



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP REAKSI
INVESTOR DI SEKITAR PENGUMUMAN *SEASONED EQUITY
OFFERINGS* (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN
PENGUMUMAN *SEASONED EQUITY OFFERINGS* DI BURSA EFEK
INDONESIA PADA TAHUN 2006-2010)**

SKRIPSI

ASTY CYNTIA P

0806468631

**FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI
PROGRAM SARJANA REGULER
PROGRAM STUDI ILMU ADMINISTRASI NIAGA**

DEPOK

2012



UNIVERSITAS INDONESIA

PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP REAKSI INVESTOR
DI SEKITAR PENGUMUMAN *SEASONED EQUITY OFFERINGS* (STUDI
EMPIRIS PADA PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN PENGUMUMAN
SEASONED EQUITY OFFERINGS DI BURSA EFEK INDONESIA PADA
TAHUN 2006-2010)

SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar sarjana

ASTY CYNTIA P

0806468631

FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI
PROGRAM SARJANA REGULER
PROGRAM STUDI ILMU ADMINISTRASI NIAGA

DEPOK

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.**

Nama : Asty Cyntia P

NPM : 0806468631

Tanda Tangan : 

Tanggal : 3 Juli 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :

Nama : Asty Cyntia P
NPM : 0806468631
Program Studi : Ilmu Administrasi Niaga
Judul Skripsi : Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Reaksi Investor di Sekitar Pengumuman *Seasoned Equity Offerings* (Studi Empiris Pada Perusahaan yang Melakukan Pengumuman *Seasoned Equity Offerings* di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2006-2010)

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ilmu Administrasi pada Program Studi Ilmu Administrasi Niaga, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Ketua Sidang : Dra. Retno Kusumastuti, M.Si
Sekretaris Sidang : Erwin Harinurdin., S.Sos., M.Ak
Penguji Ahli : Umanto Eko P. S.Sos, M.Si
Pembimbing : Ir. Bernádus Y. Nugroho, MSM, Ph.D

()
()
()
()

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 3 Juli 2012

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah rabbilalamin. Segala puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas rahmat dan berkahnya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh Corporate Governance Terhadap Reaksi Investor di Sekitar Pengumuman *Seasoned Equity Offerings* (Studi Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Pengumuman *Seasoned Equity Offerings* di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2006-2010)” sebagai salah satu syarat untuk mencapai gelar sarjana pada Program Studi Ilmu Administrasi Niaga, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia. Skripsi ini tidak dapat terselesaikan tanpa bantuan dari berbagai pihak yang telah memberikan perhatian, waktu, tenaga, dan pemikirannya.

Penulis menyadari masih banyak kekurangan dalam pembuatan skripsi ini. Penulis secara terbuka menerima kritik dan saran. Pada kesempatan ini, penulis menyampaikan banyak terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu dalam proses pembuatan skripsi ini, diantaranya :

1. Prof. Dr. Bambang Shergi Laksmono, M.Sc, selaku Dekan Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.
2. Dr. Roy Valiant Salomo, M.Soc, selaku Ketua Departemen Ilmu Administrasi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia
3. Prof. Dr. Irfan Ridwan Maksum, M.Si, selaku Ketua Program Sarjana Reguler dan Kelas Pararel Departemen Ilmu Administrasi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.
4. Umanto Eko P., S.Sos, M.Si, selaku Sekertaris Program Sarjana Reguler dan Kelas Pararel Departemen Ilmu Administrasi
5. Ixora Lundia, S.Sos, M.S, selaku Ketua Program Studi Ilmu Administrasi Niaga.
6. Ir. Bernadus Yulianto Nugroho, MSM, P.hD, selaku pembimbing skripsi yang telah meluangkan waktunya untuk memberikan masukan dan arahan kepada penulis selama pembuatan skripsi ini
7. Tim Dosen Departemen Ilmu Administrasi, khususnya dosen Ilmu Administrasi Niaga konsentrasi keuangan yaitu Prof. Dr. Ferdinand D. Saragih, MA, Prof. Chandra Wijaya, M.Si., MM, Ir. Bernadus Yulianto Nugroho, MSM, P.hD, serta Fibria Indriati S.Sos., M.Si
8. Rachma Fitrati, S.Sos, M.Si selaku Penasehat Akademis yang telah memberikan masukan dan arahan untuk penulis selama menjalani masa kuliah.
9. Keluarga penulis : Papa, Mama, Adik, tante atas doa dan dukungan yang tiada henti sehingga penulis dapat terus bersemangat menyelesaikan skripsi ini.
10. Hendri Rudiyanto, terima kasih untuk dukungan, do'a, serta kesetiaan mendampingi penulis melewati semua kebahagiaan dan kesulitan.

11. Podjok Niaga, yang selalu memberi keceriaan, teman semangat mengerjakan skripsi, tempat berbagi baik masalah skripsi maupun masalah lainnya.
12. Teman-teman Ilmu Administrasi Niaga 2008 yang luar biasa. Terima kasih untuk tahun-tahun yang menyenangkan
13. Seluruh karyawan Departmen Ilmu Administrasi FISIP UI yang telah membantu segala keperluan perkuliahan.

Semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat dan pengetahuan bagi pembacanya, atas segala kekurangan penulis memohon maaf.

Depok, Juni 2012



A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Asty Cyntia P.', is positioned to the right of the large watermark.

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

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

Nama : Asty Cyntia P
NPM : 0806468631
Program Studi : Ilmu Administrasi Niaga
Departemen : Ilmu Administrasi
Fakultas : Ilmu Sosial dan Ilmu Politik
Jenis karya : Skripsi

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

“Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Reaksi Investor di Sekitar Pengumuman *Seasoned Equity Offerings* (Studi Empiris Pada Perusahaan yang Melakukan Pengumuman *Seasoned Equity Offerings* di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2010)”

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 memublikasikan tugas akhir penulis selama tetap mencantumkan nama penulis sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini penulis buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 3 Juli 2012

Yang menyatakan



(Asty Cyntia P)

ABSTRAK

Nama : Asty Cyntia P
Program Studi : Ilmu Administrasi Niaga
Judul : Pengaruh *corporate governance* terhadap reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings* (studi empiris pada perusahaan yang melakukan pengumuman *seasoned equity offerings* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006-2010)

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings* dan bagaimana pengaruh *corporate governance* (kepemilikan CEO, persentase komisaris independen, kepemilikan komisaris independen, ukuran komisaris, dan ukuran komite audit) terhadap reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Penelitian ini menggunakan data *cross sectional* dengan sampel berjumlah 90 dari seluruh sektor periode 2006-2010 dengan menggunakan regresi multivariat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa investor beraksi negatif ketika perusahaan mengumumkan *seasoned equity offerings*. Selain itu, hasil penelitian juga menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dari variabel *corporate governance* yakni kepemilikan CEO, persentase komisaris independen, dan ukuran komite audit. Sementara itu, variabel kepemilikan komisaris independen dan ukuran komisaris tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

Kata Kunci : *corporate governance*, reaksi investor, *seasoned equity offerings*

ABSTRACT

Nama : Asty Cyntia P
Program Studi : Ilmu Administrasi Niaga
Judul : The Effect of Corporate Governance on Investor Reaction Around the Announcement of Seasoned Equity Offerings (empirical studies on companies that make an announcement of seasoned equity offerings in indonesia stock exchange in the period 2006-2010)

This study aims to analyze investor reaction around the announcement of seasoned equity offerings and the effect of corporate governance (CEO ownership, the percentage of outside director, outside director ownership, board size, and the size of the audit committee) to the investor reaction around the announcement of seasoned equity offerings. This study used data with a cross sectional sample of 90 from all sectors of the period 2006-2010 using multivariate regression. The results showed that the investor reacts negatively when the company announced seasoned equity offerings. In addition, the results also showed a significant influence of the corporate governance variable CEO ownership, the percentage of outside director, and the size of the audit committee. Meanwhile, outside director ownership and board size have no significant effect to investor reaction around the announcement of seasoned equity offerings.

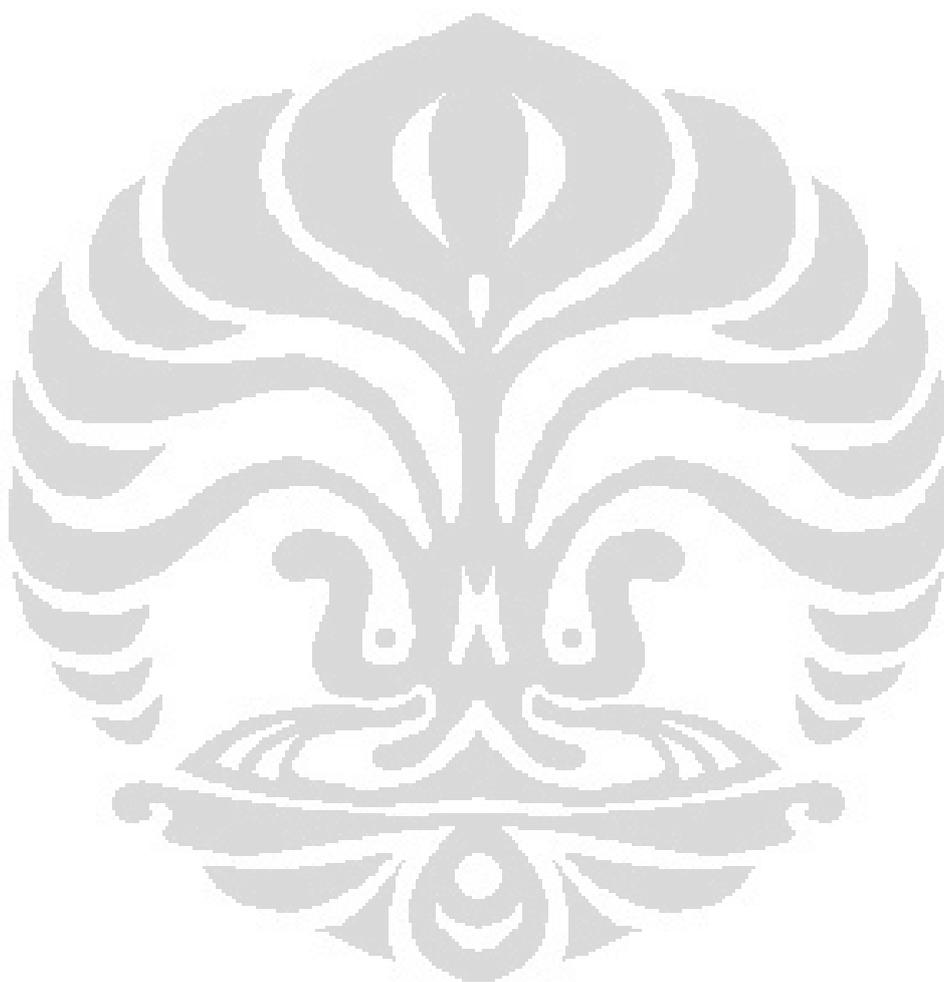
Keywords : corporate governance, investor reaction, seasoned equity offerings

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah.....	6
1.3 Tujuan Penelitian	6
1.4 Signifikansi Penelitian.....	7
1.5 Keterbatasan Penelitian	7
1.6 Sistematika Penulisan.....	8
BAB 2 KERANGKA TEORI.....	10
2.1 Tinjauan Pustaka	10
2.2 Kerangka Teori	16
2.2.1 <i>Agency Theory</i>	16
2.2.2 <i>Corporate Governance</i>	18
2.2.2.1 <i>Pengertian Corporate Governance</i>	18
2.2.2.2 <i>Prinsip-Prinsip Corporate Governance</i>	20
2.2.2.3 <i>Board System</i>	22
2.2.3 <i>Penerbitan Saham</i>	25
2.2.4 <i>Efisiensi Pasar</i>	28
2.2.5 <i>Event Study</i>	30
2.2.6 <i>Return (Imbal Hasil)</i>	31
2.2.6.1 <i>Abnormal Return</i>	31
BAB 3 METODE PENELITIAN.....	35
3.1 Pendekatan Penelitian.....	35
3.2 Jenis Penelitian.....	35
3.2.1 Berdasarkan Tujuan.....	35
3.2.2 Berdasarkan Manfaat.....	36
3.2.3 Berdasarkan Dimensi Waktu	36

3.2.4 Berdasarkan Teknik Pengumpulan Data	36
3.3 Pengolahan Data	37
3.4 Populasi dan Sampel	37
3.5 Variabel dan Model Penelitian.....	38
3.5.1 Variabel Penelitian	38
3.5.2 Model Penelitian.....	43
3.6 Hipotesis Penelitian.....	43
3.7 Teknik Analisis Data.....	47
3.7.1 Statistik Deskriptif.....	47
3.7.2 Uji Asumsi Klasik	47
3.7.2.1 Uji Normalitas.....	47
3.7.2.2 Uji Multikolinearitas	47
3.7.2.3 Uji Heteroskedastisitas	47
3.7.3 <i>One Sample T Test</i>	48
3.7.4 Kriteria Statistik Model	48
3.7.4.1 R^2 dan Adjusted R^2 (Koefisien Determinasi)	48
3.7.4.2 Signifikansi Linear Berganda (F-Stat)	49
3.7.4.2 Signifikansi Parsial (T-Stat)	49
3.8 Tahapan Penelitian	50
BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	51
4.1 Gambaran Umum dan Deskriptif Data.....	51
4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian.....	51
4.1.2 Statistik Deskriptif.....	51
4.2 Uji Asumsi Klasik	58
4.2.1 Uji Normalitas	58
4.2.2 Uji Multikolinearitas.....	59
4.2.3 Uji Heteroskedastisitas	60
4.3 <i>One Sample T Test</i>	61
4.3.1 Pengujian Signifikansi <i>Abnormal Return</i> pada Periode Jendela (<i>Event window</i>)	62
4.3.2 Pengujian Signifikansi <i>Cummulative Abnormal Return</i> pada Periode Jendela (<i>Event Window</i>).....	63
4.4 Kriteria Statistik Model	65
4.4.1 R^2 dan Adjusted R^2 (Koefisien Determinasi).....	65
4.4.2 Signifikansi Linear Berganda (F-Stat).....	66
4.4.3 Signifikansi Parsial (T-Stat).....	66
4.4 Ringkasan Hasil	74
BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN.....	76
5.1 Simpulan.....	76
5.2 Saran.....	77

5.2.1 Bagi Perusahaan.....	77
5.2.2 Bagi Investor.....	77
DAFTAR REFERENSI	78
LAMPIRAN	86

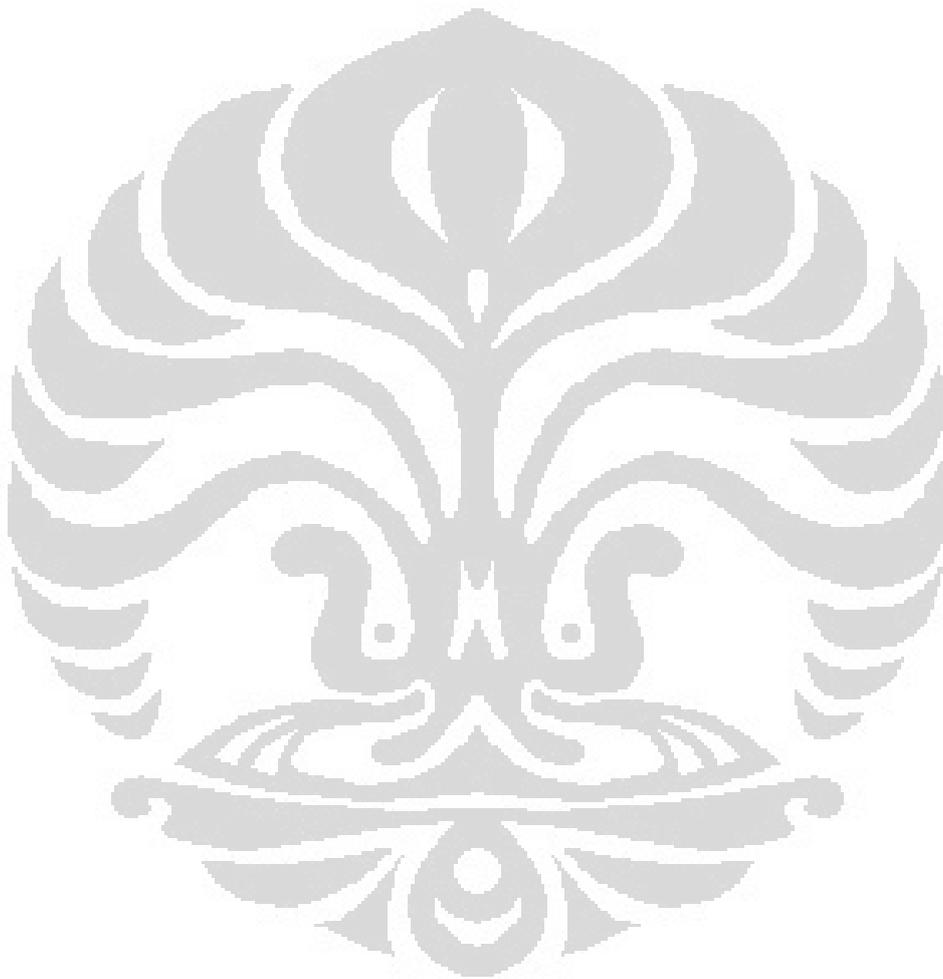


DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Perbandingan Penelitian-penelitian Terdahulu	13
Tabel 4.1	Pemilihan Sampel.....	51
Tabel 4.2	Distribusi Sampel Berdasarkan Tahun dan Industri.....	52
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif <i>Abnormal Return</i>	53
Tabel 4.4	Statistik Deskriptif Variabel Dependen dan Independen	54
Tabel 4.5	Hasil Pengujian Kolgomorov-Smirnov	59
Tabel 4.6	Nilai Matriks Korelasi	59
Tabel 4.7	Uji <i>Tolerance</i> dan VIF.....	60
Tabel 4.8	Pengujian Heteroskedastisitas.....	61
Tabel 4.8	<i>One Sample T Test Abnormal Return</i>	62
Tabel 4.9	<i>One Sample T Test Cumulative Abnormal Return</i>	63
Tabel 4.10	Nilai R^2 dan <i>Adjusted R²</i>	65
Tabel 4.11	Signifikansi Berganda (F-Stat).....	66
Tabel 4.12	Regresi Multivariat.....	67
Tabel 4.13	Ringkasan Hasil Uji Statistik	74

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 <i>Timeline</i> dari <i>Event Study</i>	31
Gambar 3.1 Tahapan Penelitian.....	50
Gambar 4.1 <i>Normal Probability Plot</i>	58



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Daftar Sampel Perusahaan.....	87
Lampiran 2	Daftar Sampel Berdasarkan Tahun Penawaran Saham Tambahan (<i>Seasoned Equity Offerings</i>).....	89
Lampiran 3	Sampel Berdasarkan Tahun dan Sektor.....	92
Lampiran 4	Tabel Korelasi.....	93
Lampiran 5	Pengujian Normalitas dengan Normal P-Plot.....	94
Lampiran 6	Pengujian Normalitas dengan Uji Kolgomorov-Smirnov.....	94
Lampiran 7	Pengujian Multikolinearitas dengan VIF dan Tolerance.....	95
Lampiran 8	Pengujian Heteroskedastisitas dengan Uji White.....	95
Lampiran 9	Hasil Uji <i>One Sample T</i> untuk <i>Abnormal Return</i>	96
Lampiran 10	Hasil Uji <i>One Sample T</i> untuk <i>Cumulative Abnormal Return</i>	97
Lampiran 11	Hasil Uji Regresi.....	97
Lampiran 12	Daftar Riwayat Hidup.....	98

BAB 1

PENDAHULUAN

Bab ini akan menjelaskan mengenai latar belakang penelitian, identifikasi masalah penelitian, tujuan, manfaat serta sistematika penelitian.

1.1 Latar Belakang Masalah

Corporate governance yang merupakan isu yang *multi-faceted* yang belakangan ini menyita banyak perhatian baik kalangan akademis, praktisi, pembuat kebijakan, dan media populer (Baker dan Powell, 2009). Kegagalan perusahaan Enron dan WorldCom yang terjadi di Amerika Serikat menjadi sebuah titik awal akan pentingnya penerapan *corporate governance* (KNKG, 2006). Selain kasus Enron dan WorldCom, krisis ekonomi di kawasan Asia dan Amerika Latin juga menjadi alasan munculnya perhatian terhadap isu *corporate governance* karena krisis ekonomi ini diyakini muncul karena kegagalan penerapan *good corporate governance* (Daniri, 2005). Definisi dari *corporate governance* beragam. Menurut paradigma keuangan tradisional, *corporate governance* hanya sebatas hubungan antara perusahaan dan pemiliknyanya (*shareholders*). Akan tetapi, kini *corporate governance* dipandang sebagai sebuah jaringan hubungan yang tidak hanya antara perusahaan dan pemilik (*shareholders*) tetapi juga antara perusahaan dengan jangkauan pemegang kepentingan lainnya (*stakeholders*) lainnya yang lebih luas seperti karyawan, *customer*, *supplier*, serta *bondholders* (Solomon, 2007).

Definisi lainnya dikemukakan Parkinson (1994) dalam Solomon (2007), *corporate governance* adalah proses supervisi dan kontrol yang dimaksudkan untuk memastikan bahwa manajemen perusahaan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Senada dengan Parkinson, *corporate governance* dapat diartikan sebagai suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah (*value added*) untuk semua *stakeholder* (Sulistiyanto dan Wibisono 2003 dalam Azhar Maksu 2005). Sementara itu, Turnbull Report di Inggris (1999) dalam Effendi (2009) menyatakan pengertian *corporate governance* adalah sistem perusahaan dari

kontrol internal yang memiliki tujuan utama mengelola risiko yang signifikan guna memenuhi tujuan bisnisnya melalui pengamanan aset perusahaan dan meningkatkan nilai investasi pemegang saham dalam jangka panjang. *Corporate governance* juga dapat didefinisikan sebagai proses dan struktur yang digunakan untuk mengarahkan dan mengelola bisnis serta aktivitas perusahaan kearah peningkatan pertumbuhan bisnis dan akuntabilitas perusahaan (Finance Committee on *Corporate governance* dalam Effendi,2009).

Jika dikaitkan dengan definisi yang dikemukakan oleh Finance Committee on *corporate governance* dapat dilihat bahwa *corporate governance* berkaitan dengan usaha meningkatkan pertumbuhan dan perkembangan perusahaan. Tentunya pertumbuhan dan perkembangan perusahaan harus didukung dengan adanya dana. Sumber pendanaan terdiri dari dua yakni pendanaan yang berasal dari internal dan pendanaan yang berasal dari eksternal. Pendanaan yang berasal dari internal diperoleh dari laba perusahaan yang ditahan atau tidak dibagikan kepada pemegang saham (*retained earning*). Sementara itu, pendanaan yang berasal dari eksternal adalah pendanaan yang berasal dari ekuitas dan hutang (*debt*). Pendanaan yang berasal dari eksternal biasanya lebih mahal dibandingkan internal dikarenakan adanya biaya transaksi (*transaction cost*) (Nasution,2008).

Pendanaan eksternal masih menjadi pendanaan yang diminati oleh manajer perusahaan. Biasanya pendanaan eksternal dilakukan dengan menerbitkan surat hutang atau menerbitkan saham. Penerbitan saham memiliki keunggulan dimana perusahaan tidak wajib membayarkan sejumlah dana di akhir periode. Hal ini tentu berbeda dengan penerbitan hutang yang mengharuskan perusahaan membayar sejumlah dana (cicilan pinjaman dan bunga) di akhir periode tertentu. Penerbitan saham tambahan (*seasoned equity offerings*) merupakan suatu sinyal kepada pemegang saham (*stakeholder*) tentang perubahan ekspektasi manajemen atas kinerja perusahaan dimasa mendatang. manajer perusahaan akan melakukan SEO saat harga sahamnya *overpriced* untuk memperoleh dana yang lebih besar. (Ross *et.al*, 2002).

Secara umum, investor akan bereaksi negatif ketika perusahaan melakukan *seasoned equity offering*. Myers dan Majluf (1984) dalam Huang dan Tompkins (2010), menyatakan bahwa reaksi negatif ini terkait dengan informasi asimetris

yang terjadi antara pihak internal perusahaan dan investor dari luar perusahaan. Myers dan Majluf (1984) dan Miller dan Rock (1985) dalam Becker dan Irani (2008) menyatakan bahwa manajer memiliki seperangkat informasi yang lebih akurat dibandingkan dengan pasar, dan pasar mengantisipasi adanya informasi asimetris ini. Pasar akan menginterpretasikan keputusan menjual ekuitas sebagai oportuniste dari level manajerial perusahaan. Investor juga dapat beraksi tidak baik karena penerbitan ekuitas dari perusahaan akan menghancurkan nilai pemegang saham apabila eksekutif perusahaan menyalahgunakan hasil penerbitan ini (Jung *et.al*, 1996 dalam Huang dan Tompkins, 2010). Selain itu, pasar secara umum menginterpretasikan *seasoned equity offering* sebagai sinyal negatif tentang kualitas dari posisi keuangan suatu perusahaan berdasarkan pada teori *pecking order*. Teori ini menyatakan bahwa akses ke pasar modal merupakan pilihan terakhir dalam mengumpulkan atau memperoleh dana (Neumann, 2011). Keputusan *financing* mengikuti suatu hirarki dimana sumber pendanaan dari dalam perusahaan (*internal financing*) lebih didahulukan daripada pendanaan dengan tambahan modal dari pemegang saham baru (*external equity*) (Darminto, 2008).

Selain itu, ada tiga alasan lain yang diberikan mengenai fenomena reaksi negatif dari investor ketika perusahaan melakukan *seasoned equity offering*. Pertama mengenai *signaling effect*, dimana penjualan saham dari investor yang memiliki informasi yang lebih baik merupakan sinyal bahwa investor ini mempercayai bahwa harga saham ini melebihi harga seharusnya (*overpriced*) (Leland dan Pyle, 1977). Kedua, masalah *adverse selection* yang dinyatakan oleh Myers dan Majluf (1984), bahwa tidaklah dibutuhkan penjualan kepemilikan saham dari *insider trading* untuk menandakan sinyal negatif. Fakta sesungguhnya dari penerbitan ekuitas menyatakan sinyal negatif tentang nilai perusahaan yang sesungguhnya, yang mengarah pada tidak optimalnya keputusan investasi. Bobot kerugian dari tidak optimalnya investasi membuat adanya tambahan biaya untuk pembiayaan ekuitas yang kemudian membuat keputusan pembiayaan ini menjadi pilihan terakhir.

Solvin *et. al* (2000) menyatakan bahwa masalah *adverse selection* muncul ketika manager mengetahui adanya pemegang saham yang berasal dari luar.

Investor akan berinvestasi lebih sedikit pada perusahaan yang terdengar memiliki masalah *adverse selection* (Hellmann dan Stieglitz, 1998). Terakhir, *agency problem* yang dikemukakan oleh Jung, Kim, dan Stulz (1996). Ketika kepentingan manajer tidak sejalan dengan maksimalisasi nilai pemegang saham, manajer mungkin akan melakukan strategi bisnis yang menghancurkan nilai pertumbuhan perusahaan dimana strategi ini bertujuan untuk meningkatkan keuntungan pribadi dengan mengontrol pengeluaran pemegang saham.

Sistem *Corporate governance* dapat membuat para pemegang saham dan investor menjadi yakin akan memperoleh *return* atas investasinya, karena *corporate governance* dapat memberikan perlindungan efektif bagi para pemegang saham dan investor (Neumann, 2011). Becker dan Irani (2008) mencatat bahwa *corporate governance* memiliki peranan yang signifikan dalam meredakan atau mengurangi reaksi negatif investor ketika terjadi *seasoned equity offering*. Investor memperhatikan ketidaktepatan penggunaan hasil dana SEO yang disebabkan lemahnya *corporate governance*. Meskipun, perusahaan tersebut memiliki pertumbuhan yang rendah, kuatnya *governance* di perusahaan tersebut akan menjamin investor bahwa dana hasil SEO akan digunakan untuk tujuan yang produktif. Sementara itu, lemahnya *governance* akan memunculkan perhatian dari investor akan tidak produktifnya penggunaan dana yang berasal dari SEO meskipun perusahaan ini memiliki pertumbuhan yang tinggi (Kim dan Purnanandam, 2009).

Beberapa literatur menyatakan pentingnya mekanisme *corporate governance* diantaranya seperti yang dikemukakan Byrd dan Hickman (1992), Desai (2003), dan Masulis *et.al* (2007) dimana mekanisme *corporate governance* mempengaruhi keuntungan yang diterima perusahaan. Pendapat lainnya dikemukakan oleh Brickley *et.al* (1994) dimana mekanisme *corporate governance* (dalam hal kualitas *board*) penting saat terjadi kematian CEO perusahaan. Selain itu, *outside director* yang sibuk menandakan lemahnya praktek *corporate governance* yang nantinya berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Fich dan Shivdasani, 2004). Menurut Huang dan Tompkins (2010), mekanisme *good corporate governance* seperti *board* yang efektif berpotensi untuk mengurangi *adverse selection* dan *agency problem*.

Selain mekanisme, struktur *corporate governance* juga menjadi hal yang diperhatikan ketika membahas reaksi pasar pada saat *seasoned equity offering*. Pertama, jika struktur *governance* merupakan hal yang penting dalam mengawasi pengambilan keputusan untuk melakukan *seasoned equity offering* dan penggunaan dananya, maka reaksi pasar untuk SEO yang tidak terduga akan lebih baik untuk perusahaan dengan struktur *governance* yang lebih kuat. Kedua, jika struktur *governance* membantu memonitor efektivitas manager perusahaan, *corporate fraud* di perusahaan bisa berkurang (Uzun *et al*, 2004) atau pengungkapan informasi yang lebih baik (Karpoff *et al*, 2008) yang nantinya akan mengurangi beberapa masalah *adverse selection*.

Penelitian yang membahas struktur *governance* dan reaksi pasar pada saat *seasoned equity offering* dilakukan oleh Kim dan Purnanandam (2009). Penelitian ini melakukan empat tes atau pengukuran mengenai dampak dari *governance* terhadap reaksi pasar pada saat pengumuman SEO. Tes atau pengukuran ini memasukkan bagian dari hukum disuatu negara tentang *anti-takeover*, sensitivitas kekayaan manajer untuk perubahan harga saham, Indeks GIM yang disusun oleh Gompers *et.al* (2003) dalam Huang dan Tompkins (2010), yang menggambarkan level penerapan *anti-takeover* suatu perusahaan dan variabel *governance* lainnya, serta klasifikasi perusahaan yang menciptakan nilai atau menghancurkan nilai perusahaan yang melakukan SEO.

Penelitian lainnya yang juga membahas mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap reaksi investor pada saat SEO dilakukan oleh Ferreira dan Laux (2008). Penelitian ini menemukan struktur *good governance* meningkatkan reaksi pasar terhadap pengumuman SEO. Hasil penelitian ini didorong oleh persentase *independent director* dan tidak menemukan bukti adanya signifikansi *CEO-duality*. Sementara dalam penelitian Huang dan Tompkins (2010) menemukan adanya signifikansi *CEO-duality*. Perbedaan hasil ini mungkin disebabkan penelitian Huang dan Tompkins menyertakan perusahaan kecil dan mencakup periode yang berbeda. Dimana perusahaan kecil cenderung untuk membagi CEO dan posisi *chair* (Chhaochharia dan Grinstein, 2007).

Menurut Huang dan Tompkins (2010), *corporate governance* “*best practice*” penting untuk *board* yang berfungsi sebagai suatu cara yang efektif

untuk mengawasi manajemen, struktur *board* yang kuat dapat mengurangi *adverse selection* dan masalah agensi yang dihadapi perusahaan penerbit SEO. Lebih khusus lagi, investor akan bereaksi positif pada perusahaan dimana CEO dan posisi *board chairman* dipegang oleh orang yang berbeda. Selain itu, *abnormal return* yang terjadi disekitar pengumuman SEO akan lebih tinggi ketika CEO dari perusahaan penerbit SEO bukan merupakan *chairman* dari *board directors*. Investor juga akan bereaksi lebih positif apabila CEO hanya memiliki sedikit kepemilikan saham perusahaan dan *board* yang tidak terlalu besar. Ketika *board* suatu perusahaan lebih banyak berisi *outside director*, biasanya reaksi investor cenderung lebih positif. Dan secara keseluruhan, CEO yang kurang memiliki kuasa dan *board* yang efektif akan berpengaruh pada berkurangnya masalah *adverse selection* dalam *seasoned equity issuer*.

Di Indonesia sendiri belum terdapat penelitian mengenai *corporate governance* dan reaksi investor di sekitar *seasoned equity offerings*. Oleh karena itu, peneliti tertarik untuk mengambil judul “**Pengaruh Corporate governance terhadap Reaksi Investor di Sekitar Pengumuman Seasoned equity offerings (Studi Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Pengumuman Seasoned Equity Offerings di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2006-2010)**”.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah maka pokok permasalahan penelitian ini adalah:

1. Apakah terdapat reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*?
2. Bagaimana pengaruh *corporate governance* (*CEO Ownership, Percent of outside directors, outside director ownership, Board size, dan Audit committee size*) terhadap reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*?”

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah maka tujuan dari penelitian ini adalah

1. Menganalisis reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

2. Menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

1.4 Signifikansi Penelitian

Penelitian ini diharapkan membawa manfaat bagi pihak-pihak yang terkait seperti akademisi, perusahaan, investor, dan pihak-pihak lain yang berkepentingan. Adapun manfaat penelitian ini diantaranya :

1. Manfaat Akademis

Penelitian ini diharapkan dapat mendorong penelitian-penelitian selanjutnya untuk bisa menambah literatur mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap reaksi investor pada saat *seasoned equity offering* sehingga dapat memberikan kontribusi yang signifikan terhadap perkembangan literatur mengenai *corporate governance* dan reaksi investor.

2. Manfaat Praktis

Dari sisi praktis, penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai acuan atau dasar pertimbangan para investor ketika ingin berinvestasi atau menanamkan modalnya pada suatu perusahaan ketika perusahaan tersebut melakukan *seasoned equity offerings*.

1.5 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh dari *corporate governance* terhadap reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan kontribusi mengenai pentingnya peranan *corporate governance*. Akan tetapi, penelitian ini seperti halnya penelitian lainnya tentu memiliki beberapa keterbatasan. Adapun keterbatasan dalam penelitian ini yakni :

1. Penelitian ini terbatas pada jangka waktu penelitian yakni hanya lima tahun (2006-2010). Oleh karenanya untuk penelitian selanjutnya yang juga ingin membahas *corporate governance* dan reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings* disarankan untuk memperpanjang waktu penelitian. dengan memperpanjang jangka waktu diharapkan lebih

banyak lagi mencakup penawaran tambahan sehingga hasil penelitian lebih terkait dan lebih dapat menjelaskan permasalahan

2. Penelitian ini menggunakan studi kasus (*event study*) berupa penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings*). Penelitian selanjutnya dapat menggunakan studi kasus (*event study*) lainnya seperti pengumuman dividen, pengumuman pendapatan (*earning announcement*), atau hal-hal yang terkait dengan *corporate governance* seperti penunjukan komisaris independen, pemilihan anggota komite audit, pergantian CEO, dll. Tentu reaksi investor akan berbeda pula juga studi kasus (*case study*) yang diteliti berbeda.
3. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan periode jendela (*event window*) yang lebih panjang lagi karena dalam penelitian ini hanya menggunakan periode jendela (*event window*) selama 21 hari (t-10,+10). Dengan memperpanjang periode mungkin saja didapatkan hasil yang berbeda.
4. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan model lain dalam mengukur *abnormal return* baik *mean adjusted model* atau *market model* karena setiap model yang ada memiliki kelebihan dan kekurangan masing-masing. Selain itu, dapat pula menggunakan metode perhitungan lainnya untuk menghitung reaksi investor seperti *average abnormal return* atau *cumulative average abnormal return*.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penelitian ini terdiri dari :

BAB 1 PENDAHULUAN

Bab ini berisikan mengenai Latar Belakang Masalah, pokok permasalahan, pertanyaan penelitian, signifikansi penelitian, dan sistematika penelitian.

BAB 2 KERANGKA TEORI

Bab ini akan membahas teori-teori yang terkait dengan penelitian ini serta teori yang menjadi dasar atau acuan dalam penelitian ini. Teori yang akan dijelaskan berupa teori tentang *corporate governance*, reaksi investor, dan

seasoned equity offerings. Selain itu, bab ini juga berisi tentang penelitian terdahulu sebagai pembanding penelitian ini.

BAB 3 METODE PENELITIAN

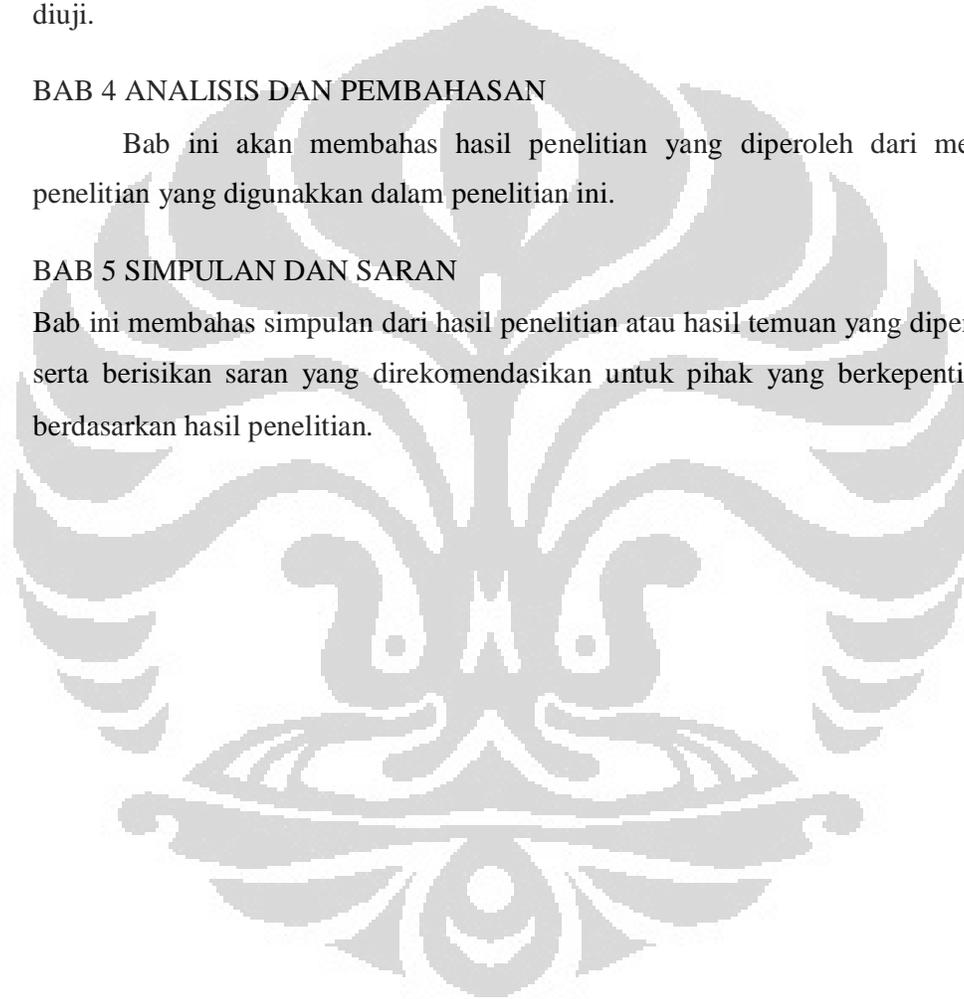
Bab ini berisi metode penelitian yang digunakan seperti data dan sampel serta teknik analisis data yang digunakan. Bab ini berisikan juga operasionalisasi variabel-variabel penelitian, model penelitian, dan hipotesis-hipotesis yang akan diuji.

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan membahas hasil penelitian yang diperoleh dari metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini.

BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini membahas simpulan dari hasil penelitian atau hasil temuan yang diperoleh serta berisikan saran yang direkomendasikan untuk pihak yang berkepentingan berdasarkan hasil penelitian.



BAB 2

KERANGKA TEORI

Bab ini akan menjelaskan mengenai tinjauan pustaka sebagai acuan penelitian dan teori yang terkait dengan penelitian.

2.1 Tinjauan Pustaka

Ada beberapa penelitian sejenis yang terkait dengan penelitian ini. Huang dan Tompkins (2010) melakukan penelitian tentang peranan dari *corporate governance* terhadap *abnormal return* di seputar *seasoned equity offerings*. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat dengan rentang waktu antara 2001-2004. Adapun variabel *corporate governance* dibagi menjadi tujuh yakni CEO-duality, kepemilikan CEO, *percentage of outside director*, *outside director ownership* dan *director incentive*, masa jabatan CEO dan direksi, ukuran *board*, dan ukuran komite audit. *Abnormal return* sendiri digunakan untuk mengukur reaksi investor terhadap pengumuman *seasoned equity offerings*. Dalam penelitian ini digunakan variabel kontrol yang merupakan bagian dari variabel finansial yakni kapitalisasi pasar, *expected relative size*, persentase *primary shares*, *exchange listing*, *pre-file firm price run-up*, volatilitas tingkat imbal hasil, Tobin's Q, total rasio hutang, *free cash flow*, dan dummy industri. Penelitian ini menggunakan regresi *cross-sectional* untuk menentukan variabel manakah yang penting untuk reaksi pasar terhadap pengumuman *seasoned equity offerings* yang berfokus pada variabel *corporate governance*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa investor akan bereaksi lebih positif terhadap suatu perusahaan apabila orang yang memegang jabatan CEO dan direktur berbeda. Temuan berikutnya menyatakan bahwa investor akan bereaksi lebih positif apabila *board* lebih banyak diwakilkan oleh *outside director*, kepemilikan CEO yang kecil, dan ukuran *board* yang tidak terlalu besar. Investor juga akan bereaksi lebih untuk perusahaan yang melakukan SEO apabila terdapat mekanisme *corporate governance* yang kuat yang dapat mengurangi *adverse selection* atau masalah agensi.

Kim dan Purnanandam (2009) melakukan penelitian tentang bagaimana tata kelola (*governance*) perusahaan mempengaruhi kepercayaan investor pada saat *seasoned equity offerings* (SEOs) dan biaya untuk memperoleh dana dari eksternal. Kim dan Purnandam menggunakan pendekatan *difference-in-difference* dengan *business combination statues* sebagai *external shock*. Penelitian ini mengambil sampel perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* pada tahun 1982-2006. Sebagai tambahan, uji penelitian ini dilengkapi dengan dua analisis tambahan, pertama berdasar pada akuisis pengurangan nilai shareholder sebagai *ex post* proksi untuk lemahnya tata kelola (*governance*), dan kedua berdasar pada sensitivitas kekayaan dari manajemen puncak terhadap nilai shareholder sebagai proksi dari kekuatan tata kelola internal (*internal governance*). Adapun hipotesis dari penelitian ini adalah investor mengkhawatirkan ketidaktepatan penggunaan dana SEO yang disebabkan lemahnya tata kelola (*governance*) suatu perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa investor akan mengkhawatirkan tentang tidak produktifnya penggunaan dana SEO ketika perubahan hukum dapat melemahkan tekanan eksternal untuk tata kelola yang baik (*good governance*). Temuan lainnya dari penelitian ini adalah adanya hubungan yang positif dan signifikan dari reaksi investor terhadap SEO dengan kuatnya tata kelola perusahaan (*governance*).

Penelitian lainnya yang sejenis adalah penelitian yang dilakukan oleh Ferreira dan Laux (2008). Penelitian yang dilakukan oleh Ferreira dan Laux sedikit berbeda dengan penelitian Huang dan Tompkins, hal yang menjadi perbedaan terletak pada variabel *corporate governance* yang digunakan. Ferreira dan Laux hanya memfokuskan pada *boards* perusahaan dalam meneliti *abnormal return* di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings* yang digunakan untuk melihat reaksi investor. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat yang melakukan *seasoned equity offerings* pada tahun 1990-2005. Adapun hipotesis penelitian ini adalah *outside director* yang ditambah dengan adanya efek pengawasan (mencegah adanya dana yang disia-siakan) juga mengurangi *adverse selection* (memastikan investor baru bahwa saham tersebut tidak dinilai terlalu tinggi). Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ada hubungan positif antara *board independence* dan imbal hasil pengumuman SEO

lebih tegas untuk perusahaan dengan biaya pengawasan yang rendah dan kesulitan sertifikasi yang rendah. Sebagai tambahan, direktur yang independen membawa dampak positif terhadap penilaian pasar saham ketika perusahaan melakukan akses ke pasar modal.

Penelitian yang membahas reaksi investor disepertar *seasoned equity offerings* dilakukan oleh Satriawan (2009). Penelitiannya membahas tentang reaksi investor terhadap *earning management* di sekitar *seasoned equity offerings*. Sampel penelitiannya adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) atau Indonesia Stock Exchange (IDX) dari tahun 2005 sampai 2007. Penelitian ini menganalisis apakah pengumuman SEO memberikan sinyal adanya *earning management* kepada investor. Selain itu, penelitian ini juga menganalisa reaksi investor terhadap pengumuman SEO dan laporan keuangan disekitar SEO. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa investor gagal untuk menyadari adanya *earning management* pada laporan keuangan sebelum terjadinya SEO. Adanya peristiwa SEO menimbulkan reaksi negatif investor terhadap harga saham pada saat pengumuman.

Terkait dengan reaksi dari investor, Kim dan Purnanandam (2006) melakukan penelitian yang berjudul “*Why Do Investor React Negatively to Seasoned equity offerings?*”. Penelitian ini berusaha mencari tahu pentingnya tiga penjelasan teoritis terkait reaksi negatif investor terhadap pengumuman *seasoned equity offerings*. Dalam penelitian ini Kim dan Purnanandam menyatakan bahwa reaksi negatif investor disebabkan oleh tiga hal yakni *signaling effect*, *adverse selection*, dan *agency problem*. Adapun sampel dari penelitian ini adalah *seasoned equity offerings* yang terjadi selama periode 1994-2003. SEOs sendiri diklasifikasikan menjadi *pure primary*, *pure secondary*, dan *mixes issues*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan dari ketiga penjelasan terkait reaksi negatif investor, *signaling effect* dan *agency problem* memiliki hasil yang signifikan dalam menjelaskan reaksi negatif investor. selain itu, hasil penelitian ini menyatakan bahwa kontrol terhadap masalah agensi merupakan segi yang penting dari *corporate governance* dimana hal ini memiliki efek yang signifikan terhadap penilaian perusahaan dan biaya modal ekuitas eksternal.

Penelitian yang juga membahas tentang *corporate governance* dan reaksi investor dilakukan oleh Souliisa (2008). Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *abnormal return* dan *abnormal volume* disekitar hari ex-dividen antara perusahaan yang masuk kedalam *Corporate governance perception Index* (CGPI) dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI. Adapun sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2002-2006 yang melakukan pembagian dividen. Sampel yang diambil dibagi menjadi dua kelompok dimana kelompok satu adalah perusahaan publik yang masuk kedalam CGPI dan kelompok dua merupakan perusahaan-perusahaan yang belum pernah masuk kedalam CGPI. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* dan *abnormal volume* yang signifikan antara kelompok satu dan dua. Hasil dari penelitian juga menunjukkan bahwa perusahaan yang masuk dalam CGPI lebih disukai oleh *dividen capture* atau investor dibandingkan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

Secara singkat, penelitian terdahulu yang menjadi rujukan dari penelitian ini dijelaskan dalam tabel 2.1

Tabel 2.1 Perbandingan Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti dan Judul Penelitian	Variabel	Metode	Hasil
1	Huang dan Tompkins (2010), <i>Corporate governance and investor reaction to seasoned equity offerings</i>	Variabel Independen : Corporate governance (CEO-Chairman duality, CEO ownership, Percent of outside director, Outside director ownership and director insentive compensation, Director and CEO tenure, <i>Board</i> size, dan Audit Committee Size	<i>Multivariate regression</i> dengan OLS	<ul style="list-style-type: none"> - Investor akan bereaksi lebih positif untuk suatu perusahaan apabila posisi CEO dan direktur dijabat oleh orang yang berbeda. - Reaksi investor lebih positif ketika <i>board</i> lebih didominasi oleh outside director, kepemilikan CEO rendah, dan ukuran <i>board</i> tidak terlalu besar.

No	Nama Peneliti dan Judul Penelitian	Variabel	Metode	Hasil
		Variabel Dependen : Reaksi investor Variabel Kontrol : Market Capitalization, Expected relative size, Percent of primary shares, Exchange listing, Pre-file firm price run-up, return volatility, Tobin's Q, Total debt ratio, Free cash flow, dan Industry dummies.		- Investor akan bereaksi lebih baik terhadap SEO pada perusahaan yang memiliki mekanisme <i>corporate governance</i> yang kuat yang dapat mengurangi <i>adverse selection</i> atau masalah agensi.
2	Kim dan Purnanandam (2009), <i>Corporate governance and investor confidence in seasoned equity offerings</i>	Variabel Independen : <i>corporate governance</i> Variabel Dependen : investor confidence Variabel Kontrol : deal specific dan firm level.	<i>Multivariate regression</i> dengan two stages least square (2SLS)	- Investor akan mengkhawatirkan tentang tidak produktifnya penggunaan dana SEO ketika perubahan hukum dapat melemahkan tekanan eksternal untuk tata kelola yang baik (<i>good governance</i>). - Adanya hubungan yang positif dan signifikan dari reaksi investor terhadap SEO dengan kuatnya tata kelola perusahaan (<i>governance</i>).
3	Ferreira dan Laux (2008), <i>Corporate boards and SEOs : The Effect of</i>	Variabel Independen : <i>board independence</i> Variabel Dependen : stock	<i>Multivariate regression</i> dengan OLS	- Adanya hubungan yang positif antara <i>board independence</i> dan imbal hasil pengumuman SEO lebih tegas untuk perusahaan dengan biaya pengawasan yang

No	Nama Peneliti dan Judul Penelitian	Variabel	Metode	Hasil
	<i>Certification and Monitoring</i>			rendah dan kesulitan sertifikasi yang rendah. Direktur yang independen membawa dampak positif terhadap penilaian pasar saham ketika perusahaan melakukan akses ke pasar modal.
4	Juni Satriawan (2009), <i>Analisis reaksi investor terhadap manajemen laba di seputar SEO</i>	Variabel Independen : reaksi investor Variabel Dependen : manajemen laba	<i>Jones Model</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Investor gagal untuk menyadari adanya <i>earning management</i> pada laporan keuangan sebelum terjadinya SEO. - Adanya peristiwa SEO menimbulkan reaksi negatif investor terhadap harga saham pada saat pengumuman.
5	Kim dan Purnanandam (2006), <i>Why do investor react negatively to seasoned equity offerings?</i>	Variabel Independen : <i>Signaling effect, adverse selection,</i> dan masalah agensi (<i>agency problem</i>) Variabel Dependen : return dari SEO Variabel Kontrol : market capitalization, sales, market-to-book ratio, cash, leverage, past return, accrual, growth, dan analyst	<i>Multivariate Reggression</i> dengan OLS	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Signaling effect</i> dan <i>agency problem</i> memiliki hasil yang signifikan sebagai alasan munculnya reaksi negatif investor terhadap <i>seasoned equity offerings</i> - Kontrol terhadap masalah agensi merupakan segi yang penting dari <i>corporate governance</i> dimana hal ini memiliki efek yang signifikan terhadap penilaian perusahaan dan biaya modal ekuitas eksternal.
6	Soulisa (2008), <i>Analisa Pengaruh</i>	Variabel Independen : <i>Corporate</i>	<i>Multivariate Regression</i> dengan OLS	<ul style="list-style-type: none"> - Terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> dan <i>abnormal volume</i> yang

No	Nama Peneliti dan Judul Penelitian	Variabel	Metode	Hasil
	<i>Corporate governance terhadap Reaksi Pasar disekitar Hari Ex-Dividen</i>	<i>governance Perception Index (CGPI)</i> Variabel Dependen : return saham dan volume perdagangan		<ul style="list-style-type: none"> - signifikan antara kelompok perusahaan yang termasuk dalam CGPI dan yang tidak. - Perusahaan yang masuk dalam CGPI lebih disukai oleh dividen capture atau investor, dibandingkan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI

Sumber : Olahan Peneliti, 2012

2.2 Kerangka Teori

2.2.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Untuk lebih memahami *corporate governance*, sebelumnya kita harus mengetahui teori keagenan (*agency theory*). Teori agen dipandang lebih luas karena teori ini dianggap lebih mencerminkan kenyataan yang ada. Berbagai pemikiran mengenai *corporate governance* berkembang dengan bertumpu pada teori agen dimana pengelolaan perusahaan harus diawasi dan dikendalikan untuk memastikan bahwa pengelolaan dilakukan dengan penuh kepatuhan kepada berbagai peraturan dan ketentuan yang berlaku (Wolfensohn 1999 dalam Hardikasari, 2011).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer dengan investor. Menurut (Jensen 1983 dalam Eisenhardt 1989) teori agensi dapat dikembangkan berdasarkan dua pendekatan yakni positivis dan principal-agen. Pendekatan positivis berfokus pada mengidentifikasi situasi dimana biasanya muncul konflik antara principal dan agen dalam hal tujuan dan kemudian menggambarkan mekanisme *governance* yang membatasi perilaku agen dalam melayani dirinya sendiri (*self-serving*). Dari perspektif teoritis, pendekatan positivis sangat memperhatikan gambaran mekanisme *governance* yang menyelesaikan masalah agensi. Sementara itu pendekatan principal-agent lebih memperhatikan hubungan antara principal dan agent, yang merupakan sebuah teori yang dapat diterapkan terhadap hubungan

pegawai-pegawai, pengacara-klien, pembeli-penjual dan hubungan agensi lainnya (Harris dan Raviv, 1978). Fokus dari principal-agent adalah menentukan kontrak optimal, perilaku versus hasil antara principal dan agent.

Teori keagenan ini muncul ketika terjadi sebuah kontrak antara manajer (*agent*) dengan pemilik (*principal*). Seorang manajer (*agent*) akan lebih mengetahui mengenai keadaan perusahaannya dibandingkan dengan pemilik (*principal*). Manajer (*agent*) berkewajiban untuk memberikan informasi kepada pemilik (*principal*). Akan tetapi informasi yang disampaikan terkadang tidak sesuai dengan keadaan yang sebenarnya di perusahaan. Sebagai agen, manajer bertanggung jawab secara moral untuk mengoptimalkan keuntungan para pemilik dengan memperoleh kompensasi sesuai dengan kontrak. Dengan demikian terdapat dua kepentingan yang berbeda didalam perusahaan dimana masing-masing pihak berusaha untuk mencapai atau mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikehendaki (Ali 2002 dalam Sabrinna 2010).

Konflik kepentingan antar manajer (*agent*) dengan pemilik (*principal*) akan menimbulkan adanya biaya keagenan (*agency cost*). *Agency cost* ini mencakup biaya untuk pengawasan oleh pemegang saham, biaya yang dikeluarkan oleh manajemen untuk menghasilkan laporan yang transparan, termasuk biaya audit yang independen dan pengendalian internal, serta biaya yang disebabkan karena menurunnya nilai kepemilikan pemegang saham sebagai bentuk "*bonding expenditure*" yang diberikan kepada manajemen dalam bentuk opsi dan berbagai manfaat untuk tujuan menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Tujuan utama dengan adanya teori agensi tersebut adalah untuk menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang melakukan hubungan kontrak dapat mendesain kontrak yang tujuannya untuk meminimalisir biaya sebagai dampak adanya informasi yang tidak simetris dan kondisi yang mengalami ketidakpastian. Teori agen juga berusaha untuk menjawab masalah keagenan yang disebabkan karena pihak-pihak yang menjalin kerja sama dalam suatu perusahaan mempunyai tujuan yang berbeda, dalam menjalankan tanggung jawabnya dalam mengelola suatu perusahaan (Hardikasari, 2011).

Corporate governance merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan

kepada para investor bahwa mereka akan menerima imbal hasil (*return*) atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate governance* sangat berkaitan dengan bagaimana membuat para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan modal yang telah ditanamkan oleh investor. Selain itu *corporate governance* juga berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997)

2.2.2 *Corporate governance*

2.2.2.1 Pengertian *Corporate governance*

Konsep dan definisi dari *corporate governance* sendiri beragam. Cadbury Committee (1992) mengemukakan bahwa *corporate governance* diartikan sebagai sistem yang berfungsi untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Selain itu *corporate governance* dapat didefinisikan sebagai tata kelola perusahaan yang menjelaskan hubungan antara berbagai partisipan dalam perusahaan yang menentukan arah kinerja perusahaan (Sabrinna, 2010).

Sementara Forum of *Corporate governance* for Indonesia-FCGI (2001) mengemukakan bahwa *corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan (dengan kata lain sebagai sistem yang mengendalikan perusahaan) antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka.

Corporate governance merupakan proses dan struktur yang digunakan untuk mengarahkan dan mengelola bisnis serta urusan-urusan perusahaan, dalam rangka meningkatkan kemakmuran bisnis dan akuntabilitas perusahaan, dengan tujuan utama mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* yang lain (Malaysian Finance Committee on *Corporate governance* February 1999 dalam Effendi, 2009). Sementara itu, Prowson 1998 dalam Isnanta (2008) menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan alat untuk menjamin direksi dan manajer agar bertindak yang terbaik bagi kepentingan investor.

OECD (2004) mendefinisikan *corporate governance* sebagai sekumpulan hubungan antar pihak manajemen perusahaan, *board*, pemegang saham, dan pihak lain yang mempunyai kepentingan dengan perusahaan. *Corporate governance* juga mensyaratkan adanya struktur perangkat untuk mencapai tujuan dan pengawasan atas kinerja. *Corporate governance* yang baik dapat memberikan rangsangan bagi *board* dan manajemen untuk mencapai tujuan yang merupakan kepentingan perusahaan dan pemegang saham harus memfasilitasi pengawasan yang efektif sehingga mendorong perusahaan menggunakan sumber daya dengan lebih efisien (Surya dan Ivan Yustiavandana, 2006).

Definisi lainnya dikemukakan oleh Shleifer and Vishny (1997), yang menyatakan *corporate governance* berkaitan dengan cara atau mekanisme untuk meyakinkan para pemilik modal dalam memperoleh imbal hasil (*return*) yang sesuai dengan investasi yang telah ditanam. Lebih lanjut lagi, *corporate governance* merujuk pada kerangka aturan dan peraturan yang memungkinkan *stakeholders* untuk membuat perusahaan memaksimalkan nilai dan untuk memperoleh imbal hasil (*return*) (Iskandar dkk 1999 dalam Sabrinna 2010).

Menurut Price Waterhouse Coopers, *Corporate governance* terkait dengan pengambilan keputusan yang efektif. Dibangun melalui kultur organisasi, nilai-nilai, sistem, berbagai proses, kebijakan-kebijakan dan struktur organisasi, yang bertujuan untuk mencapai bisnis yang menguntungkan, efisien, dan efektif dalam mengelola risiko dan bertanggung jawab dengan memerhatikan kepentingan *stakeholders* (Surya dan Ivan Yustiavandana, 2006).

Definisi *corporate governance* lainnya yang terkait dengan sektor publik didefinisikan sebagai suatu proses dari struktur yang digunakan oleh organ BUMN untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memerhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan nilai-nilai etika. Adapun tujuan akhir dari penerapan sistem ini adalah untuk menaikkan nilai saham dalam jangka panjang tetapi tetap memerhatikan berbagai kepentingan para *stakeholder* lainnya (Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor KEP-117/M-MBU/2002) .

Berdasarkan pengertian yang telah disebutkan diatas maka *corporate governance* merupakan suatu konsep, isu, dan hal yang penting untuk dipahami dan diterapkan oleh setiap perusahaan.

2.2.2.2 Prinsip-Prinsip *Corporate governance*

Di Indonesia sendiri, prinsip-prinsip *good corporate governance* telah dikembangkan lagi dari prinsip awal yang diberikan OECD (Melzattia, 2005).

Adapun prinsip-prinsip tersebut sebagai berikut :

1. Transparansi (*Transparency*)

Prinsip ini mewajibkan adanya suatu informasi yang terbuka, tepat waktu, serta jelas, dan dapat diperbandingkan yang menyangkut keadaan keuangan, pengelolaan perusahaan, dan kepemilikan perusahaan. Prinsip transparansi ini berkaitan dengan pertanggungjawaban komisaris atau direksi atas keputusan dan hasil yang dicapai yang sesuai dengan wewenang yang dilimpahkan dalam pelaksanaan tanggung jawab mengelola perusahaan.

2. Akuntabilitas (*Accountability*)

Prinsip ini menjelaskan peran dan tanggungjawab serta mendukung usaha untuk menjamin penyeimbang kepentingan manajemen dan pemegang saham, dan *stakeholder* lainnya sebagaimana yang diawasi oleh dewan komisaris. Prinsip akuntabilitas berkaitan dengan pertanggungjawaban komisaris atau direksi atas keputusan dan hasil yang dicapai yang sesuai dengan wewenang yang dilimpahkan dalam pelaksanaan tanggung jawab mengelola perusahaan.

3. Pertanggungjawaban (*Responsibility*)

Prinsip ini digunakan untuk memastikan dipatuhinya peraturan dan serta ketentuan yang berlaku sebagai cerminan dipatuhinya nilai-nilai sosial.

4. Kemandirian (*Independency*)

Prinsip yang menjamin para pengawas dan direksi beserta manajemen untuk secara mandiri melaksanakan wewenang dan tanggung jawabnya masing-masing dengan peraturan yang ada.

5. Keadilan (*Fairness*)

Prinsip yang menjamin perlindungan hak-hak para pemegang saham, termasuk hak-hak pemegang saham minoritas, dan para pemegang saham asing dan stakeholder lainnya, serta menjamin terlaksananya komitmen dengan paran investor dan *stakeholder* lainnya. Pemberian perlakuan yang adil kepada para *stakeholder*, termasuk pemegang saham minoritas dan asing. Prinsip ini juga melarang adanya praktek-praktek *insider trading*, *self-dealing* dan *conflict of interest*.

Sementara itu berdasarkan Pedoman Umum Good *Corporate governance* Indonesia tahun 2006, prinsip-prinsip atau asas-asas *good corporate governance* sebagai berikut :

1. Transparansi (*Transparency*)

Untuk menjaga obyektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh pemangku kepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur dan pemangku kepentingan lainnya.

2. Akuntabilitas (*Accountability*)

Perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

3. Responsibilitas (*Responsibiity*)

Perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*.

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*)

Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

2.2.2.3 *Board System*

Board system terdiri dari dua jenis yakni *one tier board system* (sistem dewan satu tingkat) dan *two tier board system* (sistem dewan dua tingkat). *One tier board* biasanya disebut sistem hukum Anglo-Saxon sementara *two tier boards* biasa disebut Eropa Kontinental. *One tier board system* dianut Inggris, Amerika Serikat, dan negara-negara jajahan Inggris lainnya. Untuk *two tier board system* dianut Denmark, Jerman, Belanda, Jepang, Indonesia (Pandaningrum, 2006).

a. *One tier board system*

Dalam *one tier board system*, perusahaan hanya mempunyai satu dewan direksi yang pada umumnya merupakan kombinasi antara manajer atau direktur eksekutif dan direktur independen yang bekerja dengan prinsip paruh waktu (non-direktur eksekutif) (Pandaningrum, 2006). Menurut FCGI (2003) ada beberapa bentuk alternatif dari *one tier board* yakni

1. Type A : *All-Executive Board*

Dalam struktur ini setiap anggota dewan adalah juga anggota manajemen. Struktur ini banyak diterapkan oleh perusahaan swasta dan keluarga. Kelebihan dari tipe ini adalah lebih cepat dan fleksibel dalam membuat keputusan, sedangkan kelemahannya berpotensi besar menimbulkan benturan kepentingan (*conflict of interest*).

2. Type B : *Majority Executive Boards*

Dalam struktur ini *outside director* menjadi anggota dewan namun dalam minoritas. Variasi dalam sistem ini dapat berupa : (a) *majority executive board with CEO duality*, dalam tipe ini *chairman* menjadi CEO perusahaan sekaligus dan (b) *majority executive board with no CEO*

duality, dalam tipe ini terdapat pemisahan antara *chairman* dan CEO perusahaan

3. Type C : *Majority Outside Board*

Dalam struktur ini mayoritas keanggotaan dewan berasal dari luar yakni para NED (semacam komisaris independen).

Menurut Jungmann (2008) *one tier system* memiliki kekuatan dan kelemahan tersendiri. Adapun kekuatan dari sistem ini adalah

1. Anggota *board* yang dipercaya dengan tugas yang sama dan diharuskan melaksanakan kewajiban yang sama mengakibatkan tanggung jawab terhadap pengawasan dan penentuan strategi disatukan dalam satu bagian yang sama.
2. Proses pengambilan keputusan lebih cepat dengan memperhatikan penyelesaian masalah dalam jangka panjang. Hal ini tidak mungkin terjadi dalam *two tier system* dimana dalam sistem tersebut manajemen harus menerima persetujuan dari *supervise* (komisaris) yang tentunya membutuhkan waktu berminggu-minggu.
3. Frekuensi rapat yang lebih sering antara manajemen (*management board*) dengan dewan komisaris (*supervisory board*) dibandingkan *two tier system* membuat anggota *board* lebih memahami bisnis perusahaan serta meningkatkan pengetahuan tentang bisnis dari hari ke hari.
4. Akses terhadap informasi yang merata antara *executive director* dan *non-executive director* berdampak pada pengambilan keputusan yang tepat karena informasi yang diterima dengan baik dan lengkap. Berbeda dengan *two tier system* dimana muncul potensi asimetri informasi antara dua boards (*management board and supervisory board*). Selain itu, dalam *two tier system* direktur non eksekutif biasanya akan enggan untuk bertanya lebih lanjut mengenai data dan informasi mengenai perusahaan. Oleh karenanya *one tier system* lebih unggul dikarenakan lebih baik memastikan arus informasi lancar dan cukup untuk semua pihak yang terkait dibandingkan memiliki *non-executive director* yang kurang memiliki akses informasi dan kurang mengetahui keadaan perusahaan.

Sementara itu, kelemahan dari *one tier system* adalah adanya pemisahan antara kontrol dan manajemen merupakan salah satu kekuatan kunci dari *two tier system*. Sebaliknya, anggota dari *unitary board* memiliki tugas baik manajerial maupun supervisi. Oleh karenanya timbul suatu dilema dimana mereka harus membuat keputusan sekaligus mengawasi keputusan yang mereka buat. *Executive director* dan *non-executive director* kurang cukup untuk memastikan eksekusi yang cukup mengenai peran pengawasan oleh *board*. Kebanyakan *non-executive director* akan lebih memperhatikan strategi perusahaan dibandingkan fungsi pengawasan. Oleh karenanya diperlukan pihak yang independen untuk menjalankan fungsi pengawasan. Permasalahan ini tentunya tidak muncul dalam *two tier system* yang jelas memiliki pemisahan secara formal antara fungsi kontrol dan fungsi manajemen.

b. *Two tier board system*

Dalam sistem ini perusahaan mempunyai dua badan terpisah yaitu dewan komisaris dan direksi. Direksi bertugas mengelola dan mewakili perusahaan dibawah pengarahannya dan pengawasan dewan komisaris. Direksi diangkat dan setiap waktu dapat diganti oleh dewan komisaris. Dewan direksi juga bertugas memberikan informasi kepada dewan komisaris dan menjawab hal-hal yang diajukan oleh dewan komisaris. Oleh karena itu, tugas dari dewan komisaris adalah mengawasi tugas-tugas manajemen. Dewan komisaris tidak boleh melibatkan diri dalam tugas-tugas manajemen dan tidak boleh mewakili perusahaan dalam transaksi-transaksi dengan pihak ketiga (Pandaningrum, 2006).

Sistem ini memiliki kelebihan dan kekurangan. Menurut Tjager *et.al* (2003), kelebihan-kelebihan dari sistem ini antara lain :

1. Pengaruh pemegang saham dalam *two tier board system* dapat dijalankan melalui dewan komisaris sehingga tidak harus mengganggu aktivitas normal manajemen, dan memungkinkan pemegang saham meningkatkan pengaruhnya tanpa harus menunggu terjadinya skandal atau ketidaksepakatan publik.

2. Direksi (*top management*) dapat mempertahankan tingkat independensi yang lebih besar pada arah operasionalis. Pemisahan antara dewan komisaris dan dewan eksekutif merupakan hal yang cukup penting dan sulit dilakukan dalam *one tier board system*.
3. Dewan direksi haruslah memperhatikan dengan serius pandangan dari pemegang saham karena adanya pengaruh yang kuat dari pemegang saham terhadap dewan komisaris.
4. Memungkinkan masuknya komisaris independen yang lebih banyak tanpa harus mengganggu kerja normal perusahaan.
5. Adanya kesulitan bagi seseorang untuk berperan sebagai presiden komisaris sekaligus presiden direktur sebuah perusahaan, oleh karenanya akan lebih mudah menggunakan *two tier system*.
6. Sebuah mekanisme yang relatif sederhana dalam menjawab kebutuhan publik akan pengendalian sekaligus tetap mempertahankan independensi manajemen

Menurut Jungmann (2008) kelebihan dari *two tier system* berfokus pada pemisahan antara kontrol dan manajemen. Adanya pemisahan ini membuat konflik kepentingan diantara anggota dari kedua *board (management dan supervisory)* tidak muncul.

Sementara itu, menurut Tricker (1994), kelemahan dari sistem ini diantaranya :

1. Sering dijumpai dewan komisaris berdasarkan kewenangan anggaran dasar perseroan terlibat secara langsung dalam pengelolaan perusahaan meskipun seluruh direksi sedang tidak berhalangan sehingga fungsi pengawasan dari dewan komisaris ini menjadi kurang atau tidak efektif.
2. Dewan komisaris sama sekali tidak menjalankan fungsi pengawasannya yang sangat mendasar terhadap dewan direksi, sehingga seringkali dewan komisaris dianggap tidak memiliki manfaat.

2.2.3 Penerbitan Saham

Menurut Anoraga dan Pakarti (2003), penawaran efek terbagi dalam beberapa jenis sebagai berikut :

1. *Private Placement* (Penawaran Terbatas)

Private placement merupakan penawaran surat berharga pada kalangan terbatas. Dengan melakukan penawaran terbatas perusahaan menghindari peraturan-peraturan yang seharusnya diikuti seperti dalam prosedur emisi umum di pasar modal. *Private placement* penawaran efek dilakukan dengan cara bernegosiasi secara langsung antara perusahaan dengan calon investor.

2. *Public Issue* (Penawaran Umum)

Penawaran umum merupakan cara menawarkan surat berharga di pasar modal yang sering dilakukan. Penawaran umum harus mendapat izin dari badan yang mempunyai otoritas dan kewenangan. Sebelum perusahaan melakukan penawaran di pasar modal, persyaratan perizinan tersebut harus lengkap. Setelah peraturan yang ada telah dipenuhi, maka emisi dapat dilakukan oleh emiten. Pada umumnya investor yang mempunyai cukup informasi tentang proses emisi akan membantunya dalam pembuatan keputusan. Prospektus dari emiten akan memberikan informasi secara detail mengenai kondisi keuangan emiten serta hal-hal lain yang dipandang perlu untuk membentuk transparansi perusahaan yang *go public*.

Penawaran umum sendiri terbagi menjadi dua, yaitu :

- a. *Initial Public Offerings* (IPO), merupakan penawaran umum perdana atau penawaran saham yang pertama kalinya dilakukan oleh emiten kepada masyarakat luas dengan tujuan memperoleh tambahan modal yang akan digunakan untuk kepentingan perusahaan. Pada umumnya IPO dilakukan melalui metode *general cash offer*, yakni penawaran saham kepada masyarakat luas yang berminat berinvestasi di pasar modal. Penawaran tersebut ditujukan kepada calon investor yang berminat untuk membeli saham yang ditawarkan oleh emiten. Dalam *general cash offer* biasanya emiten selalu melibatkan penjamin emisi (*investment banker/underwriter*). *Underwriter* merupakan pihak yang berperan penting dalam proses penjualan saham kepada publik, atau dapat disebut sebagai perantara antara emiten dan investor (*financial intermediaries*).

Dalam melaksanakan perannya, *underwriter* melakukan kegiatan antara lain :

- Membantu emiten dalam rangka mempersiapkan pernyataan pendaftaran emisi berikut dokumen pendukungnya.
- Memberi konsultasi dibidang keuangan seperti jumlah dan jenis efek yang akan diterbitkan, bursa yang dipilih untuk mencatatkan saham, penentuan jadwal emisi, penunjukkan lembaga penunjang lain, dan metode pendistribusian.
- Melakukan penjaminan terhadap yang diemisikan.
- Melakukan evaluasi terhadap kondisi perusahaan, antara lain keuangan, manajemen, pemasaran, produksi, berikut prospeknya.
- Bersama-sama emiten menentukan harga saham, dan
- Menjual saham kepada publik.

b. *Seasoned equity offerings* (SEO), merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan perusahaan yang tercatat (*listed*) di pasar modal, diluar saham yang terlebih dahulu beredar di masyarakat melalui IPO (Megginson,1997). Tujuan dilakukannya SEO serupa dengan IPO, yaitu untuk memperoleh tambahan dana untuk membiayai kegiatan usaha atau membayar hutang perusahaan yang jatuh tempo. Penjualan *securities* ini dapat dilakukan dengan dua caaa, yaitu :

- *General cash offer*, yaitu menjual saham kepada setiap investor yang ingin membeli sekuritas baru tersebut melalui *second offerings*, *third offerings*, dan seterusnya. Metode *general cash offer* pada SEO memiliki mekanisme yang sama dengan yang digunakan pada IPO, dimana menggunakan jasa *underwriter* dalam penjualan saham kepada publik.
- *Rights offer*, yaitu menjual hak (*rights*) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga tertentu (sering disebut *right issue*). Harga saham yang ditawarkan kepada pemegang saham lama lebih rendah daripada harga yang beredar dipasar. Didalam proses penawaran saham

dengan menggunakan mekanisme *right issue*, para pemegang saham memiliki kebebasan untuk melakukan pemesanan/pembelian saham baru atau menjual haknya. Peraturan Bapepam Nomer IX.D.1 tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu /HMETD (*preemptive right*), mewajibkan setiap perusahaan yang melakukan penawaran umum saham tambahan (SEO) untuk memberikan HMETD atas saham baru yang ditawarkan, kepada setiap pemegang saham lama yang sebanding dengan proporsi kepemilikan mereka sebelumnya.

2.2.4 Efisiensi Pasar

Efisiensi pasar dapat dilihat dari bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan yang baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut pasar efisien. Secara formal pasar modal yang efisien dapat didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan (Husnan, 2003). Secara umum efisiensi pasar didefinisikan oleh Beaver (1989) sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi.

Fama (1970) membedakan efisiensi pasar menjadi tiga macam :

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*Weak Form*)

Pasar dikatakan dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan informasi masa lalu yang merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Hal ini berarti bahwa dalam pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal (*abnormal return*).

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*Semistrong Form*)

Pasar dikatakan dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang terdapat dalam laporan-laporan perusahaan

emiten. Jika pasar emiten dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapat keuntungan tidak normal (*abnormal return*) dalam jangka waktu yang lama.

c. Efisiensi bentuk pasar kuat (*Strong Form*)

Pasar dikatakan efisiensi dalam bentuk kuat jika harga-harga dari sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Dalam pasar efisien bentuk kuat ini tidak ada investor yang memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Tujuan Fama (1970) membedakan dalam tiga macam bentuk pasar efisien ini adalah untuk mengklasifikasi penelitian empiris terhadap efisiensi pasar. Ketiga bentuk efisiensi pasar ini berhubungan satu dengan yang lain. Hubungan ini berupa tingkatan yang kumulatif yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Pasar menjadi efisien karena terjadinya beberapa peristiwa berikut (Jogiyanto, 2000) :

- a. Investor adalah penerima harga (*price taker*), artinya bahwa sebagai pelaku pasar investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang menentukan demand dan supply.
- b. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut relatif murah.
- c. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya acak antara satu dengan yang lainnya. Maksud dari informasi dihasilkan secara acak adalah investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi baru.
- d. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut mencapai keseimbangan yang baru. Hal ini dapat terjadi jika investor mampu memahami dan menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik.

Menurut Hartono (2000), pasar menjadi tidak efisien jika terjadi kondisi seperti dibawah ini :

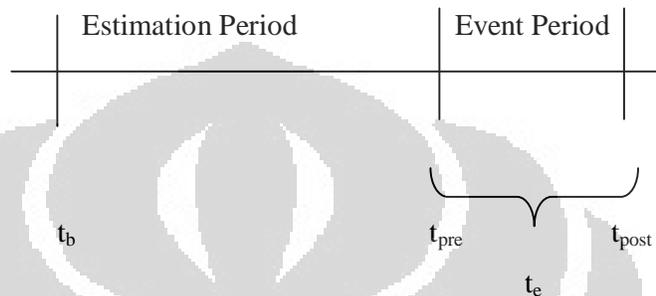
- a. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas.
- b. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lain terhadap informasi yang sama. Kondisi ini terjadi jika penyebaran informasi tidak merata sehingga para pelaku pasar menerima informasi tidak pada waktu yang sama.
- c. Informasi yang sama dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pasar.
- d. Investor adalah individu-individu yang *naïve* dan tidak canggih. *Naïve investor* adalah investor yang mempunyai kemampuan yang terbatas didalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima. Karena tidak canggih, maka investor sering kali melakukan keputusan yang salah yang mengakibatkan sekuritas yang bersangkutan dinilai secara tidak tepat.

2.2.5 *Event Study* (Studi Peristiwa)

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Event study dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman yang dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan (Hartono, 2003).

Bila harga saham merefleksikan semua informasi terakhir yang tersedia, maka perubahan harga harus merefleksikan informasi terbaru. Oleh karena itu, pengukuran pentingnya suatu peristiwa terhadap harga saham dapat dilakukan dengan cara mengamati perubahan harga selama periode pada saat peristiwa itu terjadi. *Event study* menggambarkan teknik penelitian empiris finansial yang memungkinkan pengamat mengetahui dampak peristiwa tertentu terhadap perubahan harga saham (Soulisa, 2008).

Peterson (1989) menyatakan *event study* bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang diperoleh investor akibat terjadinya peristiwa tertentu. Peterson menggambarkan garis waktu penelitian yang menggunakan periode yang mendahului suatu peristiwa untuk estimasi parameter sebagai berikut :



Gambar 2.1 Timeline dari Event Study

Penggunaan *abnormal return* sebagai ukuran dari reaksi pasar dapat menggambarkan bahwa suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar, sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar (Hartono 2003 dalam Mulyati 2010).

2.2.6 Return (Imbal Hasil)

Return (imbal hasil) merupakan keuntungan yang diperoleh oleh investor dari investasi. *Return* (imbal hasil) dapat berupa *return* (imbal hasil) realisasi ataupun *return* (imbal hasil) ekspektasi. Imbal hasil realisasi (*realized return*) digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan serta sebagai dasar penentuan imbal hasil ekspektasi (*expected return*) untuk mengukur risiko dimasa yang akan datang. Sedangkan return ekspektasi adalah return yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa yang akan datang, sehingga sifatnya belum terjadi (Kurniawan, 2006).

2.2.6.1 Abnormal return

Abnormal return merupakan kelebihan dari imbal hasil yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap imbal hasil normal. Imbal hasil normal merupakan imbal hasil ekspektasi (*expected return*) atau imbal hasil yang diharapkan oleh

investor. Dengan demikian imbal hasil tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara imbal hasil sesungguhnya yang terjadi dengan imbal hasil ekspektasi. (Hartono, 2000). *Abnormal return* dapat digunakan untuk melihat harga saham pada *event window* untuk masing-masing hari disekitar tanggal peristiwa (Soulisa, 2008).

Return dan *abnormal return* dapat diukur dengan menggunakan tiga pendekatan (Affandi dan Utama, 1998), yaitu :

1. Pendekatan *Actual Return*

Pendekatan ini adalah pendekatan yang paling sederhana karena pendekatan ini mengasumsikan *expected return* selama *event window* adalah nol. Dengan demikian menurut pendekatan ini *abnormal return* adalah sama dengan *total return*. *Total return* dapat dihitung sebagai perubahan harga dibagi dengan harga pada periode awal. Jika terdapat pembayaran dividen tersebut maka akan ditambahkan pada selisih perubahan harga atau secara matematis dapat ditulis :

$$Total\ return = \frac{\text{perubahan harga saham} + \text{pembayaran dividen}}{\text{harga saat saham dibeli}} \dots\dots\dots(1)$$

2. Pendekatan *Adjusted Market Return*

Menurut pendekatan ini return suatu saham dipengaruhi oleh return pasar (market return) dimana pengaruh pasar adalah sama ntuk semua saham. oleh karenanya menurut pendekatan ini, *abnormal return* adalah sama dengan total return dikurangi return pasar. Return pasar pada suatu periode dihitung sebagai selisih dari indeks harga saham gabungan (IHSG) pada akhir dan awal periode, yang dibagi dengan IHSG akhir periode.

3. Pendekatan *Adjusted Beta*

Pendekatan ini adalah pendekatan yang paling kompleks, namun yang paling sesuai dengan kenyataan. Sama halnya dengan pendekatan kedua, pendekatan ini mengakui bahwa pergerakan pasar akan mempengaruhi return saham. Perbedaannya adalah bahwa pendekatan ini juga mengakui bahwa pengaruh pasar berbeda-beda antara satu dengan yang lain, ada saham yang sangat sensitif terhadap perubahan pasar, sebaliknya ada saham yang tidak banyak dipengaruhi perubahan pasar. Beta adalah

pengukur terhadap return pasar. Beta diestimasi dengan menggunakan market model.

Menurut Hartono (2000) ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengukur *abnormal return*, yaitu :

1. Model Disesuaikan Rata-rata (*Mean Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa return ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Menggunakan model ini, return ekspektasi suatu sekuritas pada periode tertentu diperoleh melalui pembagian return realisasi sekuritas tersebut dengan lamanya periode estimasi. Tidak ada patokan untuk lamanya periode estimasi, periode yang umum dipakai biasanya berkisar dari 100 sampai dengan 300 hari untuk mendapatkan data harian dan 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan.

2. Model Pasar (*Market Model*)

Perhitungan return ekspektasi dengan model ini dilakukan melalui dua tahapan, yaitu :

- a. Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi return estimasi.
- b. Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan teknik regresi *OLS* (*Ordinary Least Square*).

3. Model Disesuaikan Pasar (*Market-Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar.

Terkait dengan *abnormal return*, ada beberapa konsep return yang harus dipahami diantaranya (Soulisa, 2008) :

1. *Actual return* saham

Actual return saham diartikan sebagai imbal hasil yang sesungguhnya diperoleh oleh investor. Berbeda dengan *expected*

return, actual return adalah apa yang investor sesungguhnya peroleh dari investasi mereka.

2. *Market return*

Market return adalah persentase pertumbuhan dari nilai pasar perusahaan dengan asumsi bahwa seluruh dividen diinvestasikan kembali. Market return dihitung untuk mencari nilai expected return saham.

3. *Expected return*

Ini merupakan imbal hasil yang setiap investor harapkan dari saham mereka untuk diperoleh dalam periode berikutnya. *Expected return* hanya berupa ekspektasi, sehingga imbal hasil sebenarnya (actual return) dapat lebih tinggi atau rendah.

4. *Cumulative abnormal return (CAR)*

Indikator yang lebih baik untuk mengukur dampak dari pengumuman suatu informasi adalah *cumulative abnormal return (CAR)*. CAR adalah perhitungan untuk menggambarkan perilaku harga rata-rata saham pada sepanjang waktu tertentu. CAR dihitung dengan menjumlahkan seluruh *abnormal return* selama periode waktu yang diamati. CAR mencakup seluruh pergerakan saham perusahaan untuk sepanjang periode ketika pasar kemungkinan bereaksi terhadap informasi baru.

BAB 3

METODE PENELITIAN

Bab ini akan menjelaskan data dan sampel penelitian serta teknik analisis yang akan digunakan.

3.1 Pendekatan Penelitian

Pendekatan atau paradigma penelitian merupakan asumsi, keyakinan, model, dalam melakukan penelitian yang baik, dan teknik untuk mengumpulkan dan menganalisis data. Pendekatan penelitian ini adalah positivis atau kuantitatif dimana pendekatan ini mengasumsikan bahwa realitas sosial dibentuk oleh fakta objektif dimana peneliti yang bebas nilai dapat dengan tepat mengukur dan menggunakan statistik untuk menguji teori. Pendekatan positivis menanamkan nilai yang besar dari sebuah prinsip replikasi, meskipun hanya beberapa studi yang direplikasi. Replikasi terjadi ketika peneliti mengulang penelitian dasar dan mendapatkan temuan yang mirip pendekatan ini berpendapat bahwa penelitian berbeda yang melihat pada fakta yang sama akan menghasilkan temuan yang sama jika peneliti berhati-hati dalam menetapkan idenya, tepat melakukan pengukuran, dan mengikuti standar dari tujuan penelitian (Neuman, 2007).

3.2 Jenis Penelitian

Jenis penelitian dapat dijelaskan berdasarkan empat aspek yakni tujuan penelitian, manfaat penelitian, dimensi waktu, dan teknik pengumpulan data (Neuman, 2007). Berikut ini akan diuraikan empat aspek tersebut.

3.2.1 Berdasarkan Tujuan

Berdasarkan tujuannya, penelitian ini merupakan penelitian eksplanatif. Menurut Neuman (2007), penelitian eksplanatif adalah penelitian yang mengidentifikasi sebuah prediksi atau prinsip, menguraikan dan memperkaya sebuah penjelasan dari sebuah teori, memperluas sebuah teori terhadap isu baru, mendukung atau menyangkal sebuah prediksi, serta menetapkan penjelasan yang terbaik untuk suatu isu. Selain itu, penelitian eksplanatif juga dapat didefinisikan sebagai penelitian yang membentuk hubungan antara variabel (Saunders *et.al*,2009). Penelitian ini akan melakukan suatu pengujian terhadap hubungan

antara *corporate governance* dan reaksi investor dengan menggunakan *event study seasoned equity offerings*. Penelitian ini juga akan menyertakan variabel kontrol yakni *market capitalization, return volatility, Tobin's Q, total debt ratio dan free cash flow*.

3.2.2. Berdasarkan Manfaat

Jika dilihat berdasarkan manfaatnya maka penelitian ini termasuk dalam penelitian murni. Penelitian murni berfokus untuk menyangkal atau mendukung suatu teori. Penelitian murni juga merupakan sumber untuk ide-ide penelitian, alat, metode, dan teori yang mendasari penelitian terapan. (Neuman, 2007). Penelitian murni ini biasanya dilakukan dalam konteks akademis.

3.2.3 Berdasarkan Dimensi Waktu

Berdasarkan dimensi waktu, penelitian ini dapat dikategorikan sebagai *cross sectional*. Penelitian *cross sectional* menguji suatu hal dalam satu waktu tertentu (Neuman, 2007). Sementara menurut Wooldridge (2005) *cross sectional* merupakan penelitian tentang kejadian khusus dalam waktu yang khusus juga.

3.2.4 Berdasarkan Teknik Pengumpulan Data

Berdasarkan teknik pengumpulan data, penelitian ini termasuk dalam teknik pengumpulan data kuantitatif yakni *existing statistics*. Dalam penelitian *existing statistic*, peneliti mengumpulkan data-data historis kemudian mengkombinasikan informasi-informasi tersebut menjadi sebuah informasi baru yang dapat digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian (Neuman, 2007). Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan perusahaan dan data saham. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan dua studi dalam pengumpulan data yakni studi kepustakaan dan studi lapangan.

a. Studi Kepustakaan

Studi kepustakaan dilakukan dengan membaca literature-literatur yang terkait dengan *corporate governance*, reaksi investor, dan *seasoned equity offerings*. Studi kepustakaan diperoleh dari buku, jurnal ilmiah, karya akademis, artikel dsb.

b. Studi Lapangan

Studi lapangan dari penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan, data pergerakan saham, serta data perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings*. Untuk data laporan keuangan perusahaan diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui website www.idx.com. Sementara untuk data pergerakan saham dapat diperoleh dari yahoo finance yaitu www.finance.yahoo.com, dan untuk data daftar perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM).

3.3 Pengolahan Data

Dalam melakukan pengolahan data akan digunakan beberapa software yakni :

1. Microsoft Excel 2007, digunakan sebagai media input data mentah untuk disusun sedemikian rupa agar tampilannya sesuai untuk ditransfer ke software Eviews dan SPSS
2. SPSS versi 17.0, digunakan untuk melakukan uji normalitas, *cross tab*, *descriptive statistic*, dan *one sample t test*
3. Eviews 6.0, digunakan untuk melakukan analisis uji regresi.

3.4 Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri dari objek atau subjek yang menjadi kuantitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2002). Sementara itu menurut Ridwan (2002), populasi adalah keseluruhan dari karakteristik atau unit hasil pengukuran yang menjadi objek penelitian. Adapun populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2006-2010.

Sementara itu, menurut Arikunto (1998), sampel adalah bagian dari populasi (sebagian atau wakil populasi yang diteliti). Sampel dapat didefinisikan juga sebagai sebagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki populasi (Sugiyono, 2002). Teknik pemilihan sampel dilakukan berdasarkan non-probabilitas yakni *purposive sampling*. *Purposive sampling* memungkinkan

peneliti untuk menggunakan penilaiannya sendiri dalam memilih sampel untuk menjawab pertanyaan penelitian dan untuk mendapatkan jawaban penelitian (Saunders et.al., 2009). Metode *purposive sampling* juga merupakan pemilihan sampel berdasarkan kesesuaian terhadap kriteria tertentu (Satriawan, 2009).

Melalui teknik *purposive sampling* maka kriteria pemilihan sampel penelitian ini adalah :

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebelum tahun 2006 dan masih terdaftar sampai tahun 2010.
2. Perusahaan yang melakukan penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings announcement*) pada tahun 2006-2010.
3. Perusahaan melaporkan laporan tahunan dan laporan keuangan secara berturut-turut dalam periode 2006-2010.
4. Perusahaan yang memiliki data saham harian.

3.5 Variabel dan Model Penelitian

3.5.1 Variabel Penelitian

Variabel adalah segala sesuatu yang mempunyai nilai berbeda atau bervariasi (Nasution dan Usman, 2007). Penelitian ini terdiri dari tiga jenis variabel yakni variabel dependen (terikat), variabel independen (bebas), dan variabel kontrol. Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi atau mengkondisikan pada suatu hal lain, sementara variabel dependen adalah variabel yang merupakan pengaruh atau hasil dari variabel lainnya. (Neuman, 2007). Jenis variabel ketiga yakni variabel kontrol merupakan variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga hubungan variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti (Sabrinna,2010). Berikut ini adalah penjelasan dari masing-masing variabel penelitian ini :

1. Variabel Independen

Variabel independen atau variabel bebas adalah variabel yang mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat (Nasution dan Usman. 2007). Dalam penelitian ini yang menjadi variabel independen adalah *corporate governance* yang terdiri dari :

- a. *CEO Ownership* merupakan peresentase kepemilikan CEO tersebut di perusahaan.
- b. *Percent of Outside Director* yakni persentase jumlah *outside director* (komisaris independen) yang berada pada *board* perusahaan.
- c. *Outside Director Ownership* yaitu jumlah saham (kepemilikan saham) yang dimiliki oleh *outside director* (komisaris independen).
- d. *Board Size* yaitu jumlah dari direktur pada *board* perusahaan
- e. *Audit Committee Size* yaitu jumlah anggota dari komite audit perusahaan

2. Variabel Dependen

Variabel dependen atau variabel terikat adalah variabel yang merupakan nilai-nilai dari objek penelitian yang terkait dengan permasalahan yang diteliti (Nasution dan Usman, 2007). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah reaksi investor. Reaksi investor sendiri dapat diukur menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR). Seperti yang telah dijelaskan dalam bab dua, CAR dapat dihitung melalui tiga cara yakni model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*), model pasar (*market model*), dan model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*). Dalam penelitian ini, CAR akan dihitung menggunakan model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*). Dengan menggunakan model ini maka kita tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi dikarenakan return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar (Hartono, 2000).

- a. Untuk menghitung *abnormal return* dapat menggunakan persamaan berikut :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \dots\dots\dots (2)$$

Dimana :

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham *i* pada periode *t*

$R_{i,t}$ = *actual return* saham *i* pada periode *t*

$E(R_{i,t})$ = *expected return* saham *i* pada periode *t*

- b. untuk mendapatkan hasil dari *abnormal return* maka sebelumnya adalah menghitung *actual return* (return sesungguhnya) dengan persamaan :

$$\text{Actual return} = R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,(t-1)}}{P_{i,(t-1)}} \dots \dots \dots (3)$$

Dimana :

$R_{i,t}$ = *actual return* saham *i* pada saat *t*

$P_{i,t}$ = harga saham *i* pada saat *t*

$P_{i,(t-1)}$ = harga saham *i* pada saat *t-1*

Harga saham yang digunakan dalam perhitungan *actual return* merupakan harga saham yang telah disesuaikan (*adjustment price*) terhadap adanya dividen yang dibagikan perusahaan, dimana harga saham akan berubah (d disesuaikan) ketika terjadi pembagian dividen.

- c. Tahapan selanjutnya adalah menentukan *expected return*, dalam penelitian ini model yang digunakan adalah *market adjusted*. Model ini mengangap bahwa $ER_{i,t} = R_{m,t}$, *Expected return* = Market Return (Return Pasar)

Maka Rumus *Abnormal return*-nya :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \dots \dots \dots (4)$$

Dimana :

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* Saham *i* pada periode *t*

$R_{i,t}$ = *Actual return* terjadi saham *i* pada periode *t*

$R_{m,t}$ = Return Pasar pada periode *t*

$$R_{M,t} = \frac{IHS_{Gt} - IHS_{Gt-1}}{IHS_{Gt-1}} \dots \dots \dots (5)$$

Dimana :

$R_{m,t}$ = Return Pasar pada periode *t*

IHSG_t = IHSG (composite index) saham pada waktu t

IHSG_{t-1} = IHSG (composite index) saham pada waktu t-1

- d. Perhitungan untuk cumulative *abnormal return* (CAR) sebagai berikut :

$$CAR = \sum_{t=1}^n AR_{i,t} \dots\dots\dots (6)$$

Dimana :

CAR = cumulative *abnormal return* pada periode t

AR_{i,t} = *abnormal return* saham i dalam periode t

N = jumlah sampel

3. Variabel Kontrol

a. *Market Capitalization*

Kapitalisasi pasar digunakan sebagai proksi untuk melihat ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan sendiri terkait dengan efek informasi perusahaan. Huang dan Tompkins (2010) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran besar berkaitan dengan lebih sedikitnya imbal hasil negatif dari pengumuman SEO. Ukuran perusahaan juga terkait dengan *corporate governance*, salah satunya dinyatakan oleh Boone *et.al* (2007) dimana persentase kepemilikan CEO lebih besar pada perusahaan yang berukuran kecil dibandingkan perusahaan yang berukuran besar. Selain itu, Linck *et.al* (2008) menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran kecil memiliki *boards* yang lebih kecil, lebih banyak *insider*, dan cenderung membagi tugas CEO dan *chairman* dibanding perusahaan besar. Kapitalisasi pasar sendiri dapat dihitung dengan mengalikan harga penutupan dengan jumlah saham yang beredar sebelum hari pengumuman.

b. *Return Volatility*

Return volatility membantu menjelaskan baik ketidakpastian atau informasi asimetris. Perusahaan dengan imbal hasil saham yang berubah-ubah biasanya memiliki harga SEO yang *underprice*

dibandingkan yang lain (Altinkiliç dan Hansen 2003; Corwin 2003; Mola dan Loughran 2004; Huang dan Zhang 2007).

Return volatility dapat dihitung sebagai standar deviasi dari *return* saham selama 30 hari sebelum 12 hari pengumuman.

c. Tobin's Q

Tobin's Q didefinisikan sebagai nilai pasar dari klaim perusahaan untuk pengganti aset. Tingginya Tobin's Q dapat menggambarkan kesempatan yang lebih tinggi perusahaan untuk berkembang dimana hal tersebut membantu membenarkan keputusan untuk menghimpun dana ekuitas dari eksternal. Tobin's Q dapat dihitung dengan jumlah dari nilai pasar ekuitas dan nilai buku dari hutang dibandingkan dengan total aset.

d. *Total Debt Ratio*

Tingginya rasio hutang mengharuskan eksekutif perusahaan untuk disiplin mengurangi jumlah kas yang tersedia untuk mereka (Jensen, 1986; Stulz, 1990). Tingginya rasio hutang juga memberikan dorongan kepada eksekutif perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan sehingga kreditor tidak akan mengambilalih perusahaan apabila terjadi kesulitan keuangan. *Total debt ratio* merupakan nilai buku dari hutang jangka pendek dan jangka panjang yang dibandingkan dengan total aset.

e. *Free Cash Flow*

Menurut Jensen (1986) Perusahaan yang memiliki *free cash flow* lebih menyediakan para eksekutifnya sumberdaya yang lebih untuk dihaburkan. *Free cash flow* juga dapat menandakan sebuah hasil kinerja di masa lalu yang dimana menunjukkan kinerja yang baik dari eksekutif (Huang dan Tompkins, 2010). Masulis *et.al* (2007) menyatakan bahwa *free cash flow* dapat diukur dengan hasil dari *operating income* sebelum depresiasi dikurang *interest expense* dikurang *income taxes* dikurang *capital expenditure* yang dibandingkan dengan total aset.

3.5.2 Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan model *multiple regression* (regresi berganda) dengan data *cross section* yang merupakan data yang berasal dari satu variabel atau lebih yang dikumpulkan dalam satu waktu. Model penelitian dikonstruksikan untuk melihat pengaruh dari variabel independen (*CEO ownership, percent of outside director, outside director ownership, board size, dan audit committee size*) dengan variabel dependen, reaksi investor (*cumulative abnormal return*). Dalam model ini juga disertakan variabel kontrol berupa variabel keuangan (*market capitalization, expected relative size, return volatility, Tobin's Q, total debt ratio, dan free cash flow*). Adapun estimasi model yang akan digunakan dalam penelitian ini yang mengacu pada model penelitian Huang dan Tompkins (2010) dinyatakan sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{CAR} = & \beta_0 + \beta_1(\text{CEOWN}) + \beta_2(\text{PERCENT}) + \beta_3(\text{OUTOWN}) + \beta_4(\text{BSIZE}) + \\ & \beta_5(\text{COMMSIZE}) + \beta_6(\text{MCAP}) + \beta_7(\text{VOL}) + \beta_8(\text{TOBINS}) + \beta_9(\text{DEBT}) \\ & + \beta_{10}(\text{CASH}) + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Dimana :

CEOWN	= <i>CEO ownership</i>
PERCENT	= <i>percent of director</i>
OUTOWN	= <i>outside director ownership</i>
BSIZE	= <i>board size</i>
COMMSIZE	= <i>audit committee size</i>
MCAP	= <i>market capitalization</i>
VOL	= <i>return volatility</i>
TOBINS	= <i>Tobin's Q</i>
DEBT	= <i>total debt ratio</i>
CASH	= <i>free cash flow</i>

3.6 Hipotesis Penelitian

Beberapa literatur menyebutkan bahwa ada keterkaitan antara *corporate governance* terhadap reaksi investor di seputar pengumuman *seasoned equity offerings*. Salah satunya Kim dan Purnanandam (2009) yang melakukan penelitian

tentang tata kelola perusahaan yang berpengaruh terhadap kepercayaan investor saat *seasoned equity offering*. Penelitian lainnya dilakukan Ferreira dan Laux (2008) yang mencoba menenukan hubungan antara *board independence* dan reaksi investor pada saat pengumuman *seasoned equity offerings*. Kemudian penelitian Huang dan Tompkins (2010) yang meneliti tentang pengaruh *coporate governance* terhadap reaksi investor di seputar pengumuman *seasoned equity offerings*. Penelitian ini menyertakan variabel *corporate governance* yang lebih beragam sehingga dijadikan panduan dalam menentukan hipotesis penelitian ini. Berikut ini adalah hipotesis dalam penelitian ini.

Hipotesis 1

Pengaruh dari kepemilikan CEO dalam hasil pengumuman SEO masih ambigu. Jika CEO memiliki persentase kepemilikan yang besar di perusahaan, dapat dikatakan bahwa keuntungan CEO dan *shareholder* lainnya merata dan sebagai hasil dari keadaan seperti ini maka hasil dari pengumuman SEO akan lebih positif. Akan tetapi, kepemilikan yang lebih besar juga berarti power dari CEO. CEO yang berkuasa (*powerful*) mungkin akan sulit untuk diganti apabila menyia-nyiakan uang *shareholder*, melakukan pelaporan yang salah sebagai hasil dari efek negatif dari pengumuman SEO (Huang dan Tompkins, 2010). Boone *et.al* (2007) dan Linck *et.al* (2008) juga menyatakan bahwa kepemilikan CEO memiliki korelasi yang positif terhadap power CEO.

Morck *et.al* (1988) yang berpendapat bahwa mungkin saja untuk memprediksi kekuatan mana yang lebih mendominasi antara kepemilikan orang dalam, kesetaraan insentif manajerial, atau kecenderungan CEO untuk menghamburkan sumber daya *shareholders*. Sementara itu, Stulz (1988) dalam model *hostile bidder* menyatakan nilai perusahaan akan meningkat pada permulaan dengan adanya kepemilikan internal sejak *hostile bidder* harus meningkatkan premi pada saat penawaran, tetapi apabila kepemilikan orang dalam menjadi terlalu besar maka probabilitas penawaran akan berhasil menjadi menurun. Berdasarkan pemaparan ini maka hipotesisnya adalah

H1 : Terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan CEO terhadap reaksi pasar disekitar pengumuman SEO

Hipotesis 2

Faktor yang paling penting dalam menentukan keefektifan dari *boards* mungkin adalah independensi *boards* dari CEO perusahaan (Hermalin dan Weisbach, 2003). Independensi *boards* menjadi kekuatan tawar menawar antara CEO dan *boards*, yang berkaitan dengan kemampuan *board* untuk mengawasi CEO. Oleh karena itu, sangatlah rasional ketika kekuatan *boards* meningkat dengan adanya persentase *boards* dari eksternal atau luar perusahaan (Hermalin dan Weisbach, 1998). Lebih lanjut lagi, Weisbach (1998) menyatakan bahwa perusahaan dengan persentase *outside director* yang lebih tinggi akan cenderung mengganti CEO dengan kinerja yang buruk. Seperti halnya Wisbanch, Uzun *et.al* (2004) menemukan bahwa perusahaan dengan persentase *outside director* yang tinggi akan lebih sedikit mengalami indikasi *corporate fraud*. Berbeda dengan Bhagat dan Black (2002) yang justru menyatakan bahwa tidak ada bukti yang menyatakan bahwa independensi *board* berkaitan dengan peningkatan kinerja. Adapun hipotesisnya adalah

H2 : Terdapat pengaruh yang signifikan antara persentase komisaris independen terhadap reaksi pasar di sekitar pengumuman SEO

Hipotesis 3

Perry (1999) menemukan bahwa isu penting dari *corporate governance* adalah independensi *boards*. *Boards* yang berusaha untuk independen akan mengatur dirinya dengan cara melakukan pengawasan yang optimal terhadap manajemen. Perusahaan dapat meningkatkan fungsi pengawasan terhadap manajemen dengan menyediakan suatu insentif kepada *directors*. Huang dan Tompkins (2010) menyatakan bahwa kepemilikan *outside director* (komisaris independen) penting untuk independensi *board* maka hal ini dapat memprediksi hubungan positif antara variabel ini dengan reaksi pasar terhadap SEO. Maka hipotesis penelitiannya

H3 : Terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan komisaris independen terhadap reaksi pasar disekitar pengumuman SEO

Hipotesis 4

Ada berbagai macam bukti mengenai keefektifan dari *board*. Kebanyakan penelitian mendukung ide bahwa *board* yang besar akan menyebabkan kerugian bagi nilai perusahaan dan atau efektivitas pengawasan CEO. Yermack (1996) menemukan hubungan yang berkebalikan antara ukuran *board* dan Tobin's Q pada sampel perusahaan besar. Eisenberg *et.al* (1998) menemukan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan profitabilitas. Huang dan Tompkins (2010) menyatakan bahwa pasar akan bereaksi lebih baik apabila perusahaan penerbit memiliki jumlah *board* yang tidak terlalu besar, selain itu mereka juga menemukan bukti adanya korelasi negatif antara reaksi investor dan ukuran *board*. Adapun hipotesisnya adalah

H5 : Terdapat pengaruh yang signifikan antara ukuran *board* terhadap reaksi pasar disekitar pengumuman SEO

Hipotesis 5

Abbott *et.al* (2004) mengusulkan bahwa komite audit yang berjumlah kurang lebih tiga direktur memiliki kualitas pengawasan yang lebih baik dan berhubungan dengan rendahnya indikasi restatement. Namun, setelah memenuhi persyaratan ukuran minimum, sebuah komite yang besar dapat mengalami masalah *free rider*, di mana anggota individu mungkin tidak mengerahkan upaya yang cukup menyangkut pekerjaan sebagai komite. *Board* yang berukuran kecil berhubungan dengan kualitas pengawasan yang lebih baik. *Board* yang lebih kecil mampu untuk mendisiplinkan CEO yang berkinerja buruk, untuk memberi para eksekutif total kompensasi yang lebih rendah, dan juga dikaitkan dengan penilaian pasar yang lebih tinggi (Yermack, 1996). Becker-Blase dan Irani (2008) menyatakan bahwa ukuran dari komite audit berkorelasi positif terhadap reaksi investor pada saat pengumuman SEO, maka hipotesis penelitiannya adalah

H6 : terdapat pengaruh yang signifikan antara ukuran komite audit terhadap reaksi pasar disekitar pengumuman SEO

3.7 Teknik Analisis Data

3.7.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif adalah tipe umum dari statistik sederhana yang digunakan peneliti untuk mendeskripsikan pola dasar dari data penelitian (Neuman, 2007). Sementara menurut Ghozali (2005), statistik deskriptif merupakan statistik yang memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), nilai tengah (median), standar deviasi, varians, nilai minimum, dan nilai maksimum.

3.7.2 Uji Asumsi Klasik

3.7.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah variabel tersebut memiliki distribusi normal atau tidak (Hardikasari, 2011). Sementara itu, menurut Ghozali (2005) uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal agar uji statistik untuk jumlah sampel yang kecil hasilnya tetap. Menurut Gujarati (2004), terdapat tiga pengujian yang bisa dilakukan dalam uji normalitas yakni (1) histogram atau residual, (2) normal probability plot (NPP), dan Jarque-Bera test.

3.7.2.2 Uji Multikolinearitas

Menurut Nachrowi dan Usman (2006), multikolineritas muncul dalam regresi berganda (*multivariate regression*) dimana variabel bebas (independen) berjumlah lebih dari satu yang berakibat pada adanya peluang variabel bebas ini saling berkorelasi. Apabila hal ini terjadi maka akan mengganggu ketepatan model regresi. Dalam mendeteksi multikolineritas ada beberapa teknik yang dapat dilakukan yakni (1) R^2 yang tinggi dan Uji F yang signifikan, tetapi banyak koefisien regresi dalam Uji t yang tidak signifikan, (2) apabila nilai Eigenvalues mendekati 0 dalam persamaan regresi, (3) Melihat pada nilai tolerance dan VIF (*Variance Inflation Factor*) dimana model regresi dapat dinyatakan bebas multikolinearitas apabila nilai tolerance dan VIF mendekati satu.

3.7.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan suatu keadaan dimana model regresi yang bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimate*) memiliki varian yang berubah-

ubah atau tidak konstan. Dalam mendeteksi heteroskedastisitas dapat dilakukan serangkaian pengujian yakni pengujian grafik dan uji formal. Uji formal sendiri terdiri dari beberapa metode yaitu (a) Uji Park, (b) Uji Goldfeld dan Quandt, (c) Uji Breusch-Pagan-Godfrey (BPG), dan (d) Uji White. Penelitian ini akan menggunakan Uji White untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas (Nachrowi dan Usman, 2006).

3.7.3 *One Sample T Test*

Uji *one sample t* digunakan untuk menilai apakah terdapat perbedaan rata-rata antara sampel dan rata-rata populasi (Archambault, 2000). Uji ini dilakukan untuk menguji apakah terdapat reaksi disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Penarikan kesimpulan didasarkan pada hipotesis berikut ini.

H_0 : tidak terdapat *abnormal return* di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

H_a : terdapat *abnormal return* disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

Ada atau tidaknya *abnormal return* mengindikasikan adanya reaksi investor. H_0 akan ditolak apabila $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan H_0 akan tidak ditolak jika $t_{hitung} < t_{tabel}$.

3.7.4 Kriteria Statistik Model

3.7.4.1 R^2 dan Adjusted R^2 (Koefisien Determinasi)

Menurut Nachrowi dan Usman (2006) koefisien determinasi (*goodness of fit*) yang dinotasikan dengan R^2 merupakan suatu ukuran yang penting dalam regresi, karena dapat menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang terestimasi atau dengan kata lain seberapa dekat garis regresi yang terestimasi dengan data sesungguhnya. Nilai koefisien determinasi ini mencerminkan seberapa besar variasi dari variabel terikat dapat diterangkan oleh variabel bebas. Apabila R^2 mendekati 1 maka variasi dari variabel terikat dijelaskan sepenuhnya oleh variabel bebas, sementara apabila R^2 mendekati 0 maka variasi dari variabel terikat tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas.

3.7.4.2 Signifikansi Linear Berganda (F-stat)

Nachrowi dan Usman (2006) menyatakan bahwa Uji F diperuntukkan guna melakukan uji hipotesis koefisien (slope) regresi secara bersamaan. Cara pengujiannya menggunakan suatu tabel yang disebut tabel ANOVA (*Analysis of Variance*). Dalam menyimpulkan hasil dari Uji F dapat didasarkan pada hipotesis berikut ini :

H_0 : Variabel bebas tidak mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap reaksi investor pada saat pengumuman *seasoned equity offerings*

H_1 : Variabel bebas mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap reaksi investor pada saat pengumuman *seasoned equity offerings*.

Hasil didapatkan dengan membandingkan f hitung dan f tabel. Jika f hitung > f kritis maka kita menolak H_0 berarti secara bersama-sama variabel independen mempengaruhi variabel independen. Sebaliknya jika f hitung < f kritis maka menerima H_0 yang berarti secara bersama-sama semua variabel independen tidak mempengaruhi variabel dependen (Widarjono, 2010).

3.7.4.3 Signifikansi Parsial (T-stat)

Uji t dilakukan untuk menghitung koefisien secara individu (Nachrowi dan Usman, 2006) atau dapat dikatakan sebagai uji yang bertujuan untuk menguji secara signifikan dari masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikatnya (Hardikasari, 2011). Adapun hipotesis yang digunakan dalam Uji t adalah

H_0 : tidak ada pengaruh secara signifikan variabel independen terhadap reaksi investor pada saat pengumuman *seasoned equity offerings*

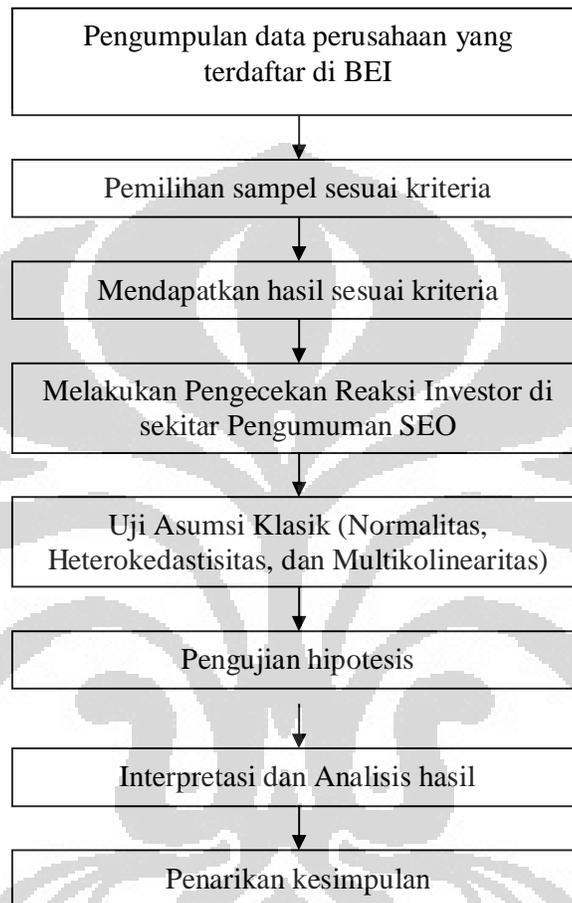
H_1 : ada pengaruh secara signifikan variabel independen terhadap reaksi investor pada saat pengumuman *seasoned equity offerings*

Adapun kriteria pengujian sebagai berikut :

1. Perbandingan t-stat dan t-tabel
 bila $t\text{-stat} > t\text{-tabel}$ maka H_0 ditolak
 bila $t\text{-stat} \leq t\text{-tabel}$ maka H_0 diterima
2. Probabilitas :
 Probabilitas ($p\text{-value}$) \geq *significance level*, maka H_0 diterima
 Probabilitas ($p\text{-value}$) < *significance level*, maka H_0 ditolak

3.8 Tahapan Penelitian

Alur dari tahapan penelitian dapat dilihat pada gambar 3.1



Gambar 3.1 Tahapan Penelitian

BAB 4 ANALISIS

Bab ini akan membahas apakah *abnormal return* saham terpengaruh oleh adanya pengumuman penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings*) di sekitar tanggal pengumuman serta apakah variabel *corporate governance* yang terdiri dari kepemilikan CEO, persentase komisaris independen, kepemilikan komisaris independen (%), ukuran komisaris, dan ukuran komite audit memiliki hubungan yang signifikan terhadap *abnormal return* disekitar pengumuman penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings*).

4.1 Gambaran Umum dan Deskriptif Data

Sub-bab ini akan menjelaskan perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian serta menjelaskan gambaran atau deskripsi dari data penelitian.

4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel penelitian, maka terdapat 92 *event* yang melakukan penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings*) pada periode 1 Januari 2006 sampai dengan 31 Desember 2010. Setelah dilakukan pengujian terhadap normalitas data ditemukan terdapat dua *outliers* sehingga jumlah sampel akhir berjumlah 90 *event* dengan proses pemilihan sampel dapat dilihat dalam Tabel 4.1. Adapun dua *outliers* yang ditemukan adalah dua *event*. Temuan *outliers* ini didapatkan melalui pengujian normalitas data dengan menggunakan uji kolgomorov-smirnov.

Tabel 4.1 Pemilihan Sampel

Kriteria	Sampel
Melakukan penawaran saham tambahan (<i>seasoned equity offerings</i>) periode 2006-2010	136
Merupakan perusahaan yang terdaftar (<i>listing</i>) sebelum tahun 2006 dan masih terdaftar (<i>listing</i>) hingga tahun 2010	119
Memiliki data laporan keuangan lengkap tahun 2006-2010	119
Memiliki data saham harian	92
<i>Outliers</i>	2
Observasi	90

Sumber : Olahan Peneliti, 2012

4.1.2 Statistik Deskriptif

Sebelum menjabarkan hasil dari penelitian ini, sebelumnya akan dijelaskan mengenai statistik deskriptif yang merupakan penjabaran atau gambaran dari data

penelitian. Berikut ini akan tersaji beberapa tabel yang akan menggambarkan atau mendeskripsikan sampel dari penelitian ini.

Tabel 4.2 Distribusi Sampel Berdasarkan Tahun dan Industri

		Sektor									All Industries
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	
Year	2006	0	1	1	0	5	0	1	2	1	11
	2007	1	1	3	0	5	2	2	2	3	19
	2008	0	2	1	4	6	5	0	3	2	23
	2009	0	0	0	3	5	3	0	0	0	11
	2010	1	0	3	4	9	2	1	1	5	26
	All Years	2	4	8	11	30	12	4	8	11	90

Ket : (1) aneka industri, (2) industri barang konsumsi, (3) industri dasar dan kimia, (4) infrastruktur, utilitas, dan transportasi, (5) keuangan, (6) perdagangan, jasa, dan investasi, (7) pertambangan, (8) pertanian, (9) property dan real estate

Sumber : Olahan Peneliti dengan SPSS 17.0 (2012)

Table 4.2 menjelaskan distribusi dari sampel penelitian ini berdasarkan tahun dan sektor industri. Periode penelitian terdiri dari lima tahun yakni 2006 sampai dengan 2010. Adapun industri yang termasuk dalam sampel penelitian terdiri dari sektor aneka industri, sektor industri barang konsumsi, sektor industri dasar dan kimia, sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi, sektor keuangan, sektor perdagangan, jasa, dan investasi, sektor pertambangan, sektor pertanian, dan sektor properti dan real estate. Jika dilihat berdasarkan sektor industri maka sampel penelitian terbanyak berasal dari sektor keuangan yakni 31 buah, sementara sektor dengan jumlah sampel terkecil adalah sektor aneka industri dengan jumlah 2. Sementara jika dilihat berdasarkan tahun, penawaran saham tambahan banyak terjadi pada tahun 2010 dengan jumlah 27 penawaran saham tambahan. Untuk jumlah penawaran saham tambahan terkecil terdapat di tahun 2006 dan 2009 dengan jumlah 11 event.

Sebelum mencari pengaruh dari *corporate governance* terhadap reaksi investor pada saat pengumuman *seasoned equity offerings* terlebih dahulu harus diketahui apakah terdapat reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Reaksi investor dapat diukur dengan menghitung *cumulative abnormal*

return. Dalam penelitian ini, *cumulative abnormal return* dihitung dengan menjumlahkan *abnormal return* selama 21 hari ($t-10, t+10$). *Abnormal return* sendiri dihitung dengan mengurangi *actual return* dan *expected return*.

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif *Abnormal Return*

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
t-10	90	-.35869	.13416	.0008866	.05743512
t-9	90	-.23730	.14835	-.0032036	.04840005
t-8	90	-.12617	.61498	.0179064	.09902700
t-7	90	-.32512	.32842	-.0016934	.07731522
t-6	90	-.24127	.47663	.0149810	.09000161
t-5	90	-.24938	.40844	.0127880	.07737702
t-4	90	-.31048	.34196	.0040307	.08512171
t-3	90	-.22943	.32154	-.0045033	.05680773
t-2	90	-.80311	.08473	-.1011073	.16891589
t-1	90	-.30609	.39203	.0041575	.09538259
t0	90	-.08460	.44534	.0192291	.08622225
t+1	90	-.31932	.22588	-.0030141	.05874064
t+2	90	-.35234	.67912	-.0133852	.10489837
t+3	90	-.28274	.24064	-.0104978	.06406075
t+4	90	-.17164	.32757	-.0025606	.05531282
t+5	90	-.35422	.35651	.0025827	.07569613
t+6	90	-.14103	.51391	.0065926	.07029403
t+7	90	-.19120	.34593	-.0041782	.07039078
t+8	90	-.50177	.25239	.0037359	.07795784
t+9	90	-.31995	.20438	-.0067174	.05732136
t+10	90	-.15371	.60327	.0061567	.09403763

Sumber : Olahan Peneliti dengan *SPSS 17.0* (2012)

Tabel 4.3 menjelaskan *abnormal return* per hari dari t-10 sampai dengan t+10. Dapat dilihat bahwa tidak seluruh emiten yang melakukan *seasoned equity offerings* memiliki *abnormal return* yang negatif. Hal ini dibuktikan dengan rata-rata *abnormal return* per hari yang menunjukkan adanya *abnormal return* yang positif yakni di hari t-10, t-8, t-6, t-5 t-4, t-1, t0, t+5, t+6, t+8, dan t+10. Untuk nilai terbesar dari *abnormal return* di semua hari bernilai positif dengan nilai terbesar 0.67912 pada t+6. Untuk nilai terkecil dari *abnormal return* di semua hari bernilai negatif dengan nilai terkecil -0.50177 pada t+8. Sementara itu, *abnormal return* yang negatif terjadi pada hari t-9, t-7, t-3, t-1, t-2, t+1, t+2, t+3, t+4, t+7 dan t+9. Jika kita melihat data *abnormal return* per hari mulai dari t-10 sampai dengan t+10 kita dapat melihat bahwa *abnormal return* positif lebih banyak terjadi pada *event window* dibandingkan dengan *abnormal return* negatif.

Selanjutnya pada Tabel 4.4 berisi statistik deskriptif dari variabel penelitian ini baik variabel dependen, independen, maupun variabel kontrol. Tabel 4.4 ini berisikan nilai rata-rata, nilai tengah, nilai minimum dan maksimum serta standar deviasi tiap variabel penelitian yang merupakan ukuran pemusatan dan penyebaran data.

Tabel 4.4 Statistik Deskriptif Variabel Dependen dan Independen

	Mean	Median	Mode	Std. Deviation	Minimum	Maximum
CAR	-0.05781	-0.064376969	-0.632755	0.225795	-0.63276	1.056198
CEOWN	0.115892	0	0	0.779508	0	7.34
PERCENT	0.388263	0.333333333	0.333333	0.208737	0	1
OUTOWN	0.001	0	0	0.009487	0	0.09
BSIZE	4.633333	4	3	1.731726	2	9
COMMSIZE	2.322222	3	3	1.55663	0	6
MCAP	27.86454	27.85842265	26.51932	1.929087	21.5373	31.90129
VOL	0.060027	0.041439232	0	0.067602	0	0.415529
TOBINS	1.464775	1.049383621	0.295751	1.893796	0.109217	13.20882
DEBT	0.579294	0.599848912	0.040222	0.299603	0.005662	1.027979
CASH	0.030841	0.014567581	0.011725	0.188465	-0.83668	1.025785
CAR	<i>Cumulative abnormal return</i>					
CEOWN	Kepemilikan CEO (%)					
PERCENT	Persentase komisaris independen					
OUTOWN	Kepemilikan komisaris independen (%)					
BSIZE	Ukuran komisaris					

COMMSIZE	Ukuran komite audit
MCAP	Kapitalisasi pasar
VOL	<i>Return volatility</i>
TOBINS	Tobin's Q
DEBT	<i>Total debt ratio</i>
CASH	<i>Free cash flow</i>

Sumber : Olahan Penulis dengan SPSS 17.0 (2012)

Adapun penjelasan dari tabel statistik deskriptif penelitian ini akan disajikan dibawah ini.

a. Reaksi investor (*Investor Reaction*)

Reaksi investor diproksikan melalui *cumulative abnormal return*. Berdasarkan tabel 4.4, nilai rata-rata dari variabel CAR sebesar -0.038933 dengan nilai terendah sebesar -0.63276 dan nilai tertinggi sebesar 1.056198. Untuk nilai modus dari variabel ini sebesar -0.632755. Melalui data ini dapat disimpulkan bahwa reaksi investor yang diproksikan melalui CAR (*cumulative abnormal return*) di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings* adalah negatif. Reaksi negatif ini menandakan adanya respon yang negatif terhadap pengumuman *seasoned equity offerings* dimana investor akan berfikir ulang untuk menanamkan modalnya di perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings*.

b. *CEO Ownership*

CEO ownership atau kepemilikan CEO merupakan persentase dari kepemilikan saham dari CEO suatu perusahaan. Kepemilikan CEO rata-rata sebesar 0.115892% seperti yang terlihat pada tabel 4.4, untuk nilai maksimum dan minimum dari kepemilikan CEO adalah 7.34% dan 0 (0%). Hal ini menandakan bahwa persentase kepemilikan CEO terbesar berjumlah 7.34% dan terdapat CEO yang tidak memiliki kepemilikan saham di tempat CEO tersebut bekerja. Nilai terbanyak (modus) dari variabel ini sebesar 0, hal ini menandakan bahwa kebanyakan dari CEO perusahaan sampel tidak memiliki kepemilikan.

c. *Percent of Outside Director*

Percent of outside director atau persentase dari komisaris independen merupakan perbandingan dari komisaris independen disuatu perusahaan dibandingkan dengan jumlah komisaris yang ada. Pada tabel

4.4 terlihat bahwa nilai maksimum dari variabel ini satu menandakan bahwa terdapat perusahaan yang keseluruhan komisarisnya adalah komisaris independen. Sebaliknya, nilai minimum dari variabel ini adalah nol, menandakan bahwa terdapat perusahaan yang tidak memiliki komisaris independen. Secara umum, komisaris independen pada perusahaan sampel penelitian berjumlah $\frac{1}{3}$ dari total komisaris di perusahaan tersebut. Hal ini dapat terlihat pada nilai modus yakni 0.333 (33.33%). Berdasarkan peraturan kementerian BUMN dinyatakan bahwa sekurang-kurangnya persentase komisaris independen adalah 20%, oleh karenanya sampel penelitian ini dapat dikatakan telah memenuhi batas minimal jumlah komisaris independen.

d. *Outside Director Ownership*

Outside director ownership adalah kepemilikan saham dari komisaris independen di perusahaan. Berdasarkan tabel 4.4 dapat dilihat bahwa persentase kepemilikan komisaris independen terbesar di perusahaan yang menjadi sampel sebesar 0.09% yang terlihat pada nilai maksimum. Untuk nilai minimum adalah 0 yang menandakan bahwa terdapat komisaris independen yang tidak memiliki saham di perusahaan tempat ia bekerja. Tabel 4.4 juga menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan komisaris independen sebesar 0.001%. Nilai modus dari variabel ini adalah 0 yang menandakan hampir seluruh perusahaan sampel yang komisaris independennya tidak memiliki kepemilikan di perusahaan tersebut.

e. *Board Size*

Board size merupakan jumlah komisaris di suatu perusahaan. Tabel 4.4 menjelaskan bahwa perusahaan yang menjadi sampel penelitian memiliki jumlah komisaris paling banyak 9 orang dan paling sedikit 2 orang. Sementara untuk rata-rata jumlah komisaris berkisar pada 4 sampai dengan 5 orang yang ditunjukkan oleh nilai mean sebesar 4.633. Untuk jumlah komisaris yang paling banyak di perusahaan sampel sebanyak 3 orang yang tercermin dari nilai modus.

f. *Audit Committee Size*

Audit committee size adalah jumlah dari komite audit di suatu perusahaan. Berdasarkan tabel 4.4 dapat dilihat bahwa rata-rata jumlah anggota komite audit perusahaan sampel berjumlah 2 orang. Untuk jumlah terbesar dari anggota komite audit adalah 6 orang yang tercermin dari nilai maksimum dan terdapat perusahaan yang sama sekali tidak memiliki komite audit yang terlihat pada nilai minimum. Secara umum, jumlah anggota komite audit dari perusahaan sampel sebesar 3 orang, hal ini terlihat pada nilai modus.

g. *Market Capitalization, return volatility, Tobin's Q, total debt ratio, dan free cash flow*

Dalam penelitian ini terdapat variabel kontrol yaitu *Market Capitalization, return volatility, Tobin's Q, total debt ratio, dan free cash flow*. Dalam tabel 4.4 dapat dilihat bahwa rata-rata dari *market capitalization* sebesar 27.86454 dengan nilai terbesar 31.90129 dan nilai terkecil 21.5373. Kapitalisasi pasar dihitung berdasarkan natural logaritma dari perkalian jumlah saham yang beredar sebelum hari pengumuman dan harga penutupan. Berdasarkan nilai maksimum dan minimum dari kapitalisasi pasar, dapat disimpulkan bahwa sampel penelitian ini mencakup jarak yang besar. Untuk variabel *return volatility* nilai rata-ratanya sebesar 0.060027, dengan nilai terbesar 0.41559 dan nilai terkecil 0. Variabel ini dapat dihitung sebagai standar deviasi dari *return* saham selama 30 hari sebelum 12 hari pengumuman. *Return volatility* ini termasuk rendah, melihat pada nilai rata-ratanya. Variabel kontrol selanjutnya adalah Tobin's Q yang memiliki nilai rata-rata sebesar 1.4647 dan nilai terbesar (terkecil) sebesar 13.2088 (0.1092). Nilai rata-rata Tobin's Q yang berada di atas 1 menandakan pasar atau investor melihat kesempatan perusahaan untuk tumbuh atau berkembang. Variabel *total debt ratio* memiliki nilai terbesar 1.0279 dan nilai terkecil 0.0056 dan nilai rata-rata sebesar 0.5792. Variabel ini dihitung dengan menjumlahkan seluruh kewajiban (hutang) lalu dibagi dengan total aset. Terakhir, variabel *free cash flow* yang memiliki rata-rata sebesar 0.0308 dengan nilai terbesar

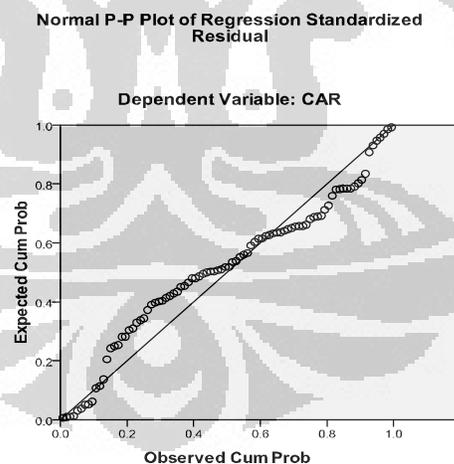
1.0257 dan nilai terkecil -0.8366. secara keseluruhan perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* tidak kehilangan uang yang dapat dilihat dari nilai rata-rata yang positif. Akan tetapi, terdapat perusahaan yang kehilangan uang yang dapat terlihat dari nilai minimum yakni adanya *free cash flow* yang negatif (Huang dan Tompkins, 2010).

4.2 Uji Asumsi Klasik

Pada sub-bab ini akan menjelaskan pengujian dari data penelitian yakni uji normalitas, uji multikolinearitas, serta uji heteroskedastisitas.

4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah residual terdistribusi normal atau tidak (Ghozali, 2005). Uji normalitas dapat dilakukan dengan mengamati *normal probability plot* atau dengan melakukan uji Kolmogorov-Smirnov. Berdasarkan hasil *casewise diagnostic* ditemukan 2 *outliers*. Dibawah ini terdapat gambar *normal probability plot* dimana dapat terlihat bahwa residual terdistribusi normal karena residual terletak disekitar garis lurus yang merupakan garis distribusi normal.



Sumber : Olahan Peneliti dengan SPSS 17.0 (2012)

Gambar 4.1 Normal Probability Plot

Selain menggunakan *normal probability plot*, pengujian terhadap normalitas residual dapat dilakukan dengan cara lain salah satunya uji kolgomorov-smirnov. Hasil pengujian dapat dilahat dalam Tabel 4.5

Tabel 4.5 Hasil Pengujian Kolmogorov-Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		90
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.15537849
Most Extreme Differences	Absolute	.118
	Positive	.086
	Negative	-.118
Kolmogorov-Smirnov Z		1.116
Asymp. Sig. (2-tailed)		.166

Sumber : Hasil Olahan Peneliti dengan SPSS 17.0 (2012)

Dalam tabel 4.5 nilai dari asymp. Sig (2-tailed) bernilai 0.166 yang menandakan bahwa data telah terdistribusi normal. Data dapat dikatakan berdistribusi normal ketika nilai asymp. Sig melebihi dari 0.05 (> 0.05). Hasil ini didapatkan setelah mengurangi dua temuan *outliers* berupa *event* sehingga total sampel penelitian ini berjumlah 90 *event* dan 79 perusahaan.

4.2.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara variabel bebas atau variabel independen (Nachrowi dan Usman, 2006). Terdapat beberapa cara untuk menguji apakah terdapat multikolinieritas antara variabel independen. Dua diantaranya adalah dengan pengecekan korelasi dan nilai VIF (*Variance Inflation Factor*).

Tabel 4.6 Nilai Matriks Korelasi

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) CEOWN	1.00	-0.03	0.07	-0.12	-0.16	-0.09	0.29	0.04	0.11	-0.06
(2) PERCENT	-0.03	1.00	-0.03	0.02	0.07	0.07	0.16	-0.05	0.20	0.12
(3) OUTOWN	0.07	-0.03	1.00	-0.10	-0.16	0.02	0.24	0.66	-0.12	-0.05
(4) BSIZE	-0.12	0.02	-0.10	1.00	0.38	0.40	-0.13	-0.18	0.18	0.18
(5) COMMSIZE	-0.16	0.07	-0.16	0.38	1.00	0.24	-0.29	-0.20	0.34	0.20
(6) MCAP	-0.09	0.07	0.02	0.40	0.24	1.00	-0.05	0.16	0.15	0.10
(7) VOL	0.29	0.16	0.24	-0.13	-0.29	-0.05	1.00	0.16	-0.08	0.00
(8) TOBINS	0.04	-0.05	0.66	-0.18	-0.20	0.16	0.16	1.00	-0.07	-0.09
(9) DEBT	0.11	0.20	-0.12	0.18	0.34	0.15	-0.08	-0.07	1.00	-0.03
(10) CASH	-0.06	0.12	-0.05	0.18	0.20	0.10	0.00	-0.09	-0.03	1.00

Sumber : Olahan Peneliti dengan *Eviews 6.0* (2012)

Tabel 4.6 merupakan tabel matriks korelasi seluruh variabel penelitian. Melalui tabel matriks korelasi dapat diketahui apakah ada multikolinearitas antara variabel independen. Variabel independen dapat dikatakan bebas dari multikolinearitas apabila korelasi diantara sesama variabel independen kurang dari +/- 0.8. Dalam tabel 4.6 dapat dilihat bahwa tidak ada korelasi yang melebihi +/- 0.8 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel independen dalam penelitian ini bebas dari multikolinearitas.

Untuk lebih meyakinkan maka akan dilakukan uji pada nilai tolerance dan VIF (*variance inflation factor*) untuk mengetahui apakah terdapat multikolinearitas. Hasilnya dapat dilihat dalam tabel 4.7 berikut ini.

Tabel 4.7 Uji Tolerance dan VIF

Indikator	Collinearity Statistic	
	Tolerance	VIF
Ceown	0.885	1.131
Percent	0.899	1.113
Outown	0.527	1.899
Bsize	0.707	1.414
Commsize	0.67	1.492
Mcap	0.744	1.344
Vol	0.822	1.217
Tobins	0.497	2.01
Debt	0.768	1.302
Cash	0.355	1.096

Sumber : Olahan Peneliti dengan SPSS 17.0 (2012)

Jika melihat pada nilai tolerance (TOL) dan VIF, suatu variabel independen dikatakan bebas multikolinearitas apabila nilai TOL dan VIF nya mendekati satu. Pada tabel 4.7 dapat dilihat bahwa nilai TOL mendekati satu dan begitu pula nilai VIF. Oleh karena itu, variabel independen penelitian ini bebas dari multikolinearitas.

4.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas perlu dilakukan untuk memastikan seluruh residual atau error memiliki varian yang sama. Apabila varian tidak konstan atau berubah-

ubah maka terjadi suatu heteroskedastisitas (Nachrowi dan Usman, 2006). Ada berbagai macam metode yang dapat digunakan untuk menguji ada atau tidaknya heteroskedastisitas. Peneliti akan menggunakan uji white untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. Hasil pengujiaannya dapat dilihat dalam tabel 4.8.

Tabel 4.8 Pengujian Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	6.744005	Prob. F(10,79)	0.0000
Obs*R-squared	41.44771	Prob. Chi-Square(10)	0.0000
Scaled explained SS	46.46458	Prob. Chi-Square(10)	0.0000

Sumber : Olahan Peneliti dengan E-Views 6.0 (2012)

Untuk menyatakan variabel penelitian bebas dari heteroskedastisitas kita membandingkan nilai prob. Chi-Square, apakah melebihi dari 0.05 atau tidak. Pada tabel 4.8 dapat dilihat bahwa nilai prob. Chi-Square < 0.05 , hal ini mengindikasikan adanya heteroskedastisitas. Untuk mengatasi permasalahan ini dapat dilakukan *treatment*, yakni dengan menggunakan *white Heteroskedasticity Consistent Coefficient Covariance* yang terdapat dalam software E-Views. Setelah dilakukan *treatment* maka diasumsikan output dari model penelitian telah terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

4.3 *One Sample T Test*

Pengujian *one sample t test* dilakukan untuk menguji apakah terdapat reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Pengujian *one sample t test* dilakukan terhadap *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* selama 21 hari periode jendela (t-10,+10).

Pemilihan periode jendela (*event window*) selama 21 hari (t-10,+10) berdasarkan pada bentuk pasar modal dari Indonesia. Dimana bentuk pasar modal Indonesia dapat dikategorikan sebagai bentuk semi kuat (*semi strong*) dimana masih banyak informasi yang hanya dimiliki beberapa pihak serta masih terdapat rumor-rumor. Selain itu, pemilihan waktu yang lebih panjang dimaksudkan untuk mengantisipasi reaksi investor yang terjadi jauh dari hari pengumuman suatu event, dimana hal ini masih terkait dengan bentuk pasar modal Indonesia yang

masih kurang efisien. Panjangnya periode jendela (*event window*) membantu menangkap informasi yang lebih lengkap tentang suatu peristiwa (*event*) (Richard, *et.al*, 1999).

4.3.1 Pengujian Signifikansi *Abnormal return* pada Periode Jendela (*Event Window*)

Abnormal return dihitung dari selisih antara *actual return* dan *expected return*. Setelah didapat *abnormal return* maka dilakukan uji *one sample t test* untuk melihat apakah terdapat reaksi dan signifikansinya. Berikut akan disajikan tabel hasil pengujian *one sample t test* dari *abnormal return*.

Tabel 4.9 Hasil Uji One Sample t dari Abnormal Return

t	t-hitung	t tabel	Sig*	Keterangan
t-10	0.1464	1.662	0.8839	Positif, tidak signifikan
t-9	-0.6279	1.662	0.5317	Negatif tidak signifikan
t-8	1.7154	1.662	0.0897	Positif, tidak signifikan
t-7	-0.2078	1.662	0.8359	Negatif, tidak signifikan
t-6	1.5791	1.662	0.1179	Positif, tidak signifikan
t-5	1.5679	1.662	0.1205	Positif, tidak signifikan
t-4	0.4492	1.662	0.6544	Positif, tidak signifikan
t-3	-0.7520	1.662	0.4540	Negatif, tidak signifikan
t-2	-5.6785	1.662	0.0000	Negatif, signifikan
t-1	0.4135	1.662	0.6802	Positif, tidak signifikan
t0	2.1157	1.662	0.0372	Positif, signifikan
t+1	-0.4868	1.662	0.6276	Negatif, tidak signifikan
t+2	-1.2105	1.662	0.2293	Negatif, tidak signifikan
t+3	-1.5546	1.662	0.1236	Negatif, tidak signifikan
t+4	-0.4392	1.662	0.6616	Negatif, tidak signifikan
t+5	0.3237	1.662	0.7469	Positif, tidak signifikan
t+6	0.8897	1.662	0.3760	Positif, tidak signifikan
t+7	-0.5631	1.662	0.5748	Negatif, tidak signifikan
t+8	0.4546	1.662	0.6505	Positif, tidak signifikan
t+9	-1.1117	1.662	0.2692	Negatif, tidak signifikan
t+10	0.6211	1.662	0.5361	Positif, tidak signifikan

Ket : *Signifikan pada level 5% (0.05)

Sumber: Sumber Olahan Peneliti dengan SPSS 17.0 (2012)

Untuk mengetahui apakah terdapat reaksi disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*, dilakukan perbandingan antara t hitung dan t tabel. Apabila t

hitung > t tabel maka H_0 ditolak sementara apabila t hitung < t tabel maka H_0 tidak ditolak. Pada tabel 4.9 hasil pengujian *one sample t test* dari *abnormal return* menunjukkan secara umum t hitung lebih kecil dibandingkan dengan t tabel, hal ini menandakan H_0 diterima. Adapun H_0 adalah tidak ada *abnormal return* di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings* yang berarti tidak ada reaksi disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Akan tetapi, tidak seluruh periode jendela (*event window*) tidak terdapat reaksi. Pada t-8, t-2, dan t0 dapat dilihat bahwa nilai t hitung > t tabel yang berarti terdapat *abnormal return* atau reaksi investor. Selain untuk melihat adanya reaksi atau tidak tabel 4.9 juga menjelaskan signifikansi dari reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Pengujian yang dilakukan adalah uji dua sisi (*two-tailed test*) dengan tingkat signifikansi 5%. Dari hasil pengujian didapatkan hanya dua hari dari periode jendela (*event window*) yang signifikan yakni t-2 dan t0, sementara hari lainnya tidak signifikan ($\text{sig} > 0.05$).

Jika dilihat per hari dari periode jendela (*event window*) pada hari sebelum pengumuman *seasoned equity offerings* reaksi investor cenderung lebih positif, hal ini dibuktikan dengan *abnormal return* yang positif pada t-1, t-4, t-5, t-6, t-8, dan t-10. Untuk t-9, t-7, t-3, dan t-2 terdapat reaksi yang negatif. Akan tetapi pada hari setelah ada pengumuman *seasoned equity offerings* reaksi investor cenderung lebih negatif. Reaksi negatif terjadi pada t+1, t+2, t+3, t+4, t+7, dan t+9. Untuk reaksi positif terjadi pada t+5, t+6, t+8, dan t+10.

4.3.2 Pengujian Signifikansi Cumulative Abnormal return di Periode Jendela (*Event Window*)

Cumulative abnormal return dihitung dengan menjumlahkan *abnormal return* dari suatu saham pada periode tertentu. Setelah didapat *cumulative abnormal return* maka dilakukan uji *one sample t test* untuk melihat apakah terdapat reaksi dan signifikansinya. Berikut akan disajikan tabel hasil pengujian *one sample t test* dari *cumulative abnormal return*.

Tabel 4.10 Hasil Uji One Sample t dari Abnormal Return

	t hitung	t tabel	sig	Keterangan
CAR	-2.429	1.662	0.017	Negatif, Signifikan

Ket : Signifikansi pada level 5%

Sumber : Olahan Peneliti dengan SPSS 17.0 (2012)

Tabel 4.10 menampilkan hasil pengujian *one sample t* dari *cumulative abnormal return* saham-saham perusahaan penerbit *seasoned equity offerings* selama 21 hari periode jendela (*event window*). Untuk menguji apakah H_0 diterima atau tidak diterima maka dapat dilihat berdasarkan nilai t hitung dibandingkan dengan t tabel dan melihat nilai signifikansinya. H_0 ditolak apabila t hitung $>$ t tabel begitupun sebaliknya apabila t hitung $<$ t tabel maka H_0 tidak ditolak. Nilai t hitung dari CAR menunjukkan nilai yang lebih besar dari t tabelnya yang bernilai 1.662. Hal ini menandakan bahwa H_0 ditolak, bahwa terdapat reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

Jika dilihat dari signifikansi, maka yang menjadi pembandingnya adalah nilai sig. (signifikansi). Apakah signifikansi lebih besar dari 0.05 atautkah lebih kecil dari 0.05. H_0 ditolak apabila nilai probabilita (sig) $>$ 0.05 dan sebaliknya. Untuk hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai probabilita (sig) $<$ 0.05 yang menandakan bahwa H_0 ditolak. H_0 yang ditolak menandakan bahwa terdapat reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. selain itu, tabel 4.10 juga menunjukkan bahwa reaksi investor adalah negatif yang diukur melalui *cumulative abnormal return*.

Beberapa literatur menyebutkan bahwa ada beberapa alasan mengapa investor bereaksi negatif terhadap pengumuman *seasoned equity offerings*. Salah satu alasan adalah *signaling effect* (Leland dan Pyle, 1977) dan masalah *adverse selection* (Myers dan Majluf, 1984). Sinyal negatif merupakan tanda bahwa penjualan saham dari investor (*insider dan blockholder*) yang memiliki informasi lebih baik merupakan sinyal bahwa harga saham tersebut melebihi harga seharusnya (*overpriced*). Yang kedua, *adverse selection* dimana hal ini terjadi ketika penerbit memiliki informasi yang lebih dibandingkan dengan investor. Hal ini mirip dengan informasi asimetris. Adanya informasi asimetris tentu mengkhawatirkan investor yang akan berinvestasi karena ada informasi yang tidak ketahui.

Alasan lainnya investor beraksi negatif terhadap pengumuman *seasoned equity offerings* adalah para investor mengkhawatirkan penyalahgunaan dari dana yang terkumpul melalui *seasoned equity offerings* oleh manajemen perusahaan (Kim dan Purnanandam, 2011). Hal ini terkait dengan *agency problem*. Ketika

kepentingan antara manajemen dan pemilik (*shareholders*) tidak sejalan maka manajemen dapat melakukan strategi bisnis yang dapat menghancurkan nilai pertumbuhan perusahaan. Ketika manajemen melakukan *seasoned equity offerings* yang nantinya dana yang terkumpul digunakan untuk kepentingannya tentu hal ini yang akan menghancurkan nilai pemegang saham (*shareholders*) dan membuat investor mewaspadaai ada kemungkinan ini dan akhirnya bereaksi negatif.

Kim dan Purnanandam (2011) juga menambahkan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mendapat reaksi negatif lebih sedikit, oleh karenanya perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang kecil juga mendatangkan reaksi yang negatif dari investor.

4.3 Kriteria Statistik Model

Uji kriteria statistik model dilakukan untuk menguji koefisien determinasi, uji linear berganda serta uji parsial dari data penelitian ini.

4.3.1 R^2 dan Adjusted R^2 (Koefisien Determinasi)

Koefisien determinasi yang dinotasikan dengan R^2 merupakan ukuran yang digunakan untuk meginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang diestimasi. Dengan kata lain, R^2 menginformasikan seberapa besar variabel terikat (dependen) dijelaskan oleh variabel bebas (independen) (Nachrowi dan Usman, 2006). Apabila R^2 mendekati 1 maka variabel terikat (dependen) dijelaskan sepenuhnya oleh variabel bebas, sementara apabila nilai R^2 mendekati 0 maka variabel terikat (dependen) tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas (independen). Nilai *adjusted* R^2 sendiri ditujukan untuk memperkuat daya prediksi suatu model.

Tabel 4.11 Nilai R^2 dan *Adjusted* R^2

	R^2	Adjusted R^2
Model 1	0.440504	0.369681

Sumber : Olahan Peneliti dengan E-Views 6.0 (2012)

Berdasarkan tabel 4.11 terlihat bahwa nilai R^2 sebesar 44.05% yang berarti variabel dependen penelitian ini yakni reaksi investor yang diprosikan oleh *cumulative abnormal return* dapat dijelaskan sebesar 44.05% oleh model penelitian, sedangkan sebesar 55.95% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

4.3.2 Signifikansi Linear Berganda (F-Stat)

Uji F diperuntukkan untuk uji hipotesis koefisien (slope) regresi secara bersamaan (Nachrowi dan Usman, 2006).

Tabel 4.12 Signifikansi Berganda (F-Stat)

F-statistic	Prob(F-statistic)	Significant
6.21984	0.000001	Significant *

Ket : * signifikan pada tingkat 5%

Sumber : Olahan Peneliti dengan E-Views 6.0 (2012)

Dalam tabel 4.12 dapat dilihat bahwa nilai F-stat sebesar 6.21984 dengan probabilitas sebesar 0.000001, nilai ini berada pada tingkat keyakinan 95% yang dapat dikategorikan sebagai *highly* signifikan. Selain membandingkan probabilitas dari F-statistic, dapat pula membandingkan nilai F-statistic untuk melihat pengaruh variabel independen. Untuk menentukan apakah variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel independen yang harus dilakukan adalah membandingkan F hitung dan F kritis. Nilai F hitung sebesar 6.21984 dan nilai F kritis 1.952780 dengan $\alpha = 5\%$ dan df 10 dan 79. Berdasarkan nilai F hitung dan F kritis, diketahui bahwa nilai F hitung $>$ F kritis sehingga ditarik kesimpulan bahwa secara bersama-sama variabel independen mempengaruhi variabel dependen.

Jadi, kepemilikan CEO, persentase komisaris independen, kepemilikan komisaris independen, ukuran komisaris, ukuran komite audit, kapitalisasi pasar, *return volatility*, tobin's q, *total debt ratio*, dan *free cash flow* secara bersama-sama mempengaruhi reaksi investor yang diprosikan dengan *cumulative abnormal return* secara signifikan. Signifikansi dari uji F menunjukkan bahwa model yang dibuat setidaknya mempunyai koefisien kemiringan/*slope* yang sama dengan nol. Hal ini menandakan bahwa paling tidak ada sebuah variabel independen yang memiliki pengaruh nyata terhadap variabel dependen.

4.3.3 Signifikansi Parsial (T-Stat)

Nachrowi dan Usman (2006), uji T dilakukan untuk menghitung koefisien secara individu atau dapat dikatakan sebagai uji yang bertujuan untuk menguji secara signifikan dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Adapun kriteria dari uji t atau pengujian parsial dapat dilakukan dengan

dua cara. Pertama, dengan membandingkan t-stat dan t-tabel, apabila t-stat > t-tabel maka H_0 ditolak dan apabila t-stat \leq t-tabel maka H_0 tidak ditolak. Kedua, dengan membandingkan probabilitas (*p-value*) dan *significance level*. Jika *p-value* \geq *significance level* maka H_0 tidak ditolak, sementara apabila *p-value* < *significance level* maka H_0 ditolak. Untuk pengujian parsial dalam penelitian ini menggunakan cara kedua.

Untuk pengujian pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara satu per satu dilakukan dengan melihat pada nilai koefisien dari setiap variabel independen dalam hasil regresi multivariatnya. Jika koefisien dari variabel independen bernilai positif hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan (korelasi) searah antara variabel independen dan dependen. Apabila variabel independen meningkat maka variabel dependen juga. Sebaliknya, apabila nilai koefisien dari variabel independen bernilai negatif maka terdapat hubungan (korelasi) yang berlawanan arah antara variabel independen dan variabel dependen. Adanya penambahan dari variabel independen justru menyebabkan pengurangan pada variabel dependen.

Tabel 4.13 Regresi Multivariat

variabel dependen : CAR			
variabel independen	Coefficient	t-Statistic	Prob.
CEOWN	7.842529	1.708849	0.0914*
PERCENT	0.141802	2.970138	0.0039***
OUTOWN	644.7249	1.566712	0.1212
BSIZE	1.01E-02	0.94149	0.3493
COMMSIZE	-0.04198	-2.6273	0.0103**
MCAP	0.003546	0.341204	0.7339
VOL	0.696166	1.254775	0.2133
TOBINS	-0.02034	-0.67432	0.5021
DEBT	0.220693	2.880886	0.0051***
CASH	0.091438	1.203646	0.2323
Observation	90		
R ²	0.440504		
Adjusted R ²	0.369681		

Ket : variabel dependen adalah *cumulative abnormal return*. variabel independen terdiri dari CEOWN (kepemilikan CEO), PERCENT (persentase komisaris independen), OUTOWN (kepemilikan komisaris independen), BSIZE (jumlah komisaris), COMMSIZE (jumlah komite audit), MCAP (kapitalisasi pasar), VOL (*return volatility*), TOBINS (Tobin's Q), Debt (*total debt ratio*), CASH (*free*

cash flow). ***, **, * menunjukkan tingkat signifikansi pada level 1%, 5%, 10%.

Sumber : Olahan Peneliti dengan E-Views 6.0 (2012)

Adapun interpretasi dari tabel regresi multivariate akan dijelaskan sebagai berikut :

a. Kepemilikan CEO (*CEO Ownership*)

Dalam tabel 4.13 terlihat nilai koefisien dari *CEO ownership* (kepemilikan CEO) sebesar 7.842529 yang signifikan pada level 10% dan berhubungan positif terhadap reaksi investor ($t\text{-stat} = 1.708849$). Untuk variabel kepemilikan CEO memiliki hasil yang berbeda dengan Huang dan Tompkins (2010) dimana hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh dan korelasi positif antara kepemilikan CEO dan reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

Besarnya kepemilikan CEO didalam perusahaan bisa membawa dampak positif. Dimana kepemilikan CEO yang semakin besar diharapkan membuat adanya kesamaan kepentingan antara CEO dan pemegang saham yang nantinya akan mendatangkan reaksi yang positif terhadap pengumuman *seasoned equity offerings* (Huang dan Tompkins, 2010). Conyon dan He (2012) juga memiliki pendapat yang sama bahwa dengan memberikan kepemilikan pada CEO akan membuat adanya persamaan kepentingan dengan pemegang saham yang membuat CEO bekerja untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Kepemilikan dari CEO diasumsikan sebagai elemen yang penting dalam meluruskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Yermack, 1996).

Penelitian yang dilakukan oleh Booth *et al* (2002) menjelaskan bahwa ketika manajemen memiliki kepemilikan (baik dalam bentuk saham maupun opsi) keputusan yang diambil akan berpengaruh pada kemakmuran yang akan diterima sebagai komponen dari kompensasi mereka. Oleh karena itu, pihak manajemen akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan agar tidak mengurangi kemakmuran pemegang saham.

Kepemilikan CEO sendiri sebenarnya dapat dikaitkan dengan teori keagenan (*agency theory*). Permasalahan yang biasanya muncul dalam teori keagenan adalah ketika manajemen yang lebih mengetahui keadaan perusahaan dibanding pemegang saham. Hal seperti ini yang biasa kita sebut masalah

keagenan atau *agency problem*. Untuk mengatasi masalah keagenan ini salah satu hal yang dapat dilakukan dengan memberikan sejumlah kepemilikan kepada manajemen perusahaan dengan harapan pihak manajemen dapat memaksimalkan kinerja dan keputusannya yang mendukung kemajuan dan kesejahteraan pemegang saham.

Oleh karena itu, kita dapat menyimpulkan bahwa kepemilikan CEO perusahaan bisa membuat reaksi investor lebih positif dikarenakan CEO akan berusaha memaksimalkan keuntungan dari pemegang saham.

b. Persentase Komisaris Independen (*Percent of Outside Director*)

Nilai koefisien dari persentase komisaris independen (*percent of outside director*) adalah 0.141802. Dimana terdapat hubungan yang positif terhadap reaksi investor yang tercermin dalam nilai t-stat sebesar 2.970138. Koefisien variabel ini signifikan pada level 1%. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Huang dan Tompkins (2010) dimana hasilnya menyatakan adanya pengaruh dan korelasi yang positif antara persentase komisaris independen dan reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

Keefektifan dari komisaris salah satunya bisa ditentukan dari independensi komisaris dari CEO perusahaan. Independensi ini dapat dijadikan kekuatan tawar menawar antara komisaris dan CEO perusahaan. Hal ini berkaitan dengan kemampuan komisaris dalam mengawasi kinerja dari CEO (Hermalin dan Weisbach, 2003). Oleh karena itu, adanya komisaris independen dalam dewan komisaris dapat meningkatkan kekuatan kontrol dari komisaris terhadap CEO perusahaan (Hermalin dan Weisbach, 1998). Lebih lanjut lagi, Rosenstein and Wyatt (1990) menyatakan bahwa perusahaan akan mendapatkan *return* yang lebih positif ketika terdapat tambahan komisaris independen di perusahaan tersebut.

Penelitian lain yang juga terkait dilakukan oleh Shivdasani dan Yermack (1999), penelitian ini meneliti tentang reaksi pasar terhadap pengumuman penunjukan komisaris perusahaan. Adapun hasil penelitian tersebut adalah reaksi pasar akan negatif ketika ada campur tangan CEO dalam penunjukan dan reaksi pasar akan lebih positif ketika tidak ada campur tangan CEO dalam penunjukan komisaris. Penelitian ini juga menyatakan bahwa ketika terdapat campur tangan

CEO maka hal yang didapat dilakukan adalah memperbanyak jumlah komisaris independen.

Berdasarkan pemaparan tersebut dapat disimpulkan komisaris independen menjadi perhatian khusus bagi investor. Semakin banyak jumlah komisaris independen di suatu perusahaan maka semakin positif reaksi investor pada saat pengumuman suatu event termasuk *seasoned equity offerings*.

c. Kepemilikan Komisaris Independen (*Outside Director Ownership*)

Variabel kepemilikan komisaris independen (*outside director ownership*) memiliki koefisien sebesar 644.7249 dimana variabel ini tidak signifikan pada level 1%, 5%, atau 10%. Kepemilikan komisaris independen berhubungan positif terhadap reaksi investor ($t\text{-stat} = 1.566712$). Hasil ini sejalan dengan temuan Huang dan Tompkins (2010) yang menemukan adanya pengaruh dan hubungan yang positif antara kepemilikan komisaris independen dan reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

Perry (1999) menemukan bahwa independensi dari komisaris merupakan salah satu isu penting dalam *corporate governance*. Komisaris yang independen akan mengatur dirinya untuk melakukan pengawasan yang optimal terhadap manajemen. Dalam menjaga independensi dari komisaris independen salah satu cara yang dapat dilakukan adalah dengan memberikan suatu insentif. Salah satu insentif yang dapat diberikan adalah kepemilikan dari perusahaan tersebut. Kepemilikan dari komisaris independen menjadi penting dalam menjaga independensi dari komisaris independen itu sendiri (Huang dan Tompkins, 2010).

Penelitian yang dilakukan oleh Fich dan Shivdasani (2005) membahas kompensasi yang diberikan pada komisaris independen yaitu *stock option plan*. Fich dan Shivdasani menemukan bahwa investor akan bereaksi lebih baik terhadap pengumuman mengenai kebijakan *stock option*. Investor akan menilai perusahaan lebih tinggi ketika perusahaan tersebut menawarkan *option based compensation* kepada komisaris independen dimana kompensasi seperti ini membuat suatu dorongan yang kuat bagi komisaris independen untuk menjalankan fungsi pengawasannya lebih baik lagi terhadap manajemen.

d. Ukuran Komisaris (*Board Size*)

Nilai koefisien dari variabel jumlah komisaris (*board size*) sebesar 1.01E-02 dan terdapat hunungan yang positif sebesar 0.94149 yang terlihat dalam nilai t-stat. variabel ini tidak memiliki signifikan pada level berapapun (baik 1%, 5%, dan 10%). Adapun hasil penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian yang dilakukan Huang dan Tompkins (2010) dimana hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh dan korelasi yang positif antara ukuran komisaris dan reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

Lipton dan Lorsch (1992) menyatakan bahwa *boards* yang berjumlah antara 8 hingga 9 orang merupakan jumlah yang efektif. Ketika *boards* berjumlah lebih dari itu, maka keefektifan dari *boards* dipertanyakan karena anggota *boards* akan kesulitan mengemukakan pendapatnya serta terbatasnya waktu untuk rapat. Senada dengan Lipton dan Lorsch, Jensen (1993) menyatakan apabila jumlah *boards* melebihi 7 atau 8 orang maka fungsi dari *boards* tidak akan efektif dan memudahkan CEO untuk melakukan kontrol. Keuntungan dari ukuran *boards* yang besar adalah adanya kesempatan untuk nasehat atau saran yang lebih baik kepada CEO perusahaan (Dalton *et al*, 1999). Senada dengan Dalton *et al*, Coles *et.al* (2006) menyatakan jumlah *boards* yang besar berkaitan dengan kinerja yang lebih baik dan bernilai bagi perusahaan yang membutuhkan saran lebih banyak.

Berdasarkan pemaparan diatas maka besarnya ukuran *boards* suatu perusahaan dapat dijadikan sebuah ukuran bagi investor untuk melihat fungsi pengawasan dari *boards*. Semakin besar ukuran *boards* maka reaksi investor akan lebih positif atau lebih baik. Akan tetapi, perlu diingat bahwa terdapat batasan dari anggota *boards* agar menjamin keefektifannya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa anggota *boards* berkisar antara 2 hingga 9 orang. Jumlah ini masih berada pada range yang efektif dalam melakukan fungsi pengawasan.

e. Ukuran Komite Audit (*Audit Committee Size*)

Variabel ukuran komite audit (*audit committee size*) memiliki nilai koefisien sebesar -0.04198 yang signifikan pada level 5%. Variabel ini memiliki hubungan yang negatif dengan reaksi investor (t-stat = -2.6273). Hasil dari penelitian ini sejalan dengan hasil dari Huang dan Tompkins (2010) yang

menemukan adanya pengaruh dan korelasi negatif antara ukuran komite audit dan reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

The Blue Ribbon Committee merekomendasikan jumlah komite audit yang efisien tidak kurang dari tiga orang, dimana ukuran dari komite audit akan berpengaruh terhadap kekuasaan komite (Becker-Blasé dan Irani, 2008). Seperti halnya Blue Ribbon Committee, Abbott *et al.* (2004) mengusulkan bahwa komite audit yang berjumlah setidaknya tiga orang memiliki kemampuan pengawasan yang lebih baik dengan indikasi *restatement* yang lebih rendah.

Kalbers dan Fogarty (1993) juga menyarankan bahwa ukuran komite audit merupakan prediktor terhadap kekuasaan dan keefektifan. Ukuran dan independensi komite audit juga berhubungan dengan komite yang secara efektif mengawasi manajemen (Vafeas dan Waegalain, 2007).

Komite audit yang berukuran kecil biasanya melakukan tugas mereka secara efektif. Sebagai contoh, komite yang berukuran kecil berhubungan dengan kualitas pengawasan yang lebih baik (Yang dan He, 2009). Perusahaan dengan komite audit yang lebih kecil lebih mampu mendisiplinkan CEO yang memiliki kinerja buruk, menjanjikan eksekutif sebuah kompensasi yang rendah, serta berhubungan dengan tingginya penilaian pasar (Yermack, 1996). Komite audit yang berukuran kecil juga dapat memfasilitasi adanya pertukaran informasi yang lebih baik serta diskusi antara anggotanya yang mana akan membantu komite untuk mengidentifikasi kesalahan potensial dalam laporan keuangan dan mengurangi adanya indikasi *restatement*.

Sementara itu, komite audit yang berukuran besar mungkin saja mengalami masalah *free-rider*, dimana anggota komite tidak berupaya maksimal untuk kinerja komite (Yang dan He, 2009).

Bekcer-Blasé dan Irani (2008) sendiri menemukan bahwa kualitas tata kelola (*governance*) juga berkaitan dengan ukuran dan komposisi dari komite audit dimana tingkat pengembalian dari *seasoned equity offerings* berkaitan positif dengan ukuran dan independensi komite audit. Semakin banyak anggota komite audit maka reaksi investor akan negatif, seperti pemaparan sebelumnya bahwa ukuran komite audit yang lebih kecil lebih efisien serta lebih memiliki kinerja yang lebih baik dibanding komite audit yang berukuran besar.

f. *Market capitalization, return volatility, tobin's q, total debt ratio, free cash flow*

Variabel kontrol dalam penelitian ini terdiri dari lima yaitu kapitalisasi pasar (MCAP), *return volatility* (VOL), Tobin's Q (TOBINS), *total debt ratio* (DEBT), dan *free cash flow* (CASH). Variabel kontrol pertama yakni kapitalisasi pasar, memiliki koefisien sebesar 0.003546 dan hubungan yang positif dengan reaksi investor (t-stat = 0.341204). Akan tetapi, variabel ini tidak signifikan pada level berapapun. Hubungan positif antara kapitalisasi pasar dan reaksi investor penelitian yang dilakukan Ikenberry *et al.* (1995), Datta *et al* (2005) dan Kim dan Purnandam (2006) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran besar cenderung lebih transparan dalam hal informasi. Oleh karena itu, investor tentu akan bereaksi positif terhadap perusahaan yang memiliki ukuran besar atau kapitalisasi pasar yang besar.

Untuk variabel kontrol kedua adalah *return volatility*. Variabel ini memiliki nilai koefisien sebesar 0.696166 yang tidak signifikan di level 1%, 5% atau 10%. Variabel ini memiliki hubungan positif yang terlihat pada nilai t-stat sebesar 1.254775. *Return volatility* digunakan untuk menangkap suatu ketidakpastian atau adanya informasi asimetris. Oleh karenanya investor tentu akan bereaksi positif (negatif) untuk perusahaan yang *return volatility* nya lebih kecil (besar).

Variabel kontrol ketiga adalah Tobin's Q yang memiliki nilai koefisien sebesar -0.02034 dan nilai t-stat sebesar -0.67432 yang menandakan adanya hubungan negatif antara variabel ini dan reaksi investor. Seperti halnya *return volatility* dan kapitalisasi pasar, variabel ini tidak memiliki signifikansi. Tobin's q dapat dijadikan ukuran untuk menentukan kesempatan perusahaan untuk berkembang. Tingginya nilai tobin's q dapat merefleksikan *overvaluation* atau penilaian yang berlebihan terhadap suatu perusahaan (Huang dan Tompkins, 2010). Apabila benar *overvaluation* (penilaian yang berlebihan) yang terjadi dalam suatu penawaran yakni *seasoned equity offerings* tentu investor tidak akan mau melakukan investasi pada perusahaan yang nilai sebenarnya lebih rendah dari yang ditawarkan kepasar. Mungkin berdasarkan hal ini, korelasi antara tobin's q

dan reaksi investor adalah negatif. Investor merasa perlu mewaspadai perusahaan yang memiliki angka tobin's q yang tinggi karena dikhawatirkan telah terjadi *overvaluation*.

Variabel kontrol yang keempat adalah *total debt ratio*. Nilai koefisien dari variabel ini sebesar 0.220693 yang signifikan pada level 1%. *Total debt ratio* memiliki pengaruh dan hubungan yang positif dengan reaksi investor yang dapat terlihat dari nilai t-statnya sebesar 2.880886. Jensen (1986) dan Stulz (1990) menyatakan bahwa hutang dapat digunakan untuk membatasi kebijakan manajemen dan mengurangi biaya keagenan (*agency cost*). Oleh karenanya, investor tidak terlalu mencemaskan akan ketidaktepatan penggunaan dana ketika perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi (Kim dan Purnanandam, 2006).

Variabel kontrol yang terakhir adalah *free cash flow*. Variabel ini memiliki nilai koefisien sebesar 0.091438 dan memiliki hubungan yang positif dengan reaksi investor (t-stat = 1.203646). Akan tetapi, variabel ini tidak memiliki signifikansi baik pada level 1%, 5%, maupun 10%. *Free cash flow* dapat dijadikan sebagai ukuran mengenai kinerja manajemen terdahulu atau manajemen yang sedang berjalan. Kesuksesan dari manajemen terdahulu atau yang sedang berjalan dapat tercermin dari tingginya *free cash flow* suatu perusahaan (Huang dan Tompkins, 2010). Oleh karenanya, ketika investor mengetahui terdapat perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi ia dapat mengaitkan dengan kinerja manajemen yang baik dan pada akhirnya memunculkan reaksi yang positif.

4.4 Ringkasan Hasil

Berdasarkan hasil pengujian statistik, berikut ini ringkasan dari hasil regresi multivariat.

Tabel 4.12 Ringkasan Hasil Uji Statistik

Variabel	Pengaruh	Signifikan
CAR	-	Ya
CEOWN	+	Ya
PERCENT	+	Ya
OUTOWN	+	Tidak
BSIZE	+	Tidak
COMMSIZE	-	Ya

Sumber : Olahan Penulis (2012)

Tabel 4.12 menjelaskan ringkasan dari hasil penelitian. Variabel CAR yang merupakan proksi dari reaksi investor menunjukkan hasil yang signifikan negatif. Pengujian terhadap CAR ini untuk mengetahui apakah terdapat reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Hasil negatif yang signifikan ini menandakan terdapat reaksi yang negatif dari investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*.

Variabel selanjutnya adalah CEOWN, PERCENT, OUTOWN, BSIZE, dan COMMSIZE yang merupakan variabel independen penelitian ini. Untuk variabel independen ini pengujian yang dilakukan adalah uji apakah terdapat pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen penelitian ini yaitu CAR. Hasil penelitian menunjukkan variabel *corporate governance* memiliki pengaruh terhadap reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Dari lima variabel *corporate governance* didapatkan hasil tiga variabel yang berpengaruh secara signifikan terhadap reaksi investor di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Variabel yang berpengaruh secara signifikan adalah kepemilikan CEO, persentase komisaris independen, dan ukuran komite audit. Untuk variabel kepemilikan komisaris independen dan ukuran komisaris memiliki pengaruh terhadap reaksi investor disekitar tetapi tidak signifikan.

Variabel kepemilikan CEO, persentase komisaris independen, kepemilikan komisaris independen dan ukuran komisaris memiliki arah hubungan positif (searah) terhadap reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Hanya variabel ukuran komite audit yang memiliki arah hubungan yang negatif (berlawanan arah) terhadap reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Berdasarkan hasil penelitian maka ada dua hipotesis penelitian yang ditolak dan ada tiga hipotesis penelitian yang diterima.

BAB 5

SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini akan membahas simpulan berdasarkan hasil temuan dari penelitian serta membahas saran yang dapat diambil berdasarkan hasil temuan penelitian kepada pihak-pihak yang terkait.

5.1 Simpulan

Sejumlah penelitian terdahulu melakukan pengujian peranan dari *corporate governance* terhadap *abnormal return* disekitar pengumuman penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings*). Penelitian ini juga menguji pengaruh dari *corporate governance* terhadap *abnormal return* di sekitar pengumuman penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings*). Penelitian ini menggunakan variabel *corporate governance* dan variabel finansial yang dikaitkan dengan *abnormal return* di sekitar pengumuman *seasoned equity offerings*. Pengujian reaksi investor yang diprosikan dengan *cumulative abnormal return* selama 21 hari (t-10, +10) menunjukkan adanya reaksi negatif yang signifikan disekitar pengumuman *seasoned equity offerings* (SEO). Reaksi negatif ini terjadi dikarenakan adanya informasi asimetris antara perusahaan penerbit SEO dengan investor.

Variabel *corporate governance* yang terdiri dari kepemilikan CEO (*CEO ownership*), persentase komisaris independen (*percent of outside director*), kepemilikan komisaris independen (*outside director ownership*), ukuran komisaris (*board size*), dan ukuran komite audit (*committee audit size*) memiliki pengaruh terhadap reaksi investor disekitar pengumuman *seasoned equity offerings* yang diprosikan dengan *cumulative abnormal return*. Untuk variabel kepemilikan CEO, persentase komisaris independen, dan ukuran komite audit berpengaruh secara signifikan, sementara variabel kepemilikan komisaris independen dan variabel ukuran komisaris yang memiliki pengaruh yang tidak signifikan. Untuk variabel yang berpengaruh positif terdiri dari kepemilikan CEO, persentase komisaris independen, kepemilikan komisaris independen, dan ukuran komisaris dan untuk variabel ukuran komite audit memiliki pengaruh yang negatif. Berdasarkan hasil penelitian ini dapat disimpulkan reaksi investor akan lebih positif apabila suatu perusahaan memberikan kepemilikan kepada CEO nya,

dewan komisaris mayoritas berisi komisaris independen, dan jumlah komite audit yang tidak terlalu besar. Sementara itu, untuk kepemilikan komisaris independen dan ukuran komisaris tidak terlalu menjadi perhatian yang tercermin dari tidak signifikannya pengaruh kedua variabel tersebut terhadap reaksi investor.

5.2 Saran

5.3.2 Bagi Perusahaan

Dengan menerapkannya mekanisme internal *corporate governance* (berupa kepemilikan CEO, persentase komisaris independen, kepemilikan komisaris independen, ukuran komisaris, dan ukuran komite audit) yang lebih kuat akan membawa dampak pada positifnya reaksi investor ketika perusahaan melakukan penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings*). Mekanisme internal *corporate governance* ini menjadi salah satu bahan pertimbangan untuk investor ketika ingin menanamkan modalnya disuatu perusahaan. Mekanisme internal *corporate governance* seperti kepemilikan manajemen dapat mengurangi masalah keagenan (*agency problem*) yang muncul. Akan tetapi, perlu juga dipertimbangkan jumlah kepemilikan dari manajemen perusahaan, kepemilikan yang terlalu besar dapat membawa dampak negatif. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk menerapkan mekanisme internal *corporate governance* karena investor bereaksi lebih positif terhadap perusahaan yang mempunyai mekanisme internal lebih baik.

5.3.2 Bagi Investor

Dalam berinvestasi penting untuk memperhatikan mekanisme internal *corporate governance* dari perusahaan tersebut. Hal ini menjadi penting karena mekanisme yang kuat dapat mengurangi adanya masalah keagenan (*agency problem*) yang dapat menimbulkan dampak negatif. Suatu mekanisme yang kuat menjadi suatu jaminan bahwa dana yang terkumpul dari penawaran tambahan akan digunakan secara tepat.

DAFTAR REFERENSI

Buku :

- Anoraga, Pandji., Piji Pakarti. (2003). *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta : Rineka Cipta
- Arikunto. (1998). *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktek*. Yogyakarta : Rineka Cipta
- Beaver, W.H. (1989). *Financial Reporting : An Accounting Revolution*. Englewood Cliffs : NJ : Prentice-Hall Inc., Second Edition
- Daniri, Mas Ahmad. (2005). *Good Corporate Governance : Konsep dan Penerapannya di Indonesia*. Jakarta : Ray Indonesia
- Effendi, Muh. Arif. (2009). *The Power of Good Corporate Governance : Teori dan Implikasi*. Jakarta : Salemba Empat
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi nalisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Unversitas Dipenogoro
- Gujarati, Damodar N. (2004). *Basic Econometrics*. Mc-Graw Hill
- Gujarati, Damodar N. (1992). *Essentials of Econometrics*. McGraw-Hill International Edition
- Hartono, Jogiyanto. (2002). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta : Penerbit BPFE. Edisi Kedua
- Huse, Morten. (2007). *Boards, Governance, and Value Creation*. New York : Cambridge University Press
- Husnan, Suad. (2003). *Dasar-Dasar Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta : UPP AMP YPKN. Edisi Ketiga
- Megginson. (1997). *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publisher Inc
- Nachrowi, Nachrowi D., Hardius Usman. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Lembaga Penerbit FEUI
- Nasution, Mustafa Edwin., Hardius Usman. (2007). *Proses Penelitian Kuantitatif*. Penerbit FEUI
- Neuman, W. Lawrence. (2007). *Basic of Social Research : Qualitative and Quantitative Approaches* : Pearson Education Inc. Second Edition
- Ridwan. (2002). *Skala Pengukuran Variabel-Variabel Penelitian*. Bandung : CV Alfabeta
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield., Jeffrey F. Jaffe, (2002). *Corporate Finance 7th Edition*, US: Mc Graw Hill.
- Saunders, Mark., Philip Lewis., Adrian Thornhill. (2009). *Research Methods for Business Students*. Pearson Education
- Solomon, Jill. (2007). *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley & Sons, Lyd. West Sussex, England

- Sugiyono. (2002). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Bandung : CV Alfabeta
- Surya, Indra., Ivan Yustiavandana. (2006). *Penerapan Good Corporate Governance : Mengesampingkan Hak-hak Istimewa Demi Kelangsungan Usaha*. Jakarta : Kencana
- Tjager, I Nyoman., Bambang Soembodo., Antonius Alijoyo., Humphrey R. Djemar. (2003). *Corporate Governance : Tantangan dan Kesempatan bagi Komunitas Bisnis Indonesia*. Jakarta : PT Prehallindo
- Tricker.(1994). *International Corporate Governance Text, Reading, and Cases*. Singapore : Prentice Hall and Simon Schuster Asia. Pte Ltd.
- Widarjono, Agus. (2010). *Analisis Statistika Multivariat Terapan*. Jakarta : UPP STIM YPKN.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2005). *Introductory Econometrics : A Modern Approach*. MIT Press

Karya Ilmiah :

- Abbott, L.J.,S. Parker, G.Peters.(2004). Audit Committee Characteristic and restatements, *Auditing : a Journal of Practice and Theory*, 23 : 1
- Affandi, Untung., Sidartha Utama. (1998). Uji Efisiensi bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta, *Usahawan no. 3tahun XXVII Mare*
- Altinkiliç, O., Hansen R.S. (2003). Discounting and Underpricing in Seasoned Equity Offers, *Journal of Financial Economics*, vol.15
- Baker, H. Kent., Gary E. Powell. (2009). Management Views on Corporate Governance and Firm Performance, *Advance in Financial Economics*, vol. 13
- Becker-Blasé, John R., Afsad J. Irani. (2008). Do Corporate Governance Attributes Affect Adverse Selection Cost? Evidence from Seasoned Equity Offerings, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol.30
- Bhagat. S.,Black, B.S. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Longterm Firm Performance, *Journal of Corpration La*, vol. 27
- Boone,A.L., Field L.C., Karpoff J.M., Raheja C.G.(2007). The Determinants of Corporate Board Size and Composition : An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, vol. 85
- Booth. James R. , Marcia Millon Cornett, Hassan Tehranian. (2002). Boards of Directors, Ownership, and Regulation. *Journal of Banking and Finance*
- Brickley, J., Coles J., Terry R. (1994). Outside Directors and The Adoption of Posisson Pills, *Journal of Financial Economics*, vol.35

- Byrd, J., Hickman, K. (1992). Do Outside Director Monitor Management? Evidence from Tender Offer Bids, *Journal of Financial Economics*, vol. 32
- Cadbury Report. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*
- Chhaochharia, V., Greinstein Y. (2009). CEO Compensation and Board Structure, *Journal of Finance*, vol.64
- Coles JL, Daniel ND, Naveen L. (2006). Boards: Does One Size Fit All? *Journal of Finance and Economics*
- Conyon, Martin. J. Lerong He. (2012). CEO Pay, Equity Ownership, and Corporate Governance in China.
- Corwin, S.A. (2003). The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers, *Journal of Finance*, vol.58
- Dalton, D., C. Daily, J. L. Johnson, and A. Ellstrand. 1999). Number of Directors and Financial Performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42, 674-686
- Darminto., Adler Haymas Manurung. (2008). Pengujian Teori Trade-Off dan Teori Pecking Order, *Jurnal Manajemen Bisnis*, vol.1 :1
- Desai, A., Kroll, M. dan Wright, P. (2003). CEO Duality, board monitoring, and acquisition performance : a test of competing theories. *Journal of Business Strategies* Vol. 20
- Eisenberg,T., Sundgren, S. dan Wells, M.T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 48
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989). Agency Theory : An Assessment and Review, *the Academy of Management Review*, vol.14 : 1
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, vol.25
- Ferreira, M.A., Laux, P.A. (2008). Corporate Boards an SEOs : The effect of Certification and Monitoring. Working Paper, University of Delaware Newark, November
- Fich, E.M., Shivdasani A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *Journal of Finance*, vol.61 : 2

- Forum for Corporate Governance in Indonesia. (2001). Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan “Corporate Governance”. Seri Tata Kelola Perusahaan, Jilid II. Edisi Kedua, Jakarta
- Gompers, P., Ishi, J. dan Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 118
- Hardikasari, Eka. (2011). *Pengaruh Penerapan Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan pada Industri Perbankan ang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2006-2008*. Universitas Dipenogoro
- Harris, M., Raviv A. (1979). Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information. *Journal of Economic Theory*, vol.20
- Hellmann, Thomas., Joseph Stieglitz. (2000). Credit and Equity Rationing in Markets with Adverse Selection, *European Economic Review*, vol.44
- Hermalin, B., Weisbach M. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution : a Survey of the Economic Literature, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol.9
- Huang, R., Zhang D. (2007). Managing Underwriters and The Marketing of Seasoned Equity Offerings. Working Paper, Kennesaw State University and University of Soith Carolina, October
- Huang, Rongbing., james G. Tompkins. (2010). Corporate Governance and Investor Reaction to Seasoned Equity Offerings, *Managerial Finance*, vol.36 : 7
- Inaan, Zgami., Hlioui Khmoussi., Zehri Fatma. (2012). The Effect of Audit Committee Characteristic on Real Activities Manipulation in the Tunisian Context, *International Journal of Multidisciplinary Research*, vol 2:2
- Isnanra, Rudi. (2008). *Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan terhadap Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan*. Universitas Islam Indonesia
- Jensen, M., (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and The Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880
- Jensen, M. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover, *American Economic Review*, vol.76
- Jensen,M., Meckling W.(1976). Theory of Firm : Managerial behavior, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3

- Jung, Kooyul., Yong Cheol Kim., René M. Stulz. (1996). Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and The Security Issue Decision, *Journal of Financial Economics*, vol.42
- Jungmann, Carsten. (2008). The Dualism of One-Tier and Two-Tier Board System in Europe. *European Company and Financial Law Review* 426.
- Kalbers LP, Fogarty TJ. (1993). Audit Committee Effectiveness: an empirical investigation of the contribution of power. *Audit: Journal Practice Theory* 12:24–49
- Karpoff J.M., Lee S.D., Martin G.S. (2008). The Consequences to Managers for Financial Misinterpretation, *Journal of Financial Economics*, vol.88
- Keputusan Menteri Badan Usaha Miik Negara Nomor KEP-117/M-MBU/2002 Tentang Penerapan Praktek Good Corporate Governance pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN)
- Kim, E.Han., Amiyatosh Purnanandam. (2006). Why Do Investors React Negativel to Seasoned Equity Offerings?, Working Paper, University of Michigan, Ann Arbor, August 22
- Kim, E.Han., Amiyatosh Purnanandam. (2009). Corporate Governance and Investor Confidence in Seasoned Equity Offerings, Working Paperm University of Michigan
- Kurniawan, Taufan Adi. (2006). *Analisis Dampak Pengumuman Rights Issue terhadap Return Saham dan Likuiditas di Bursa Efek Jakarta*. Universitas Islam Indonesia
- Leland, Hayne E., David H.Pyle. (1997). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, vol.32
- Linck, J., Netter J., Yang T., (2008). The Determinats of Boards Structure, *Journal of Financial Economics*, vol.87
- Lipton, M. and J. W. Lorsch, (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, *Business Lawyer*, 1, 59-77
- Maksum, Azhar. (2005). *Tinjauan atas Good Corporate Governance di Indonesia*, Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar Bidang Ilmu Akuntansi Manakjemen Fakultas Ekonomi Universitas Sumatera Utara
- Masulis, R.W.,Wang C., Xie F. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns, *Journal of Finance*, vol.62 :4

- Melzattia, Shinta, (2005). *Analisis Pengaruh Implementasi Good Corporate Governance terhadap Return dan Volatilitas Saham*. Universitas Indonesia
- Mola, S., Loughran T. (2004). Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices, *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, vol. 39
- Morck, R., Shleiffer A., Vishny R. (1988). Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, vol.20
- Mulyati, Sri. (2010). *Analisis Pengaruh Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan dan Reaksi Pasar Studi Empiris Perusahaan-Perusahaan di Bursa Efek Indonesia Tahun 2005 dan 2007*. Universitas Indonesia
- Myers, Stewart C., Nicholas S. Majluf. (1984). Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information that Investor Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, vol.13
- Neumann, Maximilian. (2011). *SEOs and The Signaling Role of Corporate Governance*. Maastrich University
- OECD. (2004). OECD Principles of Corporate Governance
- Pandaningrum, Natasha Yuristyowati. (2006). *One Board System Menurut Undang-Undang Nomor 24 Tahun 2004 Tentang Lembaga Penjamin Simpanan dalam Perspektif tat Kelola Perusahaan di Indonesia yang Menganut Two Board System*, Universitas Indonesia
- Pedoman Umum Corporate Governance Indonesia. 2006
- Perry, T. (1999). Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover. Working Paper, Arizona State University, Tempe, July
- Peterson, Pmela.P. (1989). Event Studies : A Review of Issue and Methodology, *Quarterly Journal of Business and Economics*
- Pouder, Richard., R. Stephen Cantrell., Subodh P.Kulkarni. The Influence Of Corporate Governance On Investor Reactions To Layoff Announcements. *Journal of Managerial*
- Rong, Yang., Lerong He. (2009). An Empirical Analysis of Audit Committee Characteristics and Earnings Restatements

- Rosenstein, Stuart., Jeffrey G. Wyatt (1990). Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth. *Journal of financial economics* 26, 1750-191
- Sabrina, Anindhita Ira. (2010). *Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan*. Universitas Dipenogoro
- Satriawan, Juni. (2009). *Analisis Reaksi Investor terhadap Manajemen Laba di Seputar Seasoned Equity Offerings (Studi Empiris terhadap Perusahaan yang Melakukan Pengumuman Seasoned Equity Offerings di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2005-2007)*. Universitas Indonesia
- Shivdasani Anil., David Yermack. (1999). CEO Involvement in The Selection of New Board Member : an empirical analysis. *Journal of finance* 54(5).
- Shleifer, Andrei., Robert W. Vishny. (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, vol.52 : 2
- Solvin, M.B., M.E Shuska., K.W.L Lai. (2000). Alternative Floatation Method, Adverse Selection and Ownership Structure : Evidence from Seasoned Equity Issuance in UK, *Journal of Financial Economics*, vol.57
- Soulisa, Yasmin. (2008). *Analisis Pengaruh Corporate Governance terhadap Reaksi Pasar di Sekitar Hari Ex-dividen*. Universitas Indonesia
- Stulz, R.M. (1988). Managerial Control of Voting Rights, Financial Policies, and The Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, vol 20
- Stulz, R.M. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, vol.26
- Uzun, H., Szewczyk S.H., Vama R. (2004). Boards Composition and Corporate Fraud, *Financial Analyst Journal*, vol.60 :3
- Vafeas, N. (2003). Length of Board Tenure and Outside director independence, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.30
- Weisbach, M. (1988). Outside Directors and CEO Turnover, *Journal of Financial Economics*, vol.20
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, vol.40

Publikasi Elektronik :

Archambault, Susan. (2000). One Sample T Test. Diunduh pada 17 Juni 2012

Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara Nomor : PER-01/MBU/2011 Tentang Tata Kelola Perusahaan yang Baik (*Good Corporate Governance*) Pada Badan Usaha Milik Negara

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1

Daftar Sampel Perusahaan

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan
1	Akasha Wira International	ADES
2	AGIS	TMPI
3	AKR Corporindo	AKRA
4	Ancora Indonesia Resources	OKAS
5	Asiaplast Industries	APLI
6	Asuransi Harta Aman Pratama	AHAP
7	ATPK Resources	ATPK
8	Bakrie & Brother	BNBR
9	Bakrie Sumatera Plantation	UNSP
10	Bakrie Telecom	BTEL
11	Bakrieland Development	ELTY
12	Bank Artha Graha Internasional	INPC
13	Bank Bukopin	BBKP
14	Bank Capital Indonesia	BACA
15	Bank Century/Bank Mutiara	BCIC
16	Bank CIMB Niaga	BNGA
17	Bank Danamon Indonesia	BDMN
18	Bank Eksekutif Internasional	BEKS
19	Bank Himpunan Saudara 1906	SDRA
20	Bank ICB Bumiputera	BABP
21	Bank Internasional Indonesia	BNII
22	Bank QNB Kesawan	BKSW
23	Bank Mayapada Internasional	MAYA
24	Bank Mega	MEGA
25	Bank Negara Indonesia	BBNI
26	Bank OCBC NISP	NISP
27	Bank Pan Indonesia	PNBN
28	Bank Permata	BNLI
29	Bank Tabungan Pensiunan Nasional	BBTN
30	Bank Victoria Internasional	BVIC
31	Bank Windu Kentjana International	MCOR
32	Barito Pacific	BRPT
33	Berlian Laju Tanker	BLTA
34	Bhakti Investama	BHIT

35	Bintang Mitra Semestaraya	BMSR
36	Budi Acid Jaya	BUDI
37	Bumi Serpong Damai	BSDE
38	Central Proteinaprima	CPRO
39	Cita Mineral Investindo	CITA
40	Citra Kebun Raya Agri	CKRA
41	Clipan Finance Indonesia	CFIN
42	Dharma Samudera Fishing Industries	DSFI
43	Duta Pertiwi	DPNS
44	Energi Mega Persada	ENRG
45	Excelcomindo Pratama/ XL Axiata	EXCL
46	Fatrapolindo Nusa Industri/Titan Kimia Nusantara	FPNI
47	First Media	KBLV
48	Gajah Tunggal	GJTL
49	HD Capital	HADE
50	Indoexchange	INDX
51	Indonesia Air Transport	IATA
52	Inovisi Infracom	INVS
53	Inti Kapuas Arowana/ Inti Agri Resources	IIKP
54	Intiland Development	DILD
55	Kertas Basuki Rachmat Indonesia	KBRI
56	Kridaperdana Indahgraaha/Global Land Development	KPIG
57	Laguna Cipta Griya	LCGP
58	Leyand International	LAPD
59	Lippo E-Net/Star Pacific	LPLI
60	Lippo Karawaci	LPKR
61	Mandom Indonesia	TCID
62	Matahari Putra Prima	MPPA
63	Mitra Rajasa/Mitra International Resources	MIRA
64	Mobile-8 Telecom/smartfren telecom	FREN
65	Nusantara Infrastructure	META
66	Pacific Utama/Matahari Department Store	LPPF
67	Pan Brothers	PBRX
68	Panin Insurance	PNIN
69	Panin Life/Panin Financial	PNLF
70	Pool Advista Indonesia	POOL
71	Roda Panggon Harapan/Royal Oak Development Asia	RODA
72	Sentul City	BKSL
73	Sinar Mas Multiartha	SMMA
74	Sumalindo Lestari Jaya	SULI

75	Summarecon Agung	SMRA
76	Surya Semesta Internusa	SSIA
77	Tiga Pilar Sejahtera Food	AISA
78	Tunas Baru Lampung	TBLA
79	United Tractors	UNTR

Lampiran 2

Daftar Sampel Berdasarkan Tahun Penawaran Saham Tambahan (*Seasoned Equity Offerings*)

No	Nama Perusahaan	2006	2007	2008	2009	2010
1	ADES		v			
2	TMPI			v		
3	AKRA					v
4	OKAS			v		
5	OKAS2				v	
6	APLI					v
7	AHAP			v		
8	ATPK		v			
9	BNBR			v		
10	UNSP		v			
11	UNSP2					v
12	BTEL			v		
13	ELTY		v			
14	ELTY2					v
15	INPC		v			
16	INPC2			v		
17	BBKP				v	
18	BACA				v	
19	BCIC			v		
20	BNGA					v
21	BDMN				v	
22	BEKS					v
23	SDRA				v	
24	BABP					v
25	BNII					v

26	BKSW				v	
27	BKSW2					v
28	MAYA		v			
29	MAYA2					v
30	MEGA	v				
31	BBNI					v
32	NISP		v			
33	PNBN	v				
34	BNLI					v
35	BTPN					v
36	BVIC	v				
37	BVIC2			v		
38	MCOR					v
39	BRPT		v			
40	BLTA				v	
41	BLTA2					v
42	BHIT		v			
43	BMSR			v		
44	BUDI		v			
45	BSDE					v
46	CPRO			v		
47	CITA		v			
48	CKRA			v		
49	CKRA2			v		
50	CFIN		v			
51	DSFI		v			
52	DPNS			v		
53	ENRG	v				
54	ENRG2					v
55	EXCL				v	
56	FPNI		v			
57	KBLV					v
58	GJTL		v			
59	HADE			v		
60	INDX				v	
61	IATA			v		
62	INVS					v
63	IHKP	v				
64	DILD					v
65	KBRI					v

66	KPIG		v			
67	LCGP			v		
68	LAPD			v		
69	LPLI			v		
70	LPKR					v
71	TCID	v				
72	TCID2			v		
73	MPPA		v			
74	MIRA			v		
75	FREN					v
76	META					v
77	LPPF				v	
78	PBRX					v
79	PNIN	v				
80	PNLF	v				
81	POOL				v	
82	RODA			v		
83	BKSL	v				
84	BKSL2					v
85	SMMA			v		
86	SULI	v				
87	SULI2					v
88	SMRA		v			
89	SSIA			v		
90	AISA			v		
91	TBLA	v				
92	UNTR			v		

outliers

Lampiran 3

Sampel berdasarkan tahun dan sektor

sektor * tahun Crosstabulation

Count

		tahun					Total
		2006	2007	2008	2009	2010	
sektor	aneka industri	0	1	0	0	1	2
	industri barang konsumsi	1	1	2	0	0	4
	industri dasar dan kimia	1	3	1	0	3	8
	infrastruktur, utilitas dan transportasi	0	0	4	3	4	11
	keuangan	5	5	6	5	9	30
	perdagangan, jasa, dan investasi	0	2	5	3	2	12
	pertambangan	1	2	0	0	1	4
	pertanian	2	2	3	0	1	8
	properti dan real estate	1	3	2	0	5	11
Total		11	19	23	11	26	90

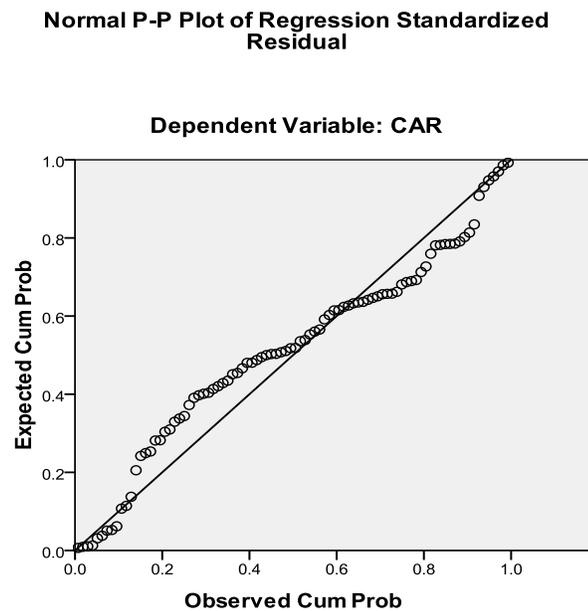
Lampiran 4

Tabel Korelasi

	CAR	CEOWN	PERCENT	OUTOWN	BSIZE	COMMSIZE	MCAP	VOL	TOBINS	DEBT	CASH
CAR	1.00	0.44	0.21	0.23	-0.01	-0.25	-0.01	0.41	0.07	0.23	0.02
CEOWN	0.44	1.00	-0.03	0.07	-0.12	-0.16	-0.09	0.29	0.04	0.11	-0.06
PERCENT	0.21	-0.03	1.00	-0.03	0.02	0.07	0.07	0.16	-0.05	0.20	0.12
OUTOWN	0.23	0.07	-0.03	1.00	-0.10	-0.16	0.02	0.24	0.66	-0.12	-0.05
BSIZE	-0.01	-0.12	0.02	-0.10	1.00	0.38	0.40	-0.13	-0.18	0.18	0.18
COMMSIZE	-0.25	-0.16	0.07	-0.16	0.38	1.00	0.24	-0.29	-0.20	0.34	0.20
MCAP	-0.01	-0.09	0.07	0.02	0.40	0.24	1.00	-0.05	0.16	0.15	0.10
VOL	0.41	0.29	0.16	0.24	-0.13	-0.29	-0.05	1.00	0.16	-0.08	0.00
TOBINS	0.07	0.04	-0.05	0.66	-0.18	-0.20	0.16	0.16	1.00	-0.07	-0.09
DEBT	0.23	0.11	0.20	-0.12	0.18	0.34	0.15	-0.08	-0.07	1.00	-0.03
CASH	0.02	-0.06	0.12	-0.05	0.18	0.20	0.10	0.00	-0.09	-0.03	1.00

Lampiran 5

Pengujian Normalitas dengan Normal P-Plot



Lampiran 6

Pengujian Normalitas dengan Uji Kolgomorov-Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		90
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.15537849
Most Extreme Differences	Absolute	.118
	Positive	.086
	Negative	-.118
Kolmogorov-Smirnov Z		1.116
Asymp. Sig. (2-tailed)		.166

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Lampiran 7

Pengujian Multikolinearitas dengan VIF dan Tolerance

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.375	.268		-1.399	.166		
	CEOWN	.127	.024	.439	5.334	.000	.885	1.131
	PERCENT	.150	.088	.139	1.699	.093	.899	1.113
	OUTOWN	6.031	2.539	.253	2.375	.020	.527	1.899
	BSIZE	.010	.012	.075	.810	.420	.707	1.414
	COMMSIZE	-.036	.014	-.247	-2.616	.011	.670	1.492
	MCAP	.006	.011	.047	.529	.598	.744	1.344
	VOL	.790	.285	.237	2.770	.007	.822	1.217
	TOBINS	-.022	.013	-.181	-1.651	.103	.497	2.010
	DEBT	.178	.067	.237	2.678	.009	.768	1.302
	CASH	.090	.097	.075	.931	.355	.912	1.096

a. Dependent Variable: CAR

Lampiran 8

Pengujianji Heteriskedastisitas dengan uji White

F-statistic	2.057795	Prob. F(10,81)	0.0376
Obs*R-squared	18.63762	Prob. Chi-Square(10)	0.0451
Scaled explained SS	36.75803	Prob. Chi-Square(10)	0.0001

Lampiran 9

Hasil Uji *One Sampel T* untuk *Abnormal Return* (t-10,+10)**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
t-10	.146	89	.884	.00088661	-.0111429	.0129162
t-9	-.628	89	.532	-.00320356	-.0133408	.0069336
t-8	1.715	89	.090	.01790645	-.0028344	.0386473
t-7	-.208	89	.836	-.00169342	-.0178868	.0144999
t-6	1.579	89	.118	.01498097	-.0038695	.0338314
t-5	1.568	89	.120	.01278800	-.0034183	.0289943
t-4	.449	89	.654	.00403065	-.0137977	.0218590
t-3	-.752	89	.454	-.00450326	-.0164014	.0073949
t-2	-5.678	89	.000	-.10110727	-.1364860	-.0657285
t-1	.414	89	.680	.00415754	-.0158200	.0241350
t0	2.116	89	.037	.01922908	.0011702	.0372880
t+1	-.487	89	.628	-.00301409	-.0153171	.0092889
t+2	-1.211	89	.229	-.01338523	-.0353558	.0085853
t+3	-1.555	89	.124	-.01049785	-.0239151	.0029194
t+4	-.439	89	.662	-.00256057	-.0141456	.0090245
t+5	.324	89	.747	.00258269	-.0132716	.0184369
t+6	.890	89	.376	.00659264	-.0081302	.0213154
t+7	-.563	89	.575	-.00417824	-.0189213	.0105648
t+8	.455	89	.650	.00373594	-.0125920	.0200639
t+9	-1.112	89	.269	-.00671740	-.0187231	.0052883
t+10	.621	89	.536	.00615670	-.0135391	.0258525

Lampiran 10

Hasil Uji *One Sampel T* untuk *Cumulative Abnormal Return* (t-10,+10)

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
car	-2.429	89	.017	-.05781362	-.1051055	-.0105217

Lampiran 11

Hasil Uji Regresi

Dependent Variable: CAR

Method: Least Squares

Date: 06/19/12 Time: 22:23

Sample: 1 90

Included observations: 90

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.324596	0.242506	-1.338510	0.1846
CEOWN	7.842529	4.589364	1.708849	0.0914
PERCENT	0.141802	0.047742	2.970138	0.0039
OUTOWN	644.7249	411.5147	1.566712	0.1212
BSIZE	0.010136	0.010766	0.941490	0.3493
COMMSIZE	-0.041981	0.015979	-2.627302	0.0103
MCAP	0.003546	0.010392	0.341204	0.7339
VOL	0.696166	0.554814	1.254775	0.2133
TOBINS	-0.020341	0.030165	-0.674319	0.5021
DEBT	0.220693	0.076606	2.880886	0.0051
CASH	0.091438	0.075968	1.203646	0.2323
R-squared	0.440504	Mean dependent var	-0.057814	
Adjusted R-squared	0.369681	S.D. dependent var	0.225795	
S.E. of regression	0.179265	Akaike info criterion	-0.485824	
Sum squared resid	2.538730	Schwarz criterion	-0.180292	
Log likelihood	32.86210	Hannan-Quinn criter.	-0.362616	
F-statistic	6.219840	Durbin-Watson stat	2.133358	
Prob(F-statistic)	0.000001			

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama : Asty Cyntia P

Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 8 Maret 1991

Alamat : JL Prenja no. 22 Rt.006/Rw 001 Bukit Duri Puteran
Jakarta Selatan, 12840

Nomor Telp/ HP : 0856 97 100 426

E-mail : asty.cyntia@yahoo.com

Nama Orang Tua Ayah : Rudy Patty
 Ibu : Aan Handriana

Riwayat Pendidikan Formal :

SD Negeri 05 Bukit duri Puteran	1996 - 2002
SMP Negeri 3 Jakarta	2002 - 2005
SMA Negeri 26 Jakarta	2005 - 2008
Universitas Indonesia (Ilmu Administrasi Niaga)	2008 -2012