamental perusahaan, serta variabel makro ekonomi terhadap tingkat kesehatan perusahaan diuraikan pada Tabel 4.45 berikut ini.

Tabel 4.45 Pengaruh Variabel CGPI, DER, ROE, EGR, BETA, KURS, SBI terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan

Variabel Dependen	Variabel Independen	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
• Pengolahan Tahap Pertama			
$Z\ score =$ Tingkat Kesehatan Perusahaan	CGPI, DER, ROE, EGR, BETA, KURS, SBI	Pembentukan Model <i>Common Effect</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Hasil telah baik karena secara keseluruhan telah signifikan, tetapi hubungan EGR dengan $Z\ score$ negatif, dan hubungan KURS dengan $Z\ score$ positif. • Secara substansi hubungan variabel kontrol tersebut terhadap $Z\ score$ meragukan.
		Pembentukan Model <i>Fixed Effect</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Hasilnya DER, Beta bertanda negative, tidak signifikan, yang berarti tidak mempunyai pengaruh. • KURS, bertanda positif, tetapi tidak signifikan <p>EGR sekalipun bertanda positif, tetapi tidak signifikan.</p>
		Pembentukan Model <i>Fixed Effect</i>	Substansi model ini lebih baik, dimana R^2 lebih tinggi dibandingkan model <i>Common Effect</i> , yaitu sebesar 72, 87% dibandingkan 28.04% pada <i>Common Effect</i> .
		Pembentukan Model <i>Random Effect</i>	Hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen, kondisinya sama dengan yang didapat dalam Model <i>Fixed Effect</i> , dimana KURS tetap positif, tetapi tidak signifikan. Begitu juga dengan EGR, sekalipun bertanda positif, tetapi tidak signifikan.
• Hasil Pengujian Model dengan Chow Test, LM Test dan Hausman Test model yang terpilih adalah Model <i>Fixed Effect</i>			Dalam pemilihan model, diputuskan model <i>Fixed Effect</i> , sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan Model <i>Random Effect</i> atau <i>Common Effect</i> pada analisis pengaruh penerapan GCG, faktor fundamental, dan variabel makro ekonomi terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan
• Pengolahan Tahap Kedua, dengan Model <i>Fixed Effect</i>			
$Z\ score =$ Tingkat Kesehatan Perusahaan	CGPI, ROE, SBI	Regresi Data Panel model <i>Fixed Effect</i>	Nilai R^2 relatif sama dengan model awal, yang berarti dengan dikeluarkannya empat variabel yang tidak signifikan, tidak berpengaruh banyak terhadap kemampuan model untuk menjelaskan variasi variabel bebas

Tabel 4.45 (sambungan)

Variabel Dependen	Variabel Independen	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
	CGPI, ROE, SBI	<p>Hasil Uji F :</p> <ul style="list-style-type: none"> CGPI, ROE, SBI = signifikan $\alpha = 5\%$. 	Variabel independen CGPI, ROE, SBI secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai tingkat kesehatan perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007 .
		Koefisien Determinasi (R^2)	Nilai koefisien determinasi (R^2) dari Model sebesar 72.76 % berarti sebesar 72.76 % dari variabel dependen Z score dapat diterangkan dengan variabel independen CGPI, ROE, dan SBI di dalam model, sedangkan 27.24 % dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model
	Intersep = α	Nilai intersep yang dihasilkan merupakan nilai penentu Z score.	Semakin besar nilai intersep, maka nilai Z score semakin tinggi. Dengan kata lain semakin besar intersep, maka tingkat kesehatan perusahaan semakin baik.
		<p>Hasil Uji t :</p> <ul style="list-style-type: none"> CGPI = signifikan ROE = signifikan SBI = signifikan $\alpha = 5\%$. 	<ul style="list-style-type: none"> Penerapan GCG berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi CGPI, maka Z score semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 point CGPI, maka Z score akan naik 6,8871 point.
			<ul style="list-style-type: none"> ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi ROE, maka Z score semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 % ROE, maka Z score akan naik 0.0181 point. SBI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi SBI, maka Z score semakin rendah, yaitu setiap kenaikan 1 basis point SBI, maka Z score akan turun 0.0518 point

Tabel 4.45 (sambungan)

Variabel Dependen	Variabel Independen	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
	DER, EGR, BETA, KURS	Hasil Uji t : <ul style="list-style-type: none"> • DER = Tidak signifikan • EGR = signifikan • KURS = signifikan • $\alpha = 5\%$. 	<ul style="list-style-type: none"> • DER berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>Z score</i> • EGR berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi EGR, maka <i>Z score</i> semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 % EGR, maka <i>Z score</i> akan naik 0,0004 point. • Beta berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi Beta, maka <i>Z score</i> semakin rendah, yaitu setiap kenaikan 1 % Beta, maka <i>Z score</i> akan turun 0,2589 point. • KURS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tingkat Kesehatan Perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi KURS, maka <i>Z score</i> semakin rendah, yaitu setiap kenaikan 1 rupiah KURS, maka <i>Z score</i> akan turun 0,000216 point
	DER, EGR, BETA, KURS	Hasil Uji F : <ul style="list-style-type: none"> • DER, EGR, BETA, KURS = signifikan • $\alpha = 5\%$. 	Variabel independen DER, EGR, BETA, KURS secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai Tingkat Kesehatan Perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.
		Koefisien Determinasi (R^2)	Nilai koefisien determinasi (R^2) dari Model = 66.65 % berarti sebesar 66.65 % dari variabel dependen <i>Z score</i> dapat diterangkan dengan variabel independen DER, EGR, BETA dan KURS di dalam model, sedangkan 27.24 % dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model

Berdasarkan analisis hasil pengolahan data sebelumnya, guna menjawab pertanyaan penelitian yang dibangun melalui hipotesis penelitian, maka dapat dijelaskan bahwa interpretasi pengaruh penerapan GCG, faktor fundamental *Earning Growth Rate*, *Debt to Equity Ratio*, BETA, terhadap kinerja operasional perusahaan sebagai berikut :

- 1) Bahwa secara statistik penerapan konsep GCG dan faktor internal fundamental perusahaan meliputi *Earning Growth Rate*, *Debt to Equity*

Ratio, BETA, dan variabel makro ekonomi suku bunga SBI simultan bersama-sama secara signifikan berpengaruh positif terhadap kinerja operasional perusahaan-perusahaan (*firm operating performance*) yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*, sedangkan dilain pihak, variabel makro ekonomi nilai tukar rupiah terhadap US dolar, secara terpisah berpengaruh terhadap kinerja operasional perusahaan. Berdasarkan koefisien determinasi secara *overall pool section*, variabel CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI memiliki nilai R^2 sebesar 9.38 %.

- 2) Selanjutnya secara parsial penerapan konsep GCG juga berpengaruh positif terhadap kinerja operasional perusahaan, sedangkan variabel lainnya yang secara parsial berpengaruh positif terhadap kinerja operasional perusahaan adalah EGR, BETA, SBI, dan KURS. Variabel DER juga berpengaruh secara parsial terhadap kinerja operasional perusahaan, namun pengaruhnya negatif.

Untuk memberikan gambaran interpretasi masing-masing proses pengaruh penerapan GCG berikut faktor fundamental perusahaan, serta variabel makro ekonomi terhadap Kinerja Operasional Perusahaan diuraikan pada Tabel 4.46 berikut ini.

Tabel 4.46 Pengaruh Variabel CGPI, EGR, DER, BETA, KURS, SBI terhadap Kinerja Operasional Perusahaan

Variabel Dependen	Variabel Independen	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
• Pengolahan Tahap Pertama			
ROE = Kinerja Operasional Perusahaan	CGPI, EGR, DER, BETA, KURS, SBI	Pembentukan Model <i>Common Effect</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Hasil telah baik karena secara keseluruhan telah signifikan, tetapi hubungan BETA, SBI terhadap ROE positif, sehingga secara substansi hubungan variabel kontrol tersebut terhadap ROE meragukan.
		Pembentukan Model <i>Fixed Effect</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Hasilnya menunjukkan bahwa Beta, SBI dan KURS berhubungan positif terhadap ROE, sebagaimana model <i>Common Effect</i>. • CGPI, EGR, berhubungan positif terhadap ROE, dan signifikan. • DER, berhubungan negatif terhadap ROE, dan signifikan.

Tabel 4.46 (sambungan)

Variabel Dependen	Variabel Independen	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
		Pembentukan Model <i>Random Effect</i>	Hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat, kondisinya sama dengan yang didapat dalam Model <i>Fixed Effect</i> , dimana Beta, SBI, dan KURS tetap positif.
<ul style="list-style-type: none"> • Hasil Pengujian Model dengan Chow Test, LM Test dan Hausman Test model yang terpilih adalah Model <i>Random Effect</i> 			Dalam pemilihan model, diputuskan model <i>Random Effect</i> , sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan Model <i>Fixed Effect</i> atau <i>Common Effect</i> pada analisis pengaruh penerapan GCG, faktor fundamental, dan variabel makro ekonomi terhadap Kinerja Operasional Perusahaan
<ul style="list-style-type: none"> • Pengolahan Tahap Kedua, dengan Model <i>Random Effect</i> 			
ROE = Kinerja Operasional Perusahaan	CGPI, EGR, DER, BETA, SBI	Regresi Data Panel model <i>Random Effect</i>	Hasil telah baik karena setara keseluruhan semua variabel signifikan terhadap ROE.
	KURS	Regresi Data Panel model <i>Random Effect</i> , diolah terpisah	<ul style="list-style-type: none"> • Pengolahan kembali regresi data panel untuk variabel KURS terhadap ROE, dengan menggunakan model <i>Random Effect</i> ini, diperoleh koefisien regresi signifikan secara statistik. • Artinya bahwa variabel KURS mempunyai pengaruh terhadap ROE
<p>Hasil Uji t :</p> <ul style="list-style-type: none"> • CGPI = signifikan • EGR = signifikan • DER = signifikan • Beta = signifikan • SBI = signifikan • $\alpha = 5\%$. 			
			<ul style="list-style-type: none"> • Penerapan GCG berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja Operasional Perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi CGPI, maka ROE semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 point CGPI, maka ROE akan naik 25,1589 point. • EGR berpengaruh positif dan signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi EGR, maka ROE juga semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1% EGR, maka ROE akan naik 0,0118 point. • DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROE, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi DER, maka ROE semakin rendah, yaitu setiap kenaikan 1% DER, maka ROE akan turun 0,0106 point.

Tabel 4.46 (sambungan)

Variabel Dependen	Variabel Independen	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
			<ul style="list-style-type: none"> BETA berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi Beta, maka ROE semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 point Beta, maka ROE akan naik 2,5561 point. SBI berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE %, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi SBI, maka ROE semakin tinggi, yaitu setiap kenaikan 1 basis point SBI, maka ROE akan naik 0,7828 point.
		<ul style="list-style-type: none"> KURS = signifikan $\alpha = 5\%$. 	<ul style="list-style-type: none"> KURS berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi KURS semakin tinggi ROE, dimana setiap kenaikan 1 rupiah KURS, menyebabkan kenaikan ROE sebesar 0,0020 point.
	CGPI, EGR, DER, BETA, SBI	Hasil Uji F : <ul style="list-style-type: none"> CGPI, EGR, DER, BETA, SBI = signifikan $\alpha = 5\%$. 	Variabel CGPI, EGR, DER, BETA, SBI secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai kinerja operasional perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007
		Koefisien Determinasi (R^2)	<ul style="list-style-type: none"> Nilai R^2 relatif rendah sekitar 9,38 %, yang berarti variabel independen CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI hanya mampu menjelaskan variasi variabel dependen ROE kurang dari 10%. Ini berarti, masih banyak variabel independen diluar variabel-variabel independen yang digunakan yaitu sebesar 90,62%, yang mampu menjelaskan variasi ROE tidak terobservasi di dalam model.
	Intersep = α	Nilai intersep yang dihasilkan merupakan nilai penentu ROE	<ul style="list-style-type: none"> Semakin besar nilai intersep, maka nilai ROE semakin tinggi. Dengan kata lain semakin besar intersep, maka kinerja operasional perusahaan semakin baik.

Berdasarkan analisis hasil pengolahan data sebelumnya, guna menjawab pertanyaan penelitian yang dibangun melalui hipotesis penelitian, maka dapat dijelaskan bahwa interpretasi pengaruh penerapan GCG, faktor fundamental dan variabel makro ekonomi terhadap kinerja pasar perusahaan sebagai berikut :

- 1) Bahwa secara statistik penerapan konsep GCG dan faktor internal fundamental perusahaan meliputi ROE, DPO, dan variabel makro ekonomi suku bunga SBI secara simultan bersama-sama signifikan berpengaruh positif terhadap PBV, sedangkan dilain pihak, variabel-variabel EGR, BETA, dan KURS, secara terpisah berpengaruh terhadap PBV.
- 2) Selanjutnya secara parsial penerapan konsep GCG juga berpengaruh positif terhadap kinerja pasar perusahaan, sedangkan variabel lainnya yang secara parsial berpengaruh positif terhadap kinerja operasional perusahaan adalah ROE, DPO. Variabel SBI juga berpengaruh secara parsial terhadap kinerja operasional perusahaan, namun pengaruhnya negatif. Untuk variabel-variabel EGR, BETA, dan KURS setelah diuji ternyata tidak mempengaruhi kinerja pasar perusahaan.

Untuk memberikan gambaran interpretasi masing-masing proses pengaruh penerapan GCG berikut faktor fundamental perusahaan, serta variabel makro ekonomi terhadap Kinerja Pasar Perusahaan diuraikan pada Tabel 4.47 berikut ini.

Tabel 4.47 Pengaruh Variabel CGPI, ROE, DPO, EGR, BETA, KURS, dan SBI terhadap PBV terhadap Kinerja Pasar Perusahaan

Variabel Dependen	Variabel Independen	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
● Pengolahan Tahap Pertama			
PBV = Kinerja Pasar Perusahaan	CGPI, ROE, DPO, EGR, BETA, KURS, SBI	Pembentukan Model <i>Common Effect</i>	<ul style="list-style-type: none"> ● Hasil telah baik karena secara keseluruhan telah signifikan ● Hubungan EGR dengan PBV negatif, dan hubungan KURS dengan PBV positif. Sehingga secara substansi hubungan kedua variabel kontrol tersebut terhadap PBV meragukan.
		Pembentukan Model <i>Fixed Effect</i>	<ul style="list-style-type: none"> ● Hasilnya ternyata menunjukkan bahwa EGR dan BETA tidak signifikan,. ● Akan tetapi, koefisien EGR berubah menjadi positif, yang diikuti variabel BETA yang berubah menjadi positif.

Tabel 4.47 (sambungan)

Variabel Dependen	Variabel Independen	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
		Pembentukan Model <i>Random Effect</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat, kondisinya relatif sama dengan yang didapat dalam Model <i>Fixed Effect</i>. • Bedanya pada model ini koefisien EGR kembali bertanda negatif.
<ul style="list-style-type: none"> • Hasil Pengujian Model dengan Chow Test, LM Test dan Hausman Test model yang terpilih adalah Model <i>Random Effect</i> 			Dalam pemilihan model, diputuskan model <i>Random Effect</i> , sebagai model yang paling tepat untuk regresi data panel dan tidak menggunakan Model <i>Fixed Effect</i> atau <i>Common Effect</i> pada analisis pengaruh penerapan GCG, faktor fundamental, dan variabel makro ekonomi terhadap Kinerja Pasar Perusahaan
<ul style="list-style-type: none"> • Pengolahan Tahap Kedua, dengan Model <i>Random Effect</i> 			
PBV = Kinerja Pasar Perusahaan	CGPI, ROE, DPO, SBI	Regresi Data Panel model <i>Random Effect</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Nilai R square, tidak jauh berbeda dengan model awal. • Bahwa pengaruh kontribusi ketiga variabel independen yang dikeluarkan (variabel EGR, BETA dan KURS) untuk menjelaskan variabel dependen memang kecil, sehingga tidak ada perubahan substantif dalam model.
	EGR, BETA, KURS	Regresi Data Panel model <i>Random Effect</i> , diolah terpisah	<ul style="list-style-type: none"> • Berdasarkan model di atas terlihat bahwa tanda koefisien semua variabel telah berubah, dimana EGR bertanda positif, sedang Beta dan KURS bertanda negatif. • Akan tetapi ternyata EGR, BETA, dan KURS tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap PBV.
		Hasil Uji t : <ul style="list-style-type: none"> • CGPI = signifikan • ROE = signifikan • SBI = signifikan • $\alpha = 5\%$. 	<ul style="list-style-type: none"> • CGPI berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV • ROE berpengaruh positif, dan signifikan terhadap PBV DPO berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV. • SBI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PBV

Tabel 4.47 (sambungan)

Variabel Dependen	Variabel Independen	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
			<ul style="list-style-type: none"> Dapat disimpulkan bahwa CGPI atau penerapan GCG merupakan variabel yang memiliki kontribusi yang paling besar di-bandingkan variabel lainnya dalam mempengaruhi PBV atau nilai kinerja pasar perusahaan.
		Hasil Uji F : <ul style="list-style-type: none"> CGPI, ROE, DPO, SBI = signifikan EGR, BETA, KURS = tidak signifikan $\alpha = 5\%$. 	<ul style="list-style-type: none"> Variabel CGPI, ROE, DPO, SBI secara simultan bersama-sama mempengaruhi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007 Variabel EGR, BETA, KURS secara simultan bersama-sama tidak mempengaruhi nilai kinerja pasar perusahaan pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007
		Koefisien Determinasi (R^2)	<ul style="list-style-type: none"> Nilai koefisien determinasi (R^2) dari variabel CGPI, ROE, DPO, SBI sebesar 16.98 % berarti sebesar 16.98 % dari variabel dependen PBV dapat diterangkan dengan variabel independen CGPI, ROE, DPO dan SBI di dalam model, sedangkan 83.02 % dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model.
	Intersep = α	Nilai intersep yang dihasilkan merupakan nilai penentu PBV	<ul style="list-style-type: none"> Nilai intersep yang dihasilkan merupakan nilai penentu PBV. Semakin besar nilai intersep, maka nilai PBV semakin tinggi. Dengan demikian berarti penerapan GCG dapat meningkatkan kinerja pasar perusahaan yang direpresentasikan dengan PBV pada 28 perusahaan yang termasuk dalam kelompok III pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Sebagai pendekatan untuk melihat sejauhmana pengaruh GCG terhadap kinerja perusahaan, pada bagian latar belakang penulis membuat pertanyaan penelitian apakah perusahaan-perusahaan yang menerapkan konsep GCG memiliki tingkat kesehatan, kinerja operasional perusahaan, dan kinerja pasar

perusahaan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG. maka dapat dijelaskankan bahwa secara statistik perusahaan-perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG memiliki perbedaan dengan penjelasan sebagai berikut :

- 1) Kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG memiliki nilai rata-rata tingkat kesehatan perusahaan yang diproksi dengan *Z score* lebih tinggi daripada nilai rata-rata kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.
- 2) Kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG memiliki nilai rata-rata nilai kinerja operasional perusahaan yang diproksi dengan ROE lebih tinggi daripada nilai rata-rata kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG
- 3) Kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG memiliki nilai rata-rata kinerja pasar perusahaan yang diproksi dengan PBV lebih rendah daripada nilai rata-rata kinerja pasar perusahaan dari kelompok yang belum aktif GCG, namun secara statistik tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan tidak ada perbedaan antara rata-rata nilai PBV dari kelompok telah aktif GCG dengan rata-rata nilai PBV dari kelompok belum aktif GCG. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja pasar perusahaan sangat dipengaruhi oleh sentimen pasar dan variabel makro lainnya.

Untuk memberikan gambaran interpretasi masing-masing proses perbandingan kinerja perusahaan antara statistik perusahaan-perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG diuraikan pada Tabel 4.48 berikut ini.

Tabel 4. 48 Perbandingan Kinerja Perusahaan antara Kelompok Perusahaan yang Telah Aktif GCG dengan Kelompok Perusahaan yang Belum Aktif GCG

Kelompok Aktif GCG	Kelompok Belum Aktif GCG	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
• Tingkat Kesehatan Perusahaan			

Universitas Indonesia

Tabel 4. 48 (sambungan)

Kelompok Aktif GCG	Kelompok Belum Aktif GCG	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
Nilai rata-rata = 4.1395	Nilai rata-rata = 2.4578	<ul style="list-style-type: none"> Levene's Test independent Sample t Test $\alpha = 5\%$. 	Hasil perbandingan rata-rata nilai tingkat kesehatan perusahaan dari kelompok perusahaan aktif GCG lebih tinggi daripada rata-rata nilai kelompok perusahaan belum aktif GCG.
<ul style="list-style-type: none"> Kinerja Operasional Perusahaan 			
Nilai rata-rata = 21.6872	Nilai rata-rata = 16.6885	<ul style="list-style-type: none"> Levene's Test independent Sample t Test $\alpha = 5\%$. 	Hasil perbandingan rata-rata nilai Kinerja Operasional Perusahaan yang diproksi dengan ROE dari kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG lebih tinggi daripada rata-rata nilai kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG
<ul style="list-style-type: none"> Kinerja Pasar Perusahaan 			
Nilai rata-rata = 2.6524	Nilai rata-rata = 2.8497	<ul style="list-style-type: none"> Levene's Test independent Sample t Test $\alpha = 5\%$. 	Hasil perbandingan rata-rata nilai kinerja pasar perusahaan yang diproksi dengan PBV dari Kelompok Telah Aktif GCG lebih rendah daripada rata-rata nilai PBV dari Kelompok Belum Aktif GCG, dan uji beda tidak signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja pasar perusahaan sangat dipengaruhi oleh sentimen pasar dan variabel makro lainnya, sehingga data PBV yang diperoleh mempengaruhi pada landasan teori yang diharapkan.

Berdasarkan analisis hasil pengolahan data sebelumnya, guna menjawab pertanyaan penelitian, bagaimana posisi rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari perusahaan yang aktif menerapkan konsep GCG, dan dari perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, dikaitkan dengan persyaratan rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dalam fatwa DSN-MUI, maka dapat dijelaskan bahwa :

- 1) Rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan GCG memiliki kondisi yang lebih baik (lebih rendah) dan secara statistik signifikan berada dibawah dari nilai maksimum yang dipersyaratkan oleh Fatwa DSN-MUI.
- 2) Sedangkan kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan GCG, memiliki nilai DER berada diatas dari nilai maksimum yang dipersyaratkan oleh Fatwa DSN-MUI, namun demikian secara statistik tidak signifikan.

Universitas Indonesia

Untuk memberikan gambaran interpretasi masing-masing proses perbandingan posisi rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari perusahaan yang aktif menerapkan konsep GCG, dan dari perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, dikaitkan dengan persyaratan rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dalam fatwa DSN-MUI, diuraikan pada Tabel 4.49 berikut ini.

Tabel 4. 49 Rasio Tingkat Hutang terhadap Ekuitas Perusahaan, dan Persyaratan Fatwa DSN-MUI

Kelompok Aktif GCG	Kelompok Belum Aktif GCG	Uji Statistik	Interpretasi Hasil
Rasio Tingkat Hutang terhadap Ekuitas Perusahaan			
Nilai rata-rata = 65.2988	Nilai rata-rata = 105.4698	<ul style="list-style-type: none"> • Levene's Test • <i>independent Sample t Test</i> • $\alpha = 5\%$. 	Hasil perbandingan rata-rata nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas (DER) perusahaan antara kelompok perusahaan telah aktif GCG terdapat perbedaan dengan rata-rata nilai DER kelompok perusahaan yang belum aktif GCG, dimana kelompok perusahaan yang telah aktif GCG memiliki nilai DER yang lebih rendah secara statistik signifikan daripada rata-rata nilai DER kelompok perusahaan yang belum aktif GCG.
Rasio Tingkat Hutang atas Ekuitas Perusahaan terhadap Persyaratan Fatwa DSN-MUI			
Nilai rata-rata = 65.2988	Nilai rata-rata = 105.4698	<ul style="list-style-type: none"> • <i>One Sample t Test</i> • Test Value = 82 • $\alpha = 5\%$. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata nilai DER Kelompok Telah Aktif GCG dengan nilai persyaratan dari Fatwa DSN-MUI • Nilai rata-rata DER Kelompok Telah Aktif GCG adalah 65.30 persen lebih rendah dari nilai DER yang dipersyaratkan Fatwa DSN-MUI, dimana maksimum DER = 82 persen • tidak ada perbedaan antara rata-rata nilai DER Kelompok Belum Aktif GCG dengan nilai persyaratan DER dari Fatwa DSN-MUI • nilai rata-rata DER Kelompok belum aktif GCG adalah 105.47 persen lebih tinggi dari nilai DER yang dipersyaratkan Fatwa DSN-MUI.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penerapan tata kelola perusahaan yang baik *Good Corporate Governance* (GCG) dalam kegiatan perusahaan bukan hanya tercermin dari adanya sistem kepatuhan terhadap peraturan perundangan, pengendalian internal ataupun sistem manajemen risiko dalam perusahaan. Implementasi GCG dalam manajemen lebih dari itu, dimana GCG dibutuhkan untuk membawa perusahaan agar dapat memiliki kinerja yang dapat membantu terjaganya kelangsungan perusahaan.

Sebagaimana telah dijelaskan pada bab-bab sebelumnya, bahwa pada penelitian ini menggunakan data perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kelompok Jakarta Islamic Index (JII). Perusahaan-perusahaan yang masuk dalam JII, dipandang sebagai wakil perusahaan yang memenuhi persyaratan syariah. Sementara itu nilai-nilai pada konsep GCG tersebut relevan dengan prinsip-prinsip syariah, meskipun konsep GCG dalam pandangan Islam memiliki perbedaan dan keistimewaan utama yaitu menyangkut suatu keputusan dan tanggung jawab yang berdampak luas dengan mendasarkan pemikiran kepada keesaan Allah SWT. Oleh karena itu perusahaan-perusahaan dalam kelompok JII, sepatutnya menjadi perusahaan panutan bagi perusahaan lainnya.

Kinerja perusahaan dapat dinilai melalui berbagai macam indikator atau variabel untuk mengukur keberhasilan perusahaan. Kinerja perusahaan pada penelitian ini meliputi tingkat kesehatan/kesulitan keuangan suatu perusahaan (*financial distress-Z score*), dan kinerja operasional perusahaan (ROE). Sementara bagi investor dan calon investor menilai kinerja suatu perusahaan melalui kinerja pasar perusahaan (PBV).

Berdasarkan pada penelitian yang dilakukan pada perusahaan yang masuk dalam kelompok Jakarta Islamic Index (JII) pada periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007 tersebut, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut :

- 1) Penerapan konsep GCG secara signifikan berpengaruh positif terhadap tingkat kesehatan perusahaan-perusahaan, baik secara parsial maupun secara bersama-

sama dengan faktor fundamental perusahaan, dan variabel makro ekonomi, kecuali *Debt to Equity Ratio*, secara parsial tidak mempengaruhi tingkat kesehatan perusahaan. Berdasarkan model persamaan yang terbentuk, besarnya nilai koefisien dari variabel CGPI atau implementasi GCG merupakan variabel yang memiliki kontribusi yang paling besar dibandingkan variabel lainnya dalam mempengaruhi *Z score* atau tingkat kesehatan perusahaan.

- 2) Penerapan konsep GCG berpengaruh positif terhadap kinerja operasional perusahaan-perusahaan, baik secara parsial maupun secara bersama-sama dengan faktor fundamental perusahaan, dan variabel makro ekonomi. Berdasarkan model persamaan yang terbentuk, besarnya nilai koefisien dari variabel CGPI atau implementasi GCG merupakan variabel yang memiliki kontribusi yang paling besar dibandingkan variabel lainnya dalam mempengaruhi ROE atau kinerja operasional perusahaan.
- 3) Bahwa penerapan konsep GCG berpengaruh positif terhadap kinerja pasar perusahaan, baik secara parsial maupun secara bersama-sama dengan faktor fundamental perusahaan, dan variabel makro ekonomi. Untuk variabel-variabel EGR, BETA, dan KURS setelah diuji ternyata tidak mempengaruhi kinerja pasar perusahaan. Berdasarkan model persamaan yang terbentuk, besarnya nilai koefisien dari variabel CGPI atau implementasi GCG merupakan variabel yang memiliki kontribusi yang paling besar dibandingkan variabel lainnya dalam mempengaruhi PBV atau kinerja pasar perusahaan.
- 4) Perusahaan-perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG memiliki perbedaan kinerja dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG dengan penjelasan sebagai berikut :
 - a) Kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG memiliki nilai rata-rata tingkat kesehatan perusahaan lebih tinggi daripada nilai rata-rata kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.
 - b) Kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG memiliki nilai rata-rata nilai kinerja operasional perusahaan lebih tinggi daripada nilai rata-rata kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG.

- c) Kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan konsep GCG memiliki nilai rata-rata kinerja pasar perusahaan lebih rendah daripada nilai rata-rata kinerja pasar perusahaan dari kelompok yang belum aktif GCG, namun secara statistik tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan tidak ada perbedaan antara rata-rata nilai PBV dari kelompok telah aktif GCG dengan rata-rata nilai PBV dari kelompok belum aktif GCG. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja pasar perusahaan sangat dipengaruhi oleh sentimen pasar dan variabel makro lainnya.
- 5) Bahwa posisi rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari perusahaan yang aktif menerapkan konsep GCG, dan rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari perusahaan yang belum aktif menerapkan konsep GCG, dikaitkan dengan persyaratan rasio hutang terhadap ekuitas dalam fatwa DSN-MUI, memiliki perbedaan secara statistik dapat dijelaskan sebagai berikut :
- a) Nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan GCG lebih rendah daripada rata-rata nilai rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan GCG.
- b) Nilai rata-rata rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari kelompok perusahaan yang telah aktif menerapkan GCG memiliki kondisi yang lebih baik dan secara statistik signifikan berada dibawah dari nilai maksimum yang dipersyaratkan oleh Fatwa DSN-MUI (maksimum 82%).
- c) Meskipun nilai rata-rata rasio tingkat hutang terhadap ekuitas dari kelompok perusahaan yang belum aktif menerapkan GCG memiliki nilai diatas nilai maksimum yang dipersyaratkan oleh Fatwa DSN-MUI, namun secara statistik tidak signifikan.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian sebagaimana kesimpulan tersebut diatas bahwa dengan menerapkan konsep *Good Corporate Governance* akan diperoleh hasil kinerja perusahaan yang lebih baik. Namun demikian, untuk penyempurnaan penelitian ini dan pengembangan ilmu pengetahuan, penulis mengajukan beberapa saran bagi para pihak yang berkepentingan sebagai berikut :

1) Bagi Dunia Akademik

- a) Hasil atau dampak dari setiap kebijakan ekonomi atau aktivitas bisnis tidak terjadi secara instan, tetapi memerlukan waktu atau kelambanan (*lag*). Dengan demikian guna kesempurnaan penerapan *good corporate governance* di masa yang akan datang, penulis menyarankan kiranya perlu dilakukan penelitian mengenai berapa lama jangka waktu yang diperlukan sejak konsep GCG diberlakukan pada suatu entitas sampai dicapai kinerja yang diharapkan.
- b) Selain itu masing-masing industri memiliki suatu karakteristik yang berbeda, sehingga perlu untuk membandingkan dampak implementasi GCG pada perusahaan-perusahaan dalam industri yang sejenis.
- c) Berdasarkan koefisien determinasi secara *overall pool section*, variabel CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI memiliki nilai R^2 sebesar 9.38 %, yang berarti hanya sebesar 9.38 % dari kinerja operasional perusahaan-perusahaan dapat diterangkan dengan variabel independen CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI di dalam model, sedangkan masih 90.62% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak terobservasi di dalam model. Oleh karena itu penulis menyarankan agar untuk penelitian selanjutnya menambah variabel lain dalam hubungannya dengan kinerja operasional perusahaan.

2) Bagi Regulator

Asas *good corporate governance* adalah sesuatu yang bersifat mendasar dan harus menjadi pedoman serta pola pikir bagi semua jajaran perusahaan dalam melaksanakan setiap jenis dan aspek usaha perusahaan yang bersangkutan. Nilai-nilai pada konsep *good corporate governance* tersebut relevan dengan prinsip-prinsip syariah. Perusahaan dalam kelompok JII merupakan perusahaan-perusahaan yang telah terpilih memenuhi persyaratan syariah berdasarkan regulasi, baik dari DSN-MUI maupun BAPEPAM.

Tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk

melakukan investasi di bursa efek. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. JII menjadi jawaban atas keinginan investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain, JII menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Selain itu, JII menjadi tolak ukur kinerja (*benchmark*) dalam memilih portofolio saham yang halal. Sementara itu berdasarkan penelitian, porsi perusahaan-perusahaan yang belum aktif menerapkan GCG masih cukup besar, dengan rasio tingkat posisi rasio tingkat hutang terhadap ekuitas melampaui ketentuan Fatwa DSN-MUI.

Mengingat JII membawa nama syariah Islam yang tentunya juga memiliki potensi untuk menjadi sarana dakwah Islam, guna melengkapi regulasi yang telah ada, penulis menyarankan agar penerapan *good corporate governance* secara aktif menjadi *sharia screening factor* bagi emiten-emiten dalam kelompok Jakarta Islamic Index. Dengan demikian perusahaan yang akan tersaring, merupakan perusahaan yang tidak sekedar memenuhi regulasi dan perundangan untuk menerapkan GCG, tetapi merupakan perusahaan yang secara mendasar memiliki mental dasar yang berpegang menjalankan amanah dari Allah SWT, sebagai pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya.

3) Bagi Manajemen Perusahaan

Penerapan *good corporate governance* dalam perusahaan bukan hanya sekedar menjalankan kepatuhan terhadap peraturan perundangan, akan tetapi mengarahkan perusahaan agar dapat memiliki kinerja yang lebih bernilai. Dengan demikian informasi yang diperoleh dari hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai rujukan bagi manajemen perusahaan agar membantu meningkatkan kinerja perusahaan, pencapaian pertumbuhan dan terjaganya kelangsungan perusahaan.

DAFTAR REFERENSI

- Al Qur'an Al Karim dan Terjemahannya, Departemen Agama RI, Karya Toha Putra Semarang.
- Almilia, Luciana Spica, dan Lailul L. Sifa, Reaksi Pasar Publikasi *Corporate Governance Perception Index* pada perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, Paper Ilmiah, Simposium Nasional Akuntansi 9, Padang, 23-26 Agustus 2006.
- Black, Bernard S, Hasung Jang, dan Woochan Kim, *Does Corporate Governance Predict Firms' Market Value? Evidence from Korea*, Journal of Law, Economics & Organization, May 2005.
- Brown, Lawrence D, dan Marcus L Caylor, *Corporate Governance and Firm Operating Performance*, Georgia State University and University of South Carolina, Working Paper, 7 Desember 2006.
- Chapra, M.Umer, dan Habib Ahmed, *Corporate Governance* Lembaga Keuangan Syariah, Sinar Grafika Offset, PT Bumi Aksara, Jakarta Timur, Agustus 2008.
- Corporate Governance* : Tata Kelola Perusahaan, Jilid I. FCGI,2001. Edisi ke-3.
- Corporate Governance Perception Index 2002*, Laporan Hasil Survey, The Indonesian Institute for Corporate Governance, 17 Oktober 2002.
- Damodaran, Aswath, *Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Son Inc., New York USA, 2002.
- Daniri, Mas Achmad, *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*, Komite Nasional Kebijakan Governance, Jakarta, 2006.
- Eachern Mc, William, *Ekonomi Makro : Pendekatan Kontemporer*, Jakarta Penerbit Salemba, 2000.
- Emery, Douglas R, John D Finnerty, & John D.Stowe, *Corporate Financial Management third edition*, Pearson Education International, Pearson Prentice Hall, New Jersey, 2007.
- Eviews 6, *Getting Started*, Quantitative Micro Software, LLC, 4521 Campus Drive, #336 Irvine CA, printed in USA, March 2007.
- Farhani, Dina, *Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance terhadap Kinerja Pasar Perusahaan-Perusahaan di Indonesia*, Tesis Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 2006.

- Gujarati, Damodar N, dan Dawn C Porter, *Basic Econometrics Fifth Edition*, Mc Graw Hill, New York, 2009.
- Hadi, Kuncoro, ST. M.Si., dan Endang Kartiningtyas, SE. Ak. M.Ak, Materi Kuliah Semester Genap, 2008, PSTTI UI, Jakarta
- Hasan, Vaseehar, Bala Shanmugam, and Vignesen Perumal, *Corporate Governance: An Islamic Paradigm*, Universiti Putra Malaysia Press, Serdang, 2005.
- Hasan, Zulkifli, *Corporate Governance : Western and Islamic Perspective*, International Review of Business Research Papers Vol 5 No 1 January 2009 Pp. 227-293.
- Istiqlal, Rohmat Nur, Analisis Pengaruh beberapa Faktor Eksternal Perusahaan terhadap Imbal Hasil Saham di Bursa Efek Jakarta, Tesis Program Studi Ilmu Manajemen, Pascasarjana Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia, Depok, 2004.
- Kaufmann, Daniel, et al, *Governance Matters : Aggregate and Individual Governance Indicators 1996-2007*, Washington, The World bank Development Research Group Macroeconomics and Growth Team, World Bank Institute Global Governance Program, June 2008.
- Krismatono, Dadi, et al, Laporan Hasil Survey: *Corporate Governance Perception Index 2003*, The Indonesian Institute for Corporate Governance, Februari 2004.
- Levin, Richard I, David S Rubin, *Statistics for management Seventh Edition*, Prentice Hall, Inc., New Jersey, 1998.
- Madura Jeff, *International Corporate Finance, 8th Edition*, Penerbit Salemba Empat, 2006.
- Melzatia, Shinta, Analisis Pengaruh Implementasi *Good Corporate Governance* terhadap Return dan Volatilitas Saham, Tesis Program Studi Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 2005.
- Munid, Dato'Shahran Laili Haji Abdul, *Corporate Governance in Islamic Perspectives*, Malaysia Institute of Corporate Governance, Material Presentation, 3-4 September 2007.
- Mursalim, *Income Smoothing dan Motivasi Investor: Studi Empiris pada Investor di BEJ. Simposium Nasional Akuntansi VIII*, IAI, 2005.
- Nachrowi, D. Nachrowi, dan Hardius Usman, Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 2006.

- Nachrowi, D. Nachrowi, dan Hardius Usman, Pendekatan Populer dan Praktis Dilengkapi Teknik Analisis dan Pengolahan Data dengan Menggunakan Paket Program SPSS edisi revisi, PT RadjaGrafindo Persada, 2008.
- Ross, Stephen A Ross, et al., *Modern Financial Management 8th edition*, Mc Graw Hill/Irwin, New York, 2008
- Setyaningrum, Dyah, Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia, Tesis Program Studi Ilmu Manajemen, Pascasarjana Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia, Depok, 2005.
- Suprayitno G, et al., Laporan *Corporate Governance Perception Index 2004: Internalisasi Good Corporate Governance dalam Proses Bisnis*, The Indonesian Institute for Corporate Governance, April 2005.
- Suprayitno G, et al., Laporan *Corporate Governance Perception Index 2005: Mewujudkan GCG sebagai Sebuah Sistem*, The Indonesian Institute for Corporate Governance, Desember 2006.
- Suprayitno G, et al., Laporan Hasil Riset dan Peningkatan *Corporate Governance Perception Index 2006: Menyempurnakan GCG sebagai Sebuah Sistem*, The Indonesian Institute for Corporate Governance, Desember 2007.
- Suprayitno G, et al., Laporan Hasil Riset dan Peningkatan *Corporate Governance Perception Index 2007: Aktualisasi GCG sebagai Sebuah Sistem*, The Indonesian Institute for Corporate Governance, Desember 2008.
- Surya, Indra, dan Ivan Yustiavandana, Penerapan *Good Corporate Governance*, Kencana Prenada Media Group, Jakarta, 2006
- Sutojo, Siswanto, dan E. John Aldridge, *Good Corporate Governance*, PT Damar Mulia Pustaka, Jakarta, 2005.
- Tjager, I Nyoman, et al., *Corporate Governance*, PT Prenhalindo, Jakarta, 2003.

SERIAL

Artikel Jurnal

- Bauer, Rob, Nadja Gunster, dan Roger Otten, *Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe*, The Journal of Asset Management, Maastricht University, 23 Oktober 2003.
- Darmawati, Khomsyiah, dan Rika Gelar Rahayu, Hubungan *Corporate Governance* dengan Kinerja Perusahaan, Jurnal Riset Akuntansi, Ikatan Akuntan Indonesia Kompartemen Akuntan Publik, Vol 8 No.1, Yogyakarta, Januari 2005.

- Drakos, Konstantinos, *Interest Rate Risk and Bank Common Stock Returns: Evidence from the Greek Banking Sector*, JEL classification: C22, C32, E43, G12, Department of Economics London Guildhall University, London, 2003.
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, dan Andrew Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, Harvard Business School, Harvard University, Quarterly Journal of Economics 118(1), February 2003, 107-155.
- Gupta, Parveen P, Duane B. Kennedy, dan Samuel C Weaver, *Corporate Governance Scores, Tobin's Q and Equity Prices: Evidence from Canadian Capital Market*, Lehigh University, USA, Corporate Ownership and Control Journal, Vol. 6, No. 3, Spring 2009, 2005.
- Klapper, Leora F, dan Inessa Love, *Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Market*, Research Working Paper, JEL, Classifications:G3,F3, Washington, April 2002.
- Lazarides, Themistokles G., dan Elektra Pitoska, *Corporate Governance and Debt to Equity Ratio*, Research Working Paper, JEL Classifications: G32, G34, G39, Technological Educational Institute (TEI) of West Macedonia, May 23, 2009.
- Lee, Tsun-Siou, and Yin-Hua Yeh, *Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan*, Department of Finance, National Taiwan University, Jurnal ilmiah : An International Review, Vol 12, No3,pp 378-388, July 2004.
- Mahmood, Wan Mansor dan Nazihah Mohd Dinniah, *Stock Return and macroeconomics Influences: Evidence from the Six Asia-Pacific Countries*, Financial Economics and Futures Market Research Paper, JEL E31, G12, Financial Economics and Futures market group, Univesiti Teknologi MARA Trengganu, Malaysia, 2007.
- Short, Helen, *et al*, "*Corporate Governance: From Accountability to Enterprise*", Accounting and Business Research, Vol.29.No.4, Hal 337-352

Artikel Majalah

- SWA/19/XVII/20September-3Oktober 2001, Sajian Utama : Saatnya menjadi Perusahaan Terpercaya, Jakarta, 2001.

PUBLIKASI ELEKTRONIK

Agustianto, "GCG Bank Syariah", 9 Juni 2005

<<http://www.waspada.co.id/opini/artikel/artikel.php?article=62680>>.

Daniri, Mas Achmad, Membudayakan "*Good Corporate Governance*", 15 April 2004, <<http://www2.kompas.com/kompas-cetak/0404/15/ekonomi/970822.htm>>

Daniri, Mas Achmad, Catatan Hukum Penegakan hukum pasar modal & civil penalty, 26 Februari 2008. <<http://www.madani-ri.com/2008/02/13/catatan-hukum-hakikat-pertanggungjawaban-pribadi-dalam-uupt-2/comment-page-1>>

Endri, SE. MA - STEI TAZKIA, "Penerapan Good Corporate Governance Dalam Perbankan Syariah", 26 Januari 2008, <<http://www.tazkiaonline.com/?view=articles&id=13&detail=yes>>.

FCGI Online, <http://www.fcgi.or.id/en/gc_articles.shtml>.

ICG online, <http://www.iicg.org/index.php?option=com_content&task=view&id=53&Itemid=1>

Investopedia, a Forbes Digital Company
<<http://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp>>

The Organization for Economics Cooperation and Development, *OECD Principle of Corporate Governance*,
<<http://www.oecd.org/dat/governance/principles.htm>>



**Lampiran 1: Daftar Perusahaan Kelompok JII yang Aktif
Mengimplementasikan GCG periode tahun 2001 - 2007**

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan
1	AALI	PT Astra Argo Lestari Tbk
2	ADHI	PT Adhi Karya Tbk
3	ANTM	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk
4	ASGR	PT Astra Graphia Tbk
5	ASII	PT Astra International Tbk
6	AUTO	PT Astra Otoparts Tbk
7	BMTR	PT Bimantara Citra Tbk
8	BNBR	PT Bakrie & Brothers Tbk
9	BRPT	PT Barito Pacific Timber Tbk
10	CMNP	PT Citra Marga Nusapala Persada Tbk
11	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
12	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
13	ISAT	PT Indosat Tbk
14	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk
15	LSIP	PT PP London Sumatera Tbk
16	LTLS	PT Lautan Luas Tbk
17	MEDC	PT Medco Energi International Tbk,
18	MLPL	PT Multipolar Tbk
19	MPPA	PT Matahari Putra Prima Tbk
20	MTDL	PT Metrodata Tbk
21	PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
22	RALS	PT Ramayana Lestari Tbk
23	SMGR	PT Semen Gresik Tbk
24	TINS	PT Timah (Persero) Tbk
25	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk
26	TSPC	PT Tempo Scan Pacific Tbk
27	UNTR	PT United Tractor Tbk
28	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk

**Lampiran 2: Daftar Perusahaan Kelompok JII yang Belum Aktif
Mengimplementasikan GCG Periode Tahun 2001 – 2007**

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan
1	AMFG	PT Asahimas Flat Glass Tbk
2	ANTA	PT Anta Express Tour & Travel Service Tbk
3	APEX	PT Apexindo Pratama Duta Tbk
4	BLTA	PT Berlian Laju Tanker Tbk
5	BTEL	PT Bakrie Telecom Tbk
6	BUMI	PT Bumi Resources Tbk
7	CNKO	PT Central Korporindo International Tbk
8	CTRA	PT Ciputra Development Tbk
9	CTRS	PT Ciputra Surya Tbk
10	DOID	PT Delta Dunia Tbk
11	DSFI	PT Dharma Samudera Fishing Industries Tbk
12	DYNA	PT Dynaplast Tbk
13	ENRG	PT Energi Mega Persada Tbk
14	EPMT	PT Enseval Putra Mega Trading Tbk
15	ESTI	PT Ever Shine Textile Industry Tbk
16	FORU	PT Fortune Indonesia Tbk
17	FREN	PT Mobile-8 Telecom Tbk
18	GJTL	PT Gajah Tunggal Tbk
19	INAF	PT Indofarma (Persero) Tbk
20	INCO	PT International Nickel Indonesia Tbk
21	INDR	PT Indorama Syntetics Tbk
22	INKP	PT Indah Kiat Tbk
23	INTP	PT Indocement Tunggak Tbk
24	KAEF	PT Kimia Farma (Persero) Tbk
25	KIJA	PT Kawasan Industri Jababeka Tbk
26	LMAS	PT Limas Stokhomindo Tbk
27	LPKR	PT Lippo Karawaci Tbk
28	MYOR	PT Mayora Indah Tbk
29	PGAS	PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk
30	PLAS	PT Palm Asia Corpora Tbk
31	SMAR	PT Summarecon Agung Tbk
32	SMCB	PT Semen Cibinong Tbk
33	SMRA	PT Summarecon Agung Tbk
34	SMSM	PT Selamat Sempurna Tbk
35	SRSN	PT Sarasa Nugraha Tbk
36	SULI	PT Sumalindo Lestari Tbk
37	TKIM	PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
38	TOTL	PT Total Bangun
39	TRST	PT Trias Sentosa Tbk
40	TRUB	PT Truba Alam Manunggal Engineering Tbk
41	UNSP	PT Bakrie Sumatra Tbk

**Lampiran 3: Skor CGPI Perusahaan-Perusahaan
Kelompok Jakarta Islamic Index**

No	Perusahaan	Tahun	Skor CGPI
1	PT Astra Argo Lestari Tbk	2001	38.88
2	PT Astra Graphia Tbk	2001	65.00
3	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	2001	70.75
4	PT Astra International Tbk	2001	77.19
5	PT Astra Otoparts Tbk	2001	58.75
6	PT Bimantara Citra Tbk	2001	65.13
7	PT Barito Pacific Timber Tbk	2001	37.31
8	PT Citra Marga Nusapala Persada Tbk	2001	63.25
9	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk	2001	61.94
10	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	2001	35.13
11	PT Indosat Tbk	2001	40.31
12	PT Kalbe Farma Tbk	2001	65.19
13	PT PP London Sumatera Tbk	2001	36.69
14	PT Lautan Luas Tbk	2001	58.88
15	PT Medco Energi International Tbk,	2001	69.94
16	PT Multipolar Tbk	2001	24.56
17	PT Matahari Putra Prima Tbk	2001	66.06
18	PT Metrodata Tbk	2001	66.13
19	PT Ramayana Lestari Tbk	2001	29.50
20	PT Semen Gresik Tbk	2001	30.63
21	PT Timah (Persero) Tbk	2001	78.94
22	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	2001	43.75
23	PT Tempo Scan Pacific Tbk	2001	31.00
24	PT United Tractor Tbk	2001	53.88
25	PT Astra International Tbk	2002	87.95
26	PT Bimantara Citra Tbk	2002	85.31
27	PT Kalbe Farma Tbk	2002	88.42
28	PT Unilever Indonesia Tbk	2002	86.93
29	PT Astra Graphia Tbk	2003	76.76
30	PT Kalbe Farma Tbk	2003	72.84
31	PT Medco Energi International Tbk,	2003	74.86
32	PT Unilever Indonesia Tbk	2003	76.86
33	PT Astra Argo Lestari Tbk	2004	82.32
34	PT Astra Graphia Tbk	2004	80.52
35	PT Kalbe Farma Tbk	2004	80.24
36	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	2005	81.92
37	PT Astra Graphia Tbk	2005	78.33
38	PT Astra International Tbk	2005	83.66
39	PT Bakrie & Brothers Tbk	2005	72.32
40	PT Indosat Tbk	2005	74.62
41	PT Kalbe Farma Tbk	2005	78.70

(Lanjutan)

42	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	2005	67.46
43	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	2005	81.30
44	PT United Tractor Tbk	2005	75.56
45	PT Adhi Karya Tbk	2006	81.79
46	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	2006	82.07
47	PT Bakrie & Brothers Tbk	2006	76.31
48	PT Citra Marga Nusapala Persada Tbk	2006	69.78
49	PT Indosat Tbk	2006	77.42
50	PT Kalbe Farma Tbk	2006	79.70
51	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	2006	80.87
52	PT United Tractor Tbk	2006	81.53
53	PT Adhi Karya Tbk	2007	82.07
54	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	2007	83.41
55	PT Citra Marga Nusapala Persada Tbk	2007	69.66
56	PT Indosat Tbk	2007	80.24
57	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	2007	81.23
58	PT United Tractor Tbk	2007	83.42

Lampiran 4: Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel DER, EGR, BETA dan KURS terhadap Z Score

Dependent Variable: ZSCORE?

Method: Pooled Least Squares

Date: 11/29/09 Time: 11:17

Sample: 2001Q1 2007Q4

Included observations: 28

Cross-sections included: 28

Total pool (balanced) observations: 784

Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.139958	0.971691	6.318838	0.0000
DER?	-0.000523	0.000385	-1.358009	0.1749
EGR?	0.000380	0.000137	2.777287	0.0056
BETA?	-0.258872	0.117550	-2.202222	0.0280
KURS?	-0.000216	0.000102	-2.110818	0.0351
Fixed Effects (Cross)				
_AALI-C	4.372292			
_ADHI-C	-0.736928			
_ANTM-C	0.117616			
_ASGR-C	-0.789953			
_ASII-C	-0.845835			
_AUTO-C	-0.401193			
_BMTR-C	-2.126878			
_BNBR-C	-2.875331			
_BRFT-C	-4.202921			
_CMNP-C	-1.343616			
_CPIN-C	-0.588341			
_INDF-C	-0.850126			
_JSAT-C	-1.586915			
_KLBF-C	1.854336			
_LSIP-C	-1.302051			
_LTLS-C	-1.368171			
_MEDC-C	-0.878150			
_MLPL-C	-2.352135			
_MPPA-C	-1.092618			
_MTDL-C	-0.064776			
_PTBA-C	1.655979			
_RALS-C	2.664184			
_SMGR-C	1.115532			
_TINS-C	-0.414125			

(Lanjutan)

_TLKM-C	0.194101
_TSPC-C	2.034670
_UNTR-C	-0.792668
_UNVR-C	10.60402

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.666528	Mean dependent var	3.832406
Adjusted R-squared	0.652781	S.D. dependent var	3.325572
S.E. of regression	1.959603	Akaike info criterion	4.223321
Sum squared resid	2887.713	Schwarz criterion	4.413705
Log likelihood	-1623.542	F-statistic	48.48586
Durbin-Watson stat	0.381447	Prob(F-statistic)	0.000000



**Lampiran 5: Model Persamaan Regresi Data Panel untuk Variabel
DER, EGR, BETA dan KURS terhadap Z Score**

Estimation Command:

=====
LS(CX=F,COV=CXDIAG) ZSCORE? DER? EGR? BETA? KURS?

Estimation Equations:

=====
ZSCORE_AALI = 4.37229185783 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_AALI +
0.000379940490938*EGR_AALI - 0.258871535473*BETA_AALI -
0.000216300266261*KURS_AALI

ZSCORE_ADHI = -0.736928089366 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_ADHI
+ 0.000379940490938*EGR_ADHI - 0.258871535473*BETA_ADHI -
0.000216300266261*KURS_ADHI

ZSCORE_ANTM = 0.117617620542 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_ANTM
+ 0.000379940490938*EGR_ANTM - 0.258871535473*BETA_ANTM -
0.000216300266261*KURS_ANTM

ZSCORE_ASGR = -0.789953484678 + 6.1399579184 -
0.000523360393786*DER_ASGR + 0.000379940490938*EGR_ASGR -
0.258871535473*BETA_ASGR - 0.000216300266261*KURS_ASGR

ZSCORE_ASII = -0.845834668156 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_ASII +
0.000379940490938*EGR_ASII - 0.258871535473*BETA_ASII -
0.000216300266261*KURS_ASII

ZSCORE_AUTO = -0.401192661772 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_AUTO
+ 0.000379940490938*EGR_AUTO - 0.258871535473*BETA_AUTO -
0.000216300266261*KURS_AUTO

ZSCORE_BMTR = -2.12687823396 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_BMTR
+ 0.000379940490938*EGR_BMTR - 0.258871535473*BETA_BMTR -
0.000216300266261*KURS_BMTR

ZSCORE_BNBR = -2.8753308336 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_BNBR +
0.000379940490938*EGR_BNBR - 0.258871535473*BETA_BNBR -
0.000216300266261*KURS_BNBR

ZSCORE_BRPT = -4.20292050214 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_BRPT +
0.000379940490938*EGR_BRPT - 0.258871535473*BETA_BRPT -
0.000216300266261*KURS_BRPT

ZSCORE_CMNP = -1.34361637399 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_CMNP
+ 0.000379940490938*EGR_CMNP - 0.258871535473*BETA_CMNP -
0.000216300266261*KURS_CMNP

ZSCORE_CPIN = -0.588340571617 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_CPIN
+ 0.000379940490938*EGR_CPIN - 0.258871535473*BETA_CPIN -
0.000216300266261*KURS_CPIN

ZSCORE_INDF = -0.850125602323 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_INDF +
0.000379940490938*EGR_INDF - 0.258871535473*BETA_INDF -
0.000216300266261*KURS_INDF

ZSCORE_ISAT = -1.58691464334 + 6.1399579184 - 0.000523360393786*DER_ISAT +
0.000379940490938*EGR_ISAT - 0.258871535473*BETA_ISAT -
0.000216300266261*KURS_ISAT

(Lanjutan)

$$\text{ZSCORE_KLB F} = 1.86433659722 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_KLB F} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_KLB F} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_KLB F} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_KLB F}$$

$$\text{ZSCORE_LSIP} = -1.30205084974 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_LSIP} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_LSIP} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_LSIP} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_LSIP}$$

$$\text{ZSCORE_LTLS} = -1.36817113364 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_LTLS} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_LTLS} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_LTLS} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_LTLS}$$

$$\text{ZSCORE_MEDC} = -0.878150051424 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_MEDC} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_MEDC} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_MEDC} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_MEDC}$$

$$\text{ZSCORE_MLPL} = -2.36213500342 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_MLPL} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_MLPL} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_MLPL} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_MLPL}$$

$$\text{ZSCORE_MPPA} = -1.09261770188 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_MPPA} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_MPPA} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_MPPA} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_MPPA}$$

$$\text{ZSCORE_MTDL} = -0.0647758843219 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_MTDL} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_MTDL} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_MTDL} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_MTDL}$$

$$\text{ZSCORE_PTBA} = 1.65597903942 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_PTBA} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_PTBA} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_PTBA} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_PTBA}$$

$$\text{ZSCORE_RALS} = 2.66418444266 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_RALS} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_RALS} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_RALS} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_RALS}$$

$$\text{ZSCORE_SMGR} = 1.1155323257 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_SMGR} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_SMGR} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_SMGR} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_SMGR}$$

$$\text{ZSCORE_TINS} = -0.414124789837 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_TINS} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_TINS} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_TINS} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_TINS}$$

$$\text{ZSCORE_TLKM} = 0.194101169273 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_TLKM} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_TLKM} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_TLKM} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_TLKM}$$

$$\text{ZSCORE_TSPC} = 2.03466967687 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_TSPC} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_TSPC} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_TSPC} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_TSPC}$$

$$\text{ZSCORE_UNTR} = -0.792667576374 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_UNTR} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_UNTR} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_UNTR} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_UNTR}$$

$$\text{ZSCORE_UNVR} = 10.604016926 + 6.1399579184 - 0.000523360393786^{\circ}\text{DER_UNVR} + 0.000379940490938^{\circ}\text{EGR_UNVR} - 0.258871535473^{\circ}\text{BETA_UNVR} - 0.000216300266261^{\circ}\text{KURS_UNVR}$$

Lampiran 6: Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap Z Score

Dependent Variable: ZSCORE7

Method: Pooled Least Squares

Date: 11/29/09 Time: 11:33

Sample: 2001Q1 2007Q4

Included observations: 28

Cross-sections included: 28

Total pool (balanced) observations: 784

Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

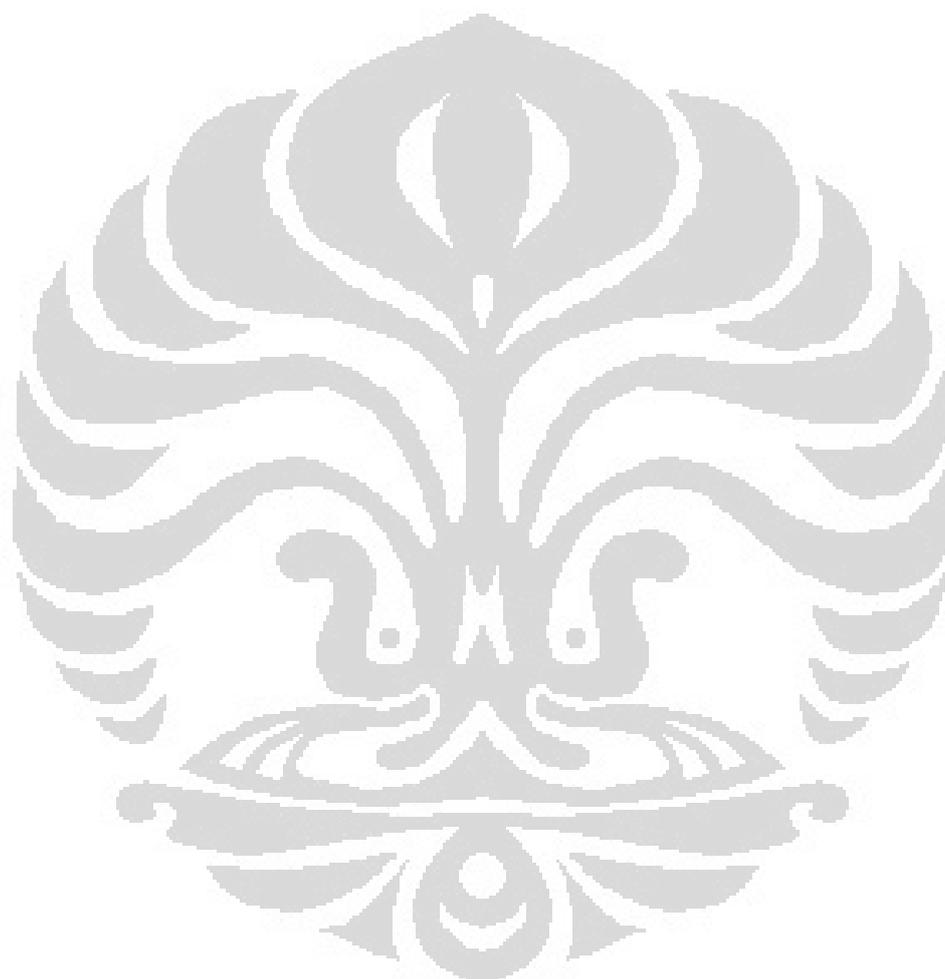
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.555582	0.775757	-0.716181	0.4741
CGPI7	6.887064	0.936132	7.356938	0.0000
ROE7	0.018062	0.003402	5.308667	0.0000
SBI7	-0.051759	0.021285	-2.431682	0.0153
Fixed Effects (Cross)				
_AALI-C	4.882559			
_ADHI-C	-2.004774			
_ANTM-C	-0.710801			
_ASGR-C	-1.475226			
_ASII-C	-2.241625			
_AUTO-C	-0.573309			
_BMTR-C	-2.517293			
_BNBR-C	-2.918294			
_BRPT-C	-2.211216			
_CMNP-C	-1.311703			
_CPIN-C	0.004040			
_INDF-C	-0.408520			
_ISAT-C	-1.140422			
_KLBF-C	0.816917			
_LSIP-C	-0.192473			
_LTL5-C	-0.915226			
_MEDC-C	-1.568566			
_MLPL-C	-0.698869			
_MPPA-C	-0.910821			
_MTDL-C	0.037082			
_PTBA-C	1.350602			
_RALS-C	2.932364			
_SMGR-C	1.991468			
_TINS-C	-0.579112			
_TLKM-C	-0.520935			
_TSPC-C	2.953546			
_UNTR-C	-1.244354			
_UNVR-C	9.174960			

(Lanjutan)

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.727596	Mean dependent var	3.832406
Adjusted R-squared	0.716744	S.D. dependent var	3.325572
S.E. of regression	1.769931	Akaike info criterion	4.018496
Sum squared resid	2358.890	Schwarz criterion	4.202930
Log likelihood	-1544.250	F-statistic	67.04265
Durbin-Watson stat	0.495909	Prob(F-statistic)	0.000000



**Lampiran 7: Model Persamaan Regresi Data Panel untuk
Variabel CGPI, ROE, dan SBI terhadap Z Score**

Estimation Command:

=====
LS(CX=F,COV=CXDIAG) ZSCORE? CGPI? ROE? SBI?

Estimation Equations:

=====
ZSCORE_AALI = 4.88255914928 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_AALI +
0.0180624399813*ROE_AALI - 0.0517592781948*SBI_AALI

ZSCORE_ADHI = -2.0047741262 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_ADHI +
0.0180624399813*ROE_ADHI - 0.0517592781948*SBI_ADHI

ZSCORE_ANTM = -0.710800968516 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_ANTM
+ 0.0180624399813*ROE_ANTM - 0.0517592781948*SBI_ANTM

ZSCORE_ASGR = -1.47522634287 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_ASGR +
0.0180624399813*ROE_ASGR - 0.0517592781948*SBI_ASGR

ZSCORE_ASII = -2.24162494678 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_ASII +
0.0180624399813*ROE_ASII - 0.0517592781948*SBI_ASII

ZSCORE_AUTO = -0.573308620107 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_AUTO +
0.0180624399813*ROE_AUTO - 0.0517592781948*SBI_AUTO

ZSCORE_BMTR = -2.51729265083 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_BMTR +
0.0180624399813*ROE_BMTR - 0.0517592781948*SBI_BMTR

ZSCORE_BNBR = -2.91829398203 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_BNBR +
0.0180624399813*ROE_BNBR - 0.0517592781948*SBI_BNBR

ZSCORE_BRPT = -2.21121696809 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_BRPT +
0.0180624399813*ROE_BRPT - 0.0517592781948*SBI_BRPT

ZSCORE_CMNP = -1.31170328933 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_CMNP +
0.0180624399813*ROE_CMNP - 0.0517592781948*SBI_CMNP

ZSCORE_CPIN = 0.0040397936364 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_CPIN +
0.0180624399813*ROE_CPIN - 0.0517592781948*SBI_CPIN

ZSCORE_INDF = -0.408519519768 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_INDF +
0.0180624399813*ROE_INDF - 0.0517592781948*SBI_INDF

ZSCORE_ISAT = -1.14042156401 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_ISAT +
0.0180624399813*ROE_ISAT - 0.0517592781948*SBI_ISAT

ZSCORE_KLBF = 0.816916981593 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_KLBF +
0.0180624399813*ROE_KLBF - 0.0517592781948*SBI_KLBF

ZSCORE_LSIP = -0.192473350317 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_LSIP +
0.0180624399813*ROE_LSIP - 0.0517592781948*SBI_LSIP

ZSCORE_LTLS = -0.915225945845 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_LTLS +
0.0180624399813*ROE_LTLS - 0.0517592781948*SBI_LTLS

ZSCORE_MEDC = -1.56856621869 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_MEDC +
0.0180624399813*ROE_MEDC - 0.0517592781948*SBI_MEDC

ZSCORE_MLPL = -0.698868558259 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_MLPL +
0.0180624399813*ROE_MLPL - 0.0517592781948*SBI_MLPL

ZSCORE_MPPA = -0.910820950075 - 0.555582275384 + 6.88706426727*CGPI_MPPA
+ 0.0180624399813*ROE_MPPA - 0.0517592781948*SBI_MPPA

Universitas Indonesia

(Lanjutan)

$$\text{ZSCORE_MTDL} = 0.0370818390999 - 0.555582275384 + 6.88706426727 * \text{CGPI_MTDL} + 0.0180624399813 * \text{ROE_MTDL} - 0.0517592781948 * \text{SBI_MTDL}$$

$$\text{ZSCORE_PTBA} = 1.35060223761 - 0.555582275384 + 6.88706426727 * \text{CGPI_PTBA} + 0.0180624399813 * \text{ROE_PTBA} - 0.0517592781948 * \text{SBI_PTBA}$$

$$\text{ZSCORE_RALS} = 2.93236394204 - 0.555582275384 + 6.88706426727 * \text{CGPI_RALS} + 0.0180624399813 * \text{ROE_RALS} - 0.0517592781948 * \text{SBI_RALS}$$

$$\text{ZSCORE_SMGR} = 1.99146771289 - 0.555582275384 + 6.88706426727 * \text{CGPI_SMGR} + 0.0180624399813 * \text{ROE_SMGR} - 0.0517592781948 * \text{SBI_SMGR}$$

$$\text{ZSCORE_TINS} = -0.579111813729 - 0.555582275384 + 6.88706426727 * \text{CGPI_TINS} + 0.0180624399813 * \text{ROE_TINS} - 0.0517592781948 * \text{SBI_TINS}$$

$$\text{ZSCORE_TLKM} = -0.520935103662 - 0.555582275384 + 6.88706426727 * \text{CGPI_TLKM} + 0.0180624399813 * \text{ROE_TLKM} - 0.0517592781948 * \text{SBI_TLKM}$$

$$\text{ZSCORE_TSPC} = 2.95354602237 - 0.555582275384 + 6.88706426727 * \text{CGPI_TSPC} + 0.0180624399813 * \text{ROE_TSPC} - 0.0517592781948 * \text{SBI_TSPC}$$

$$\text{ZSCORE_UNTR} = -1.24435371991 - 0.555582275384 + 6.88706426727 * \text{CGPI_UNTR} + 0.0180624399813 * \text{ROE_UNTR} - 0.0517592781948 * \text{SBI_UNTR}$$

$$\text{ZSCORE_UNVR} = 9.17495996058 - 0.555582275384 + 6.88706426727 * \text{CGPI_UNVR} + 0.0180624399813 * \text{ROE_UNVR} - 0.0517592781948 * \text{SBI_UNVR}$$

Lampiran 8. Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI terhadap ROE

Dependent Variable: ROE?

Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)

Date: 11/29/09 Time: 12:08

Sample: 2001Q1 2007Q4

Included observations: 28

Cross-sections included: 28

Total pool (balanced) observations: 784

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.678476	6.535046	-1.327990	0.1846
CGPI?	25.15890	6.506882	3.866507	0.0001
EGR?	0.011791	0.001695	6.957165	0.0000
DER?	-0.010620	0.003080	-3.448554	0.0006
BETA?	2.556133	1.016801	2.513898	0.0121
SBI?	0.782768	0.197464	3.964098	0.0001
Random Effects				
(Cross)				
_AALI-C	9.234681			
_ADHI-C	0.345371			
_ANTM-C	7.149415			
_ASGR-C	-6.057599			
_ASII-C	20.58475			
_AUTO-C	3.857118			
_BMTR-C	-3.705702			
_BNBR-C	-25.57821			
_BRPT-C	-4.841587			
_CMNP-C	-18.33433			
_CPIN-C	-8.468025			
_INDF-C	-1.985500			
_ISAT-C	-0.480539			
_KLBF-C	11.86161			
_LSIP-C	-0.734845			
_LTLS-C	-8.373988			
_MEDC-C	-8.424315			
_MLPL-C	-7.643893			
_MPPA-C	-11.75293			
_MTDL-C	-11.07675			
_PTBA-C	0.549791			
_RALC-C	3.716932			
_SMGR-C	0.290156			
_TINS-C	-13.74836			

(Lanjutan)

_TLKM-C	21.02244
_TSPC-C	4.588206
_UNTR-C	8.139949
_UNVR-C	39.86615

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	14.27671	0.4234
Idiosyncratic random	16.66085	0.5766

Weighted Statistics			
R-squared	0.093805	Mean dependent var	4.195098
Adjusted R-squared	0.087981	S.D. dependent var	17.41132
S.E. of regression	16.62776	Sum squared resid	215103.3
F-statistic	16.10694	Durbin-Watson stat	0.586683
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.105496	Mean dependent var	19.47893
Sum squared resid	351302.2	Durbin-Watson stat	0.359228

Lampiran 9: Model Persamaan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel CGPI, EGR, DER, BETA, dan SBI terhadap ROE

Estimation Command:

=====
LS(CX=R,COV=CXDIAG) ROE? CGPI? EGR? DER? BETA? SBI?

Estimation Equations:

=====
ROE_AALI = 9.2346806407 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_AALI +
0.0117912967313*EGR_AALI - 0.0106202392829*DER_AALI +
2.55613281154*BETA_AALI + 0.782767567995*SBI_AALI

ROE_ADHI = 0.345370533294 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_ADHI +
0.0117912967313*EGR_ADHI - 0.0106202392829*DER_ADHI +
2.55613281154*BETA_ADHI + 0.782767567995*SBI_ADHI

ROE_ANTM = 7.14941548379 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_ANTM +
0.0117912967313*EGR_ANTM - 0.0106202392829*DER_ANTM +
2.55613281154*BETA_ANTM + 0.782767567995*SBI_ANTM

ROE_ASGR = -6.05759914807 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_ASGR +
0.0117912967313*EGR_ASGR - 0.0106202392829*DER_ASGR +
2.55613281154*BETA_ASGR + 0.782767567995*SBI_ASGR

ROE_ASII = 20.584748546 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_ASII +
0.0117912967313*EGR_ASII - 0.0106202392829*DER_ASII +
2.55613281154*BETA_ASII + 0.782767567995*SBI_ASII

ROE_AUTO = 3.85711779775 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_AUTO +
0.0117912967313*EGR_AUTO - 0.0106202392829*DER_AUTO +
2.55613281154*BETA_AUTO + 0.782767567995*SBI_AUTO

ROE_BMTR = -3.70570152813 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_BMTR +
0.0117912967313*EGR_BMTR - 0.0106202392829*DER_BMTR +
2.55613281154*BETA_BMTR + 0.782767567995*SBI_BMTR

ROE_BNBR = -25.5782089238 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_BNBR +
0.0117912967313*EGR_BNBR - 0.0106202392829*DER_BNBR +
2.55613281154*BETA_BNBR + 0.782767567995*SBI_BNBR

ROE_BRPT = -4.84158728453 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_BRPT +
0.0117912967313*EGR_BRPT - 0.0106202392829*DER_BRPT +
2.55613281154*BETA_BRPT + 0.782767567995*SBI_BRPT

ROE_CMNP = -18.3343318459 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_CMNP +
0.0117912967313*EGR_CMNP - 0.0106202392829*DER_CMNP +
2.55613281154*BETA_CMNP + 0.782767567995*SBI_CMNP

ROE_CPIN = -8.46802517394 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_CPIN +
0.0117912967313*EGR_CPIN - 0.0106202392829*DER_CPIN +
2.55613281154*BETA_CPIN + 0.782767567995*SBI_CPIN

ROE_INDF = -1.98549985754 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_INDF +
0.0117912967313*EGR_INDF - 0.0106202392829*DER_INDF +
2.55613281154*BETA_INDF + 0.782767567995*SBI_INDF

ROE_ISAT = -0.480539270736 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_ISAT +
0.0117912967313*EGR_ISAT - 0.0106202392829*DER_ISAT +
2.55613281154*BETA_ISAT + 0.782767567995*SBI_ISAT

(Lanjutan)

ROE_KLBF = 11.8616134911 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_KLBF +
0.0117912967313*EGR_KLBF - 0.0106202392829*DER_KLBF +
2.55613281154*BETA_KLBF + 0.782767567995*SBI_KLBF

ROE_LSIP = -0.734845298027 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_LSIP +
0.0117912967313*EGR_LSIP - 0.0106202392829*DER_LSIP +
2.55613281154*BETA_LSIP + 0.782767567995*SBI_LSIP

ROE_LTLS = -8.37398820241 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_LTLS +
0.0117912967313*EGR_LTLS - 0.0106202392829*DER_LTLS +
2.55613281154*BETA_LTLS + 0.782767567995*SBI_LTLS

ROE_MEDC = -8.42431546443 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_MEDC +
0.0117912967313*EGR_MEDC - 0.0106202392829*DER_MEDC +
2.55613281154*BETA_MEDC + 0.782767567995*SBI_MEDC

ROE_MLPL = -7.8438926566 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_MLPL +
0.0117912967313*EGR_MLPL - 0.0106202392829*DER_MLPL +
2.55613281154*BETA_MLPL + 0.782767567995*SBI_MLPL

ROE_MPPA = -11.7529276224 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_MPPA +
0.0117912967313*EGR_MPPA - 0.0106202392829*DER_MPPA +
2.55613281154*BETA_MPPA + 0.782767567995*SBI_MPPA

ROE_MTDL = -11.0767454403 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_MTDL +
0.0117912967313*EGR_MTDL - 0.0106202392829*DER_MTDL +
2.55613281154*BETA_MTDL + 0.782767567995*SBI_MTDL

ROE_PTBA = 0.549790649755 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_PTBA +
0.0117912967313*EGR_PTBA - 0.0106202392829*DER_PTBA +
2.55613281154*BETA_PTBA + 0.782767567995*SBI_PTBA

ROE_RALS = 3.7169323831 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_RALS +
0.0117912967313*EGR_RALS - 0.0106202392829*DER_RALS +
2.55613281154*BETA_RALS + 0.782767567995*SBI_RALS

ROE_SMGR = 0.29015573914 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_SMGR +
0.0117912967313*EGR_SMGR - 0.0106202392829*DER_SMGR +
2.55613281154*BETA_SMGR + 0.782767567995*SBI_SMGR

ROE_TINS = -13.7483564919 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_TINS +
0.0117912967313*EGR_TINS - 0.0106202392829*DER_TINS +
2.55613281154*BETA_TINS + 0.782767567995*SBI_TINS

ROE_TLKM = 21.0224376526 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_TLKM +
0.0117912967313*EGR_TLKM - 0.0106202392829*DER_TLKM +
2.55613281154*BETA_TLKM + 0.782767567995*SBI_TLKM

ROE_TSPC = 4.58820614029 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_TSPC +
0.0117912967313*EGR_TSPC - 0.0106202392829*DER_TSPC +
2.55613281154*BETA_TSPC + 0.782767567995*SBI_TSPC

ROE_UNTR = 8.13994863502 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_UNTR +
0.0117912967313*EGR_UNTR - 0.0106202392829*DER_UNTR +
2.55613281154*BETA_UNTR + 0.782767567995*SBI_UNTR

ROE_UNVR = 39.8661465241 - 8.67847613565 + 25.1589035481*CGPI_UNVR +
0.0117912967313*EGR_UNVR - 0.0106202392829*DER_UNVR +
2.55613281154*BETA_UNVR + 0.782767567995*SBI_UNVR

**Lampiran 10. Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua
untuk Variabel KURS terhadap ROE**

Dependent Variable: ROE?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 11/29/09 Time: 12:18
 Sample: 2001Q1 2007Q4
 Included observations: 28
 Cross-sections included: 28
 Total pool (balanced) observations: 784
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.409024	8.920703	0.045851	0.9634
KURS?	0.002042	0.000908	2.249248	0.0248
Random Effects (Cross)				
_AAL-C	7.304228			
_ADHI-C	2.993772			
_ANTM-C	10.72336			
_ASGR-C	-3.895172			
_ASII-C	22.60734			
_AUTO-C	4.401192			
_BMTR-C	-1.791010			
_BNBR-C	-24.36769			
_BRPT-C	-10.18860			
_CMNP-C	-21.06036			
_CPIN-C	-11.06723			
_INDF-C	-3.982634			
_ISAT-C	-0.963765			
_KLBF-C	14.45071			
_LSIP-C	-6.140315			
_LTLS-C	-9.952950			
_MEDC-C	-6.433754			
_MLPL-C	-12.88816			
_MPPA-C	-11.36142			
_MTDL-C	-10.74677			
_PTBA-C	2.019075			
_RALS-C	2.598495			
_SMGR-C	-2.978362			
_TINS-C	-6.433826			

(Lanjutan)

_TLKM-C	22.07462		
_TSPC-C	1.084966		
_UNTR-C	12.26625		
_UNVR-C	41.76799		
Effects Specification			
		S.D.	Rho
Cross-section random		14.30753	0.4037
Idiosyncratic random		17.38856	0.5963
Weighted Statistics			
R-squared	0.006428	Mean dependent var	4.360356
Adjusted R-squared	0.005157	S.D. dependent var	17.43358
S.E. of regression	17.38856	Sum squared resid	236447.2
F-statistic	5.059117	Durbin-Watson stat	0.527300
Prob(F-statistic)	0.024774		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.003895	Mean dependent var	19.47893
Sum squared resid	391204.5	Durbin-Watson stat	0.318704

**Lampiran 11: Model Persamaan Regresi Regresi Data Panel Tahap Kedua
Perusahaan untuk Variabel KURS terhadap ROE**

Estimation Command:

=====
LS(CX=R,COV=CXDIAG) ROE? KURS?

Estimation Equations:

=====
ROE_AALI = 7.30422772769 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_AALI
ROE_ADHI = 2.99377215233 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_ADHI
ROE_ANTM = 10.7233647029 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_ANTM
ROE_ASGR = -3.89517191216 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_ASGR
ROE_ASII = 22.6073426458 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_ASII
ROE_AUTO = 4.40119168419 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_AUTO
ROE_BMTR = -1.79101033775 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_BMTR
ROE_BNBR = -24.3676891275 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_BNBR
ROE_BRPT = -10.1886003928 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_BRPT
ROE_CMNP = -21.0803561899 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_CMNP
ROE_CPIN = -11.0672291233 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_CPIN
ROE_INDF = -3.98263419798 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_INDF
ROE_ISAT = -0.963764843719 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_ISAT
ROE_KLBF = 14.4507102174 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_KLBF
ROE_LSIP = -6.14031453629 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_LSIP
ROE_LTLS = -9.95295046663 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_LTLS
ROE_MEDC = -6.43375417354 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_MEDC
ROE_MLPL = -12.8881576091 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_MLPL
ROE_MPPA = -11.3814150302 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_MPPA
ROE_MTDL = -10.7467679998 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_MTDL
ROE_PTBA = 2.01907494582 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_PTBA
ROE_RALS = 2.59849459179 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_RALS
ROE_SMGR = -2.97836238633 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_SMGR
ROE_TINS = -6.43382617023 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_TINS
ROE_TLKM = 22.0746214622 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_TLKM
ROE_TSPC = 1.08496582049 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_TSPC
ROE_UNTR = 12.2662461144 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_UNTR
ROE_UNVR = 41.7679924321 + 0.409024421276 + 0.00204206596425*KURS_UNVR

Lampiran 12. Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua untuk Variabel CGPI, ROE, DPO, dan SBI terhadap PBV

Dependent Variable: PBV?

Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)

Date: 11/29/09 Time: 12:36

Sample: 2001Q1 2007Q4

Included observations: 28

Cross-sections included: 28

Total pool (balanced) observations: 784

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.483272	0.522557	0.924822	0.3553
CGPI?	3.368832	0.520711	6.508087	0.0000
ROE?	0.014496	0.002757	5.258365	0.0000
DPO?	0.006655	0.002693	2.471527	0.0137
SBI?	-0.079321	0.015835	-5.009266	0.0000
Random Effects (Cross)				
_AALI-C	1.201131			
_ADHI-C	-0.674111			
_ANTM-C	-0.830915			
_ASGR-C	-0.979429			
_ASII-C	-0.557704			
_AUTO-C	-1.103388			
_BMTR-C	-0.790371			
_BNBR-C	-1.201364			
_BRPT-C	-0.204684			
_CMNP-C	-0.308329			
_CPIN-C	-0.912727			
_INDF-C	0.019212			
_ISAT-C	-0.372302			
_KLBF-C	1.104303			
_LSIP-C	0.608908			
_LTLS-C	-1.221767			
_MEDC-C	-0.926362			
_MLPL-C	-0.750355			
_MPPA-C	-1.130701			
_MTDL-C	-1.156654			
_PTBA-C	-0.229568			
_RALS-C	1.293957			
_SMGR-C	0.582506			
_TINS-C	-1.428827			

(Lanjutan)

_TLKM-C	1.829777
_TSPC-C	-0.193355
_UNTR-C	-0.356202
_UNVR-C	8.689322

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	1.337870	0.5058
Idiosyncratic random	1.322547	0.4942

Weighted Statistics			
R-squared	0.169794	Mean dependent var	0.404643
Adjusted R-squared	0.165531	S.D. dependent var	1.476025
S.E. of regression	1.348339	Sum squared resid	1416.235
F-statistic	39.83025	Durbin-Watson stat	0.453851
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.193522	Mean dependent var	2.203448
Sum squared resid	4270.415	Durbin-Watson stat	0.150515

**Lampiran 13: Model Persamaan Regresi Data Panel Tahap Kedua
untuk Variabel CGPI, ROE, DPO, dan SBI terhadap PBV**

Estimation Command:

=====
LS(CX=R) PBV? CGPI? ROE? DPO? SBI?

Estimation Equations:

=====
PBV_AALI = 1.20113088253 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_AALI +
0.0144964719869*ROE_AALI + 0.00665488299946*DPO_AALI -
0.0793208018734*SBI_AALI

PBV_ADHI = -0.674110698187 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_ADHI +
0.0144964719869*ROE_ADHI + 0.00665488299946*DPO_ADHI -
0.0793208018734*SBI_ADHI

PBV_ANTM = -0.830915493556 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_ANTM +
0.0144964719869*ROE_ANTM + 0.00665488299946*DPO_ANTM -
0.0793208018734*SBI_ANTM

PBV_ASGR = -0.976428874708 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_ASGR +
0.0144964719869*ROE_ASGR + 0.00665488299946*DPO_ASGR -
0.0793208018734*SBI_ASGR

PBV_ASII = -0.557703972713 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_ASII +
0.0144964719869*ROE_ASII + 0.00665488299946*DPO_ASII -
0.0793208018734*SBI_ASII

PBV_AUTO = -1.10338803399 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_AUTO +
0.0144964719869*ROE_AUTO + 0.00665488299946*DPO_AUTO -
0.0793208018734*SBI_AUTO

PBV_BMTR = -0.790370855214 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_BMTR +
0.0144964719869*ROE_BMTR + 0.00665488299946*DPO_BMTR -
0.0793208018734*SBI_BMTR

PBV_BNBR = -1.20136394415 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_BNBR +
0.0144964719869*ROE_BNBR + 0.00665488299946*DPO_BNBR -
0.0793208018734*SBI_BNBR

PBV_BRPT = -0.204683618931 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_BRPT +
0.0144964719869*ROE_BRPT + 0.00665488299946*DPO_BRPT -
0.0793208018734*SBI_BRPT

PBV_CMNP = -0.308329169219 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_CMNP +
0.0144964719869*ROE_CMNP + 0.00665488299946*DPO_CMNP -
0.0793208018734*SBI_CMNP

PBV_CPIN = -0.912726604229 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_CPIN +
0.0144964719869*ROE_CPIN + 0.00665488299946*DPO_CPIN -
0.0793208018734*SBI_CPIN

PBV_INDF = 0.0192121997101 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_INDF +
0.0144964719869*ROE_INDF + 0.00665488299946*DPO_INDF -
0.0793208018734*SBI_INDF

PBV_ISAT = -0.372302444872 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_ISAT +
0.0144964719869*ROE_ISAT + 0.00665488299946*DPO_ISAT -
0.0793208018734*SBI_ISAT

PBV_KLBF = 1.10430254945 + 0.483272083238 + 3.3888315491*CGPI_KLBF +
0.0144964719869*ROE_KLBF + 0.00665488299946*DPO_KLBF -
0.0793208018734*SBI_KLBF

$$\begin{aligned} \text{PBV_LSIP} = & 0.608908194516 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_LSIP} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_LSIP} + 0.00665488299946 * \text{DPO_LSIP} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_LSIP} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_LTLS} = & -1.22176694186 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_LTLS} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_LTLS} + 0.00665488299946 * \text{DPO_LTLS} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_LTLS} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_MEDC} = & -0.92636184331 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_MEDC} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_MEDC} + 0.00665488299946 * \text{DPO_MEDC} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_MEDC} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_MLPL} = & -0.750354797622 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_MLPL} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_MLPL} + 0.00665488299946 * \text{DPO_MLPL} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_MLPL} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_MPPA} = & -1.13070140116 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_MPPA} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_MPPA} + 0.00665488299946 * \text{DPO_MPPA} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_MPPA} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_MTDL} = & -1.15665366052 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_MTDL} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_MTDL} + 0.00665488299946 * \text{DPO_MTDL} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_MTDL} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_PTBA} = & -0.229568439831 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_PTBA} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_PTBA} + 0.00665488299946 * \text{DPO_PTBA} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_PTBA} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_RALS} = & 1.29395715968 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_RALS} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_RALS} + 0.00665488299946 * \text{DPO_RALS} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_RALS} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_SMGR} = & 0.582508102921 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_SMGR} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_SMGR} + 0.00665488299946 * \text{DPO_SMGR} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_SMGR} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_TINS} = & -1.42882693084 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_TINS} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_TINS} + 0.00665488299946 * \text{DPO_TINS} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_TINS} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_TLKM} = & 1.82977662195 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_TLKM} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_TLKM} + 0.00665488299946 * \text{DPO_TLKM} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_TLKM} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_TSPC} = & -0.193355287497 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_TSPC} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_TSPC} + 0.00665488299946 * \text{DPO_TSPC} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_TSPC} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_UNTR} = & -0.356202271968 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_UNTR} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_UNTR} + 0.00665488299946 * \text{DPO_UNTR} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_UNTR} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PBV_UNVR} = & 8.68932157342 + 0.483272083238 + 3.3888315491 * \text{CGPI_UNVR} + \\ & 0.0144964719869 * \text{ROE_UNVR} + 0.00665488299946 * \text{DPO_UNVR} - \\ & 0.0793208018734 * \text{SBI_UNVR} \end{aligned}$$

**Lampiran 14 : Hasil Pengolahan Regresi Data Panel Tahap Kedua
untuk Variabel EGR, BETA dan KURS terhadap PBV**

Dependent Variable: PBV?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 11/29/09 Time: 12:37
 Sample: 2001Q1 2007Q4
 Included observations: 28
 Cross-sections included: 28
 Total pool (balanced) observations: 784
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.995351	0.826879	3.622479	0.0003
EGR?	0.000186	0.000147	1.269539	0.2046
BETA?	-0.018452	0.087753	-0.210274	0.8335
KURS?	-8.39E-05	7.56E-05	-1.110322	0.2672
Random Effects				
(Cross)				
_AALI-C	1.068481			
_ADHI-C	-0.151059			
_ANTM-C	-0.401030			
_ASGR-C	-0.657592			
_ASII-C	0.174458			
_AUTO-C	-1.003710			
_BMTR-C	-0.635751			
_BNBR-C	-1.422084			
_BRPT-C	-1.279815			
_CMNP-C	-0.474256			
_CPIN-C	-1.296440			
_JNDF-C	-0.234266			
_ISAT-C	-0.575150			
_KLBF-C	1.658461			
_LSIP-C	0.009413			
_LTLS-C	-1.542172			
_MEDC-C	-0.608335			
_MLPL-C	-1.699924			
_MPPA-C	-1.291063			
_MTDL-C	-1.296962			
_PTBA-C	-0.019465			
_RALS-C	1.277976			
_SMGR-C	0.200736			
_TINS-C	-1.378396			

(Lanjutan)

_TLKM-C	2.358732
_TSPC-C	-0.564795
_UNTR-C	-0.147376
_UNVR-C	9.931386

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	2.247665	0.7073
Idiosyncratic random	1.445977	0.2927

Weighted Statistics			
R-squared	0.003749	Mean dependent var	0.265930
Adjusted R-squared	-0.000083	S.D. dependent var	1.444910
S.E. of regression	1.444970	Sum squared resid	1628.591
F-statistic	0.978346	Durbin-Watson stat	0.406937
Prob(F-statistic)	0.402322		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.000221	Mean dependent var	2.203448
Sum squared resid	5293.970	Durbin-Watson stat	0.125187

**Lampiran 15: Model Persamaan Regresi Data Panel Tahap Kedua
untuk Variabel EGR, BETA dan KURS terhadap PBV**

Estimation Command:

=====
LS(CX=R) PBV? EGR? BETA? KURS?

Estimation Equations:

=====
PBV_AALI = 1.06848114493 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_AALI -
0.0184522503414*BETA_AALI - 8.39203161345e-05*KURS_AALI

PBV_ADHI = -0.151059441809 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_ADHI -
0.0184522503414*BETA_ADHI - 8.39203161345e-05*KURS_ADHI

PBV_ANTM = -0.401029610432 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_ANTM -
0.0184522503414*BETA_ANTM - 8.39203161345e-05*KURS_ANTM

PBV_ASGR = -0.65759203561 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_ASGR -
0.0184522503414*BETA_ASGR - 8.39203161345e-05*KURS_ASGR

PBV_ASII = 0.174458484718 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_ASII -
0.0184522503414*BETA_ASII - 8.39203161345e-05*KURS_ASII

PBV_AUTO = -1.00371021867 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_AUTO -
0.0184522503414*BETA_AUTO - 8.39203161345e-05*KURS_AUTO

PBV_BMTR = -0.635750845176 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_BMTR -
0.0184522503414*BETA_BMTR - 8.39203161345e-05*KURS_BMTR

PBV_BNBR = -1.42208406102 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_BNBR -
0.0184522503414*BETA_BNBR - 8.39203161345e-05*KURS_BNBR

PBV_BRPT = -1.27981497569 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_BRPT -
0.0184522503414*BETA_BRPT - 8.39203161345e-05*KURS_BRPT

PBV_CMNP = -0.474255610721 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_CMNP -
0.0184522503414*BETA_CMNP - 8.39203161345e-05*KURS_CMNP

PBV_CPIN = -1.29643960872 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_CPIN -
0.0184522503414*BETA_CPIN - 8.39203161345e-05*KURS_CPIN

PBV_INDF = -0.234268259626 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_INDF -
0.0184522503414*BETA_INDF - 8.39203161345e-05*KURS_INDF

PBV_ISAT = -0.575149572285 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_ISAT -
0.0184522503414*BETA_ISAT - 8.39203161345e-05*KURS_ISAT

PBV_KLBF = 1.65846072865 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_KLBF -
0.0184522503414*BETA_KLBF - 8.39203161345e-05*KURS_KLBF

PBV_LSIP = 0.00941268957624 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_LSIP -
0.0184522503414*BETA_LSIP - 8.39203161345e-05*KURS_LSIP

PBV_LTLS = -1.54217240062 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_LTLS -
0.0184522503414*BETA_LTLS - 8.39203161345e-05*KURS_LTLS

PBV_MEDC = -0.60833470452 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_MEDC -
0.0184522503414*BETA_MEDC - 8.39203161345e-05*KURS_MEDC

PBV_MLPL = -1.69992444836 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_MLPL -
0.0184522503414*BETA_MLPL - 8.39203161345e-05*KURS_MLPL

PBV_MPPA = -1.29106322175 + 2.99535109055 + 0.000186308579975*EGR_MPPA -
0.0184522503414*BETA_MPPA - 8.39203161345e-05*KURS_MPPA

(Lanjutan)

$$PBV_MTDL = -1.29696208213 + 2.99535109055 + 0.000186308579975 * EGR_MTDL - 0.0184522503414 * BETA_MTDL - 8.39203161345e-05 * KURS_MTDL$$

$$PBV_PTBA = -0.0194649085085 + 2.99535109055 + 0.000186308579975 * EGR_PTBA - 0.0184522503414 * BETA_PTBA - 8.39203161345e-05 * KURS_PTBA$$

$$PBV_RALS = 1.27797600442 + 2.99535109055 + 0.000186308579975 * EGR_RALS - 0.0184522503414 * BETA_RALS - 8.39203161345e-05 * KURS_RALS$$

$$PBV_SMGR = 0.200736428477 + 2.99535109055 + 0.000186308579975 * EGR_SMGR - 0.0184522503414 * BETA_SMGR - 8.39203161345e-05 * KURS_SMGR$$

$$PBV_TINS = -1.3783960768 + 2.99535109055 + 0.000186308579975 * EGR_TINS - 0.0184522503414 * BETA_TINS - 8.39203161345e-05 * KURS_TINS$$

$$PBV_TLKM = 2.35873196459 + 2.99535109055 + 0.000186308579975 * EGR_TLKM - 0.0184522503414 * BETA_TLKM - 8.39203161345e-05 * KURS_TLKM$$

$$PBV_TSPC = -0.564794945302 + 2.99535109055 + 0.000186308579975 * EGR_TSPC - 0.0184522503414 * BETA_TSPC - 8.39203161345e-05 * KURS_TSPC$$

$$PBV_UNTR = -0.147375976046 + 2.99535109055 + 0.000186308579975 * EGR_UNTR - 0.0184522503414 * BETA_UNTR - 8.39203161345e-05 * KURS_UNTR$$

$$PBV_UNVR = 9.93138555843 + 2.99535109055 + 0.000186308579975 * EGR_UNVR - 0.0184522503414 * BETA_UNVR - 8.39203161345e-05 * KURS_UNVR$$

