

Pengaruh Pengungkapan *Good Corporate Governance* terhadap *Stock Return* dengan Kinerja Perusahaan sebagai Variabel Mediasi pada Perusahaan LQ-45

Felisitas Sriayu Ningsih dan Adwin Surja Atmadja
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra
Email: aplin@petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh pengungkapan *Good Corporate Governance* terhadap *stock return* dengan dimediasi oleh kinerja perusahaan. Pengungkapan *good corporate governance* diukur menggunakan *Corporate Governance Disclosure Index* (CGDI), *stock return* dengan menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR), sedangkan kinerja perusahaan menggunakan *return on equity* (ROE). Variabel kontrol yang digunakan adalah *debt to equity ratio* (DER) dan ukuran perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan kelompok LQ-45 Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mempublikasikan laporan tahunan dan laporan keuangan secara konsisten dan lengkap selama tahun 2010-2015. Sehingga sampel akhir dalam penelitian ini berjumlah 108 pengamatan yang diseleksi menggunakan *purposive sampling*.

Teknik analisis data yang digunakan adalah regresi data panel dengan menggunakan program STATA untuk mengetahui hubungan antar variabel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *good corporate governance* berpengaruh signifikan positif dan memiliki hubungan yang langsung (*direct*) terhadap *stock return* tanpa dimediasi oleh kinerja perusahaan. *Debt to equity ratio* berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja perusahaan dan berpengaruh signifikan negatif terhadap *stock return*. Sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap kinerja perusahaan dan tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock return*.

Kata Kunci : *Good Corporate Governance, Stock Return, Kinerja Perusahaan, Debt to Equity Ratio, Ukuran Perusahaan*

ABSTRACT

This study conducted to examine the influence of Good Corporate Governance Disclosure toward stock return with firm performance as a mediating variable. Good corporate governance measured by using Corporate Governance Disclosure Index (CGDI), stock return measured by using cumulative abnormal return (CAR), and firm performance measured by using return on equity (ROE). It also used debt to equity ratio (DER) and firm size as control variables. The sample used in this study was LQ-45 companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) which published their annual reports and financial reports consistently during 2010 until 2015. So the final sample in this study was 108 observations selected by using purposive sampling.

The data analysis technique was panel data regression by using STATA. The result showed that good corporate governance had a direct significant positive relation toward stock return without mediating by the firm performance. Debt to equity ratio had significant positive affect on firm performance and significant negative affect on stock return. While firm size had a significant negative affect on firm performance and had no significant affect on stock return.

Keywords: *Good Corporate Governance, Stock Return, Firm Performance, Debt to Equity Ratio, Firm Size*

PENDAHULUAN

Reformasi terhadap tata kelola perusahaan (*corporate governance* GCG) berkembang di

seluruh dunia (Black, Jang, dan Kim, 2006) yang salah satunya dilatarbelakangi oleh beberapa kasus tentang dampak yang ditimbulkan oleh

penerapan *corporate governance* yang buruk. Diantaranya, skandal keuangan Enron Corp., Worldcom, hingga Xerox yang melibatkan top eksekutif perusahaan tersebut menggambarkan tidak diterapkannya prinsip-prinsip *corporate governance* (Soegoto, 2010). Secara khusus, kasus Enron yang mempunyai implikasi terhadap pembaharuan tatanan kondisi maupun regulasi praktik bisnis di Amerika Serikat yang salah satunya merupakan rekomendasi tentang perlunya kongres menyusun undang-undang yang mengharuskan perusahaan *go public* melaksanakan dan melaporkan ketaatannya terhadap pedoman *corporate governance* (Deblack, 2012). Pentingnya penerapan prinsip-prinsip GCG ditandai dengan munculnya berbagai aturan dan landasan hukum penerapan GCG di Indonesia.

GCG sangat membantu pemodal (*investor*) perusahaan dalam memprediksi secara lebih akurat laba yang akan diperoleh dari investasi yang ditanamkan (Shleifer dan Vishny, 1997). Perusahaan yang telah menerapkan GCG juga akan memperoleh beberapa manfaat seperti lebih mudah memperoleh modal, memiliki biaya modal yang lebih rendah, kinerja usaha dan kinerja ekonominya lebih baik, dan akan memberikan pengaruh positif bagi harga saham (FCGI, 2011).

Perhatian terhadap penerapan GCG ini telah memotivasi beberapa studi GCG lintas negara. Azam, Usmani, dan Abassi (2011) mengungkapkan bahwa pengaruh yang berkembang dan kesadaran para *stakeholders* dan *stockholders* pada umumnya semakin memperhatikan pentingnya GCG dan telah mengakui bahwa pengelolaan perusahaan yang baik akan mengurangi resiko terhadap kinerja perusahaan serta adanya korelasi positif pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan. Hasil studi Khan, Nemati dan Ifthikar (2011) juga mengungkapkan dampak positif *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan, meskipun Ponnu (2008) tidak menemukan hubungan yang signifikan tersebut.

Di Indonesia, pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan juga masih diperdebatkan. Darmawati, Khomsiyah, dan Rahayu (2004) melaporkan bahwa *corporate governance* secara signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sementara itu, Sayidah (2007) menemukan bahwa *corporate governance* tidak mempengaruhi kinerja perusahaan publik yang masuk peringkat 10 besar *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) Tahun 2003-2005.

Good corporate governance juga diyakini dapat memberikan perlindungan efektif bagi pemegang saham dan kreditor dalam memastikan

perolehan *return* atas investasinya dengan benar (FCGI, 2011). Hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa bervariasinya hubungan antara GCG dan *stock return*. Diantaranya, Cremers dan Ferrel (2009) dan Gompers, Ishii dan Metrick (2003) yang menemukan bahwa *good corporate governance* (GCG) berhubungan positif terhadap *abnormal return*. Di lain pihak, Johnson, Moorman dan Sorescu (2009) dan Core, Guay dan Rusticus (2006) tidak menemukan bukti yang konsisten bahwa *corporate governance* berpengaruh terhadap *stock return*.

Berdasarkan beberapa hasil penelitian mengenai pengaruh *good corporate governance* dengan *stock return* dan diikuti dengan pengaruh *good corporate governance* terhadap kinerja perusahaan serta pengaruh kinerja perusahaan terhadap *stock return*, maka terbuka kemungkinan adanya hubungan yang melibatkan ketiga variabel tersebut. Dengan mempertimbangkan pendapat Katz dan Lazarsfeld (1955) tentang hubungan antar variabel, maka studi ini mencoba menghubungkan kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi pengaruh *good corporate governance* terhadap *stock return*. Diharapkan dengan adanya variabel mediasi dapat memberikan suatu penjelasan yang lebih detail tentang bagaimana *good corporate governance* mempengaruhi *stock return*.

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan agensi sebagai sebuah kontrak yang muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut. Sebagai *agent*, manajer bertanggung jawab untuk memaksimalkan keuntungan para pemilik (*principal*), namun di sisi lain manajer berkepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka. Hal ini berpotensi menyebabkan terjadinya *conflict of interest*, sebagai akibat *agent yang* tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik *principal* (Jensen dan Meckling, 1976). Masalah keagenan karena adanya tujuan dan pembagian kerja yang berbeda inilah yang berusaha dijawab oleh teori keagenan (Darmawati *et al.*, 2004).

Sehubungan dengan masalah keagenan, *corporate governance* yang merupakan salah satu solusi untuk masalah keagenan, diharapkan dapat memitigasi *conflict of interest* dalam organisasi perusahaan. GCG diharapkan dapat menyeimbangkan informasi (*symmetry information*) antara *agent* dan *principal* tentang

perusahaan, sehingga lebih meyakinkan *principal* dan calon investor dalam memperhitungkan prospek investasi (Shleifer dan Vishny, 1997).

Good Corporate Governance (GCG)

Tata kelola perusahaan yang baik (GCG) terkait dengan susunan aturan yang menentukan hubungan antara pemegang saham, manajer, kreditor, pemerintah, karyawan dan *stakeholder* internal maupun eksternal lainnya sesuai dengan hak dan tanggung jawabnya (FCGI, 2011). Secara lebih spesifik, Monks (2003) mendefinisikan GCG sebagai sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang menciptakan nilai tambah untuk semua *stakeholder*. GCG dapat menciptakan mekanisme dan alat kontrol untuk memungkinkan terciptanya sistem pembagian keuntungan dan kekayaan yang seimbang bagi *stakeholder* dan meningkatkan efisiensi bagi perusahaan (Nuswandari, 2009). Lebih lanjut, GCG dapat menumbuhkan kepercayaan investor terhadap perusahaan (Emirzon (2007).

Dalam penelitian ini, GCG diukur menggunakan kriteria pengungkapan *corporate governance* pada laporan tahunan perusahaan. Penentuan *disclosure index* ini berdasarkan pada informasi yang diungkapkan oleh perusahaan dalam laporan tahunan mereka bagi *stakeholders*. Item-item pengungkapan yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-134/BL/2006 tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Tahunan Bagi Emiten dan Perusahaan Publik. Sehingga, dalam penelitian ini, terdapat 26 item pengungkapan *corporate governance*. Metode yang digunakan untuk menilai *corporate governance disclosure index* (CGDI) yaitu nilai 1 untuk item yang diungkapkan dan nilai 0 untuk item yang tidak diungkapkan. Selanjutnya, CGDI dihitung dengan rumus (Bhuiyan dan Biswas, 2007):

$$CGDI = \frac{\text{Total skor item yang diungkapkan}}{\text{Skor maksimum yang seharusnya diungkapkan}}$$

Kinerja Perusahaan (Firm Performance)

Kinerja perusahaan adalah suatu tampilan keadaan perusahaan secara utuh selama periode waktu tertentu yang merupakan hasil prestasi yang dipengaruhi oleh kegiatan operasional perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya yang dimiliki (Helfert, 1996). Kinerja perusahaan ditinjau dari perspektif keuangan memiliki tipikal dihubungkan dengan profitabilitas. Strategi perusahaan dalam perspektif jangka panjang akan mempengaruhi nilai pemegang saham (Nuswandari, 2009). Hal ini dikarenakan, investor menggunakan kinerja perusahaan sebagai pedoman dalam melakukan perencanaan strategis

dan keputusan investasi yang akan diambil (Mohammadi dan Malek, 2002).

Dalam studi ini, kinerja perusahaan diukur menggunakan *return on equity* (ROE) yang merupakan salah satu pengukuran dalam rasio profitabilitas. ROE sering disebut sebagai ukuran profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham. Hal ini dikarenakan ROE berkaitan dengan modal saham yang diinvestasikan untuk dikelola manajemen yang membuat ROE menjadi pusat perhatian para pemegang saham (Helfert, 2000). Besarnya nilai ROE suatu perusahaan mengindikasikan potensi semakin tingginya tingkat pengembalian yang akan diterima investor. Hal ini akan meningkatkan permintaan investor terhadap saham perusahaan, sehingga berpotensi meningkatkan harga saham (Harahap, 2007). Sehingga, ROE memiliki arti penting untuk menilai kinerja keuangan perusahaan dalam memenuhi harapan pemegang saham. *Return on equity* (ROE) dinyatakan dalam rumus:

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Teori Sinyal (Signaling Theory)

Signaling theory pertama kali dikemukakan oleh Spence (1973), yang mengungkapkan bahwa dengan memberikan suatu sinyal, pihak pemilik informasi berusaha memberikan informasi yang dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima informasi untuk selanjutnya menyesuaikan perilakunya sesuai dengan pemahamannya terhadap sinyal tersebut. Teori sinyal ini berangkat dari konsep asimetri informasi yaitu keadaan di mana manajemen sebagai pengelola berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik, akan tetapi informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya (Ujiyantho dan Pramuka, 2007).

Menurut *signaling theory*, kinerja perusahaan yang terekam dalam laporan keuangan atau informasi yang dipublikasikan oleh suatu perusahaan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi (Zainudin dan Hartono, 1999). Teori ini menyatakan bahwa laporan keuangan yang baik yang dikeluarkan oleh perusahaan dapat dijadikan tanda bahwa perusahaan telah beroperasi secara baik (Sunardi, 2010). Ketika digunakan dalam praktek pengungkapan perusahaan, *signaling theory* juga menguntungkan bagi perusahaan dalam mengungkapkan praktek *corporate governance* yang baik sehingga dapat menciptakan kualitas perusahaan yang baik dalam pasar saham (Subramaniam, *et al.*, 2009). Dengan demikian,

pengumuman informasi akuntansi memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang sehingga investor tertarik untuk melakukan perdagangan saham dan akhirnya akan membuat pasar bereaksi melalui perubahan dalam volume perdagangan saham (Sharpe *et al.*, 1997). Dahli (2008) juga melaporkan bahwa tingkat pengungkapan dalam laporan tahunan akan berdampak pada pergerakan harga saham yang pada gilirannya berdampak pada *return* saham.

Return Saham (*Stock Return*)

Dalam melakukan investasi saham, investor selalu mengharapkan adanya *return* atau keuntungan. *Return* saham (*stock return*) merupakan tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Ang, 1997). Menurut Jogiyanto (2000), *return* saham dapat dibedakan menjadi dua yaitu *return* ekspektasi (*expected return*) dan *return* realisasi (*realized return*). *Expected return* adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa yang akan datang, sedangkan *realized return* merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis

Mengacu pada beberapa literatur, *stock return* diukur menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR) yaitu selisih dari *return* yang sesungguhnya terjadi (*realized return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*). Dalam perhitungan *abnormal return*, *realized return* yang digunakan merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-*t* yang merupakan selisih harga sekarang terhadap harga sebelumnya, sedangkan *expected return* merupakan *return* yang harus diestimasi. Brown dan Warner (1985) menjelaskan ada tiga model yang dapat digunakan dalam mengestimasi *expected return* yaitu *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model*. Adapun *market-adjusted model* digunakan dalam penelitian ini karena tidak menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* yang diestimasi sama dengan *return* indeks pasar (Hartono, 2009), sehingga lebih baik langsung menggunakan indeks pasar. Tahapan penghitungannya adalah sebagai berikut:

- 1) Menghitung *return* harian perusahaan

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

- 2) Menghitung *return* index harga pasar

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

- 3) Menghitung *abnormal return*

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

- 4) Menjumlah *abnormal return* masing-masing perusahaan selama 11 hari.

$$CAR_{it} = \sum_{n=1}^{11} AR_n$$

Event window (jendela peristiwa) atau disebut juga periode pengamatan dipilih selama 11 hari (5 hari sebelum, hari pengumuman, dan 5 hari sesudah pengumuman) didasarkan pada penelitian-penelitian sebelumnya, dimana reaksi pasar terhadap sinyal yang diberikan sangat cepat dan di samping itu untuk menghindari adanya *confounding effect* atau tercampurnya informasi dari suatu peristiwa dengan peristiwa lain karena terlalu panjangnya *event window* (Jogiyanto, 2010; Setyawasih, 2007).

Debt to Equity Ratio

Debt to equity ratio adalah salah satu rasio keuangan yang tergolong kelompok *solvability ratio* yang digunakan dalam pengukuran resiko terjadinya kebangkrutan pada perusahaan. Fanani (2009) mengungkapkan bahwa *debt to equity ratio* menunjukkan adanya bagian sumber pendanaan dari luar perusahaan yang digunakan untuk operasional maupun investasi. Semakin tinggi nilai *debt to equity ratio* suatu perusahaan, menunjukkan semakin agresif perusahaan tersebut dalam pendanaannya dan akan meningkatkan resiko kebangkrutannya (Kimmel, Weygandt dan Kieso, 2008). *Debt to equity ratio* dinyatakan dalam rumus:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan (*firm size*) adalah salah satu kriteria yang dipertimbangkan oleh investor dalam strategi berinvestasi. Machfoedz (1994) mendefinisikan ukuran perusahaan sebagai suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar atau kecilnya perusahaan menurut berbagai cara (seperti total aktiva, *log* total aktiva, nilai kapitalisasi saham). Menurut Crisostomo, Freire dan Cortes (2011), ukuran perusahaan dapat menentukan kapasitas perusahaan untuk melakukan operasi, menghasilkan laba, dan mempengaruhi reaksi pasar. Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi (Ariyanto, 2002). Ukuran perusahaan dinyatakan dalam rumus:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Log (Total Aktiva)}$$

Hubungan GCG dan *Stock Return*

GCG diyakini dapat memberikan perlindungan efektif bagi pemegang saham dan

kreditor dalam memastikan perolehan *return* atas investasinya dengan benar (FCGI, 2011). GCG yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan (Darmawati *et al.*, 2004).

Melalui *signaling theory* juga, GCG dipandang sebagai suatu landasan untuk memberi sinyal kepada *stakeholder* melalui perolehan *return* saham. Laporan keuangan atau informasi yang dipublikasikan oleh suatu perusahaan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi (Zainudin dan Hartono, 1999; Jogiyanto, 2000). Ketika digunakan dalam praktek pengungkapan perusahaan, *signaling theory* juga menguntungkan bagi perusahaan dalam mengungkapkan praktek *corporate governance* yang baik sehingga dapat menciptakan kualitas perusahaan yang baik dalam pasar saham (Subramaniam, *et al.*, 2009). Dengan demikian, pengumuman informasi akuntansi memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang sehingga investor tertarik untuk melakukan perdagangan saham dan akhirnya akan membuat pasar bereaksi melalui perubahan dalam volume perdagangan saham (Sharpe, *et al.*, 1997). Dahli (2008) juga melaporkan bahwa tingkat pengungkapan dalam laporan tahunan akan berdampak pada pergerakan harga saham yang pada gilirannya berdampak pada *return* saham.

Cremers dan Ferrel (2009) melaporkan adanya hubungan positif yang signifikan antara GCG dan abnormal return. Gompers, Ishii dan Metrick (2003) juga menemukan hubungan yang searah antara GCG dan abnormal return. Hal ini sejalan dengan studi Drobotz, Schillhofer dan Zimmermann (2004), yang melaporkan hubungan positif yang signifikan antara GCG dan *stock return*. Berdasarkan pada tinjauan literatur, maka dihipotesiskan bahwa:

H1: Penerapan GCG berpengaruh positif terhadap *stock return*.

Kinerja Perusahaan sebagai Mediator Hubungan antara GCG dan *Stock Return*

Pengaruh GCG terhadap *stock return* berpotensi tidak saja terjadi secara langsung, tetapi juga secara tidak langsung melalui mediasi variabel kinerja perusahaan. Hal ini didasarkan pada suatu pemikiran bahwa kinerja perusahaan yang dipengaruhi oleh GCG dapat saja berpengaruh terhadap *return* saham. Menurut teori keagenan (*agency theory*) kinerja perusahaan

dipengaruhi oleh adanya konflik kepentingan antara *agent* dengan *principal* yang timbul ketika setiap pihak berusaha untuk mencapai atau mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikehendakinya. Konflik kepentingan antara *agent* dan *principal* tersebut disebut sebagai masalah keagenan. Sehubungan dengan masalah keagenan ini, *corporate governance* yang merupakan salah satu solusi untuk masalah keagenan diharapkan dapat memitigasi konflik kepentingan tersebut dalam organisasi perusahaan. Gompers, Ishii dan Metrick (2003) menemukan hubungan positif antara indeks *corporate governance* dengan kinerja perusahaan jangka panjang. Hal ini sejalan dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *governance* yang baik akan memiliki kinerja operasional yang lebih efisien. Manajer bekerja secara efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan risiko sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Lebih lanjut, kinerja perusahaan yang meningkat akan berdampak pada meningkatnya *stock return* perusahaan. Hal ini sejalan dengan teori sinyal (*signaling theory*) yang membahas bagaimana seharusnya sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan *agent* disampaikan kepada *principal*. Menurut *signaling theory*, kinerja perusahaan yang terekam dalam laporan keuangan atau informasi yang dipublikasikan oleh suatu perusahaan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor atau calon investor perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi (Zainudin dan Hartono, 1999; Jogiyanto, 2000). Dalam berinvestasi, investor akan selalu memilih perusahaan dengan kinerja perusahaan yang baik (Nuryaman, 2015). Hal tersebut akan direspon oleh investor dengan permintaan saham perusahaan yang mengalami peningkatan sehingga akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan yang meningkat pula (Kasmir, 2012). Selain itu, tingginya kinerja perusahaan yang diukur menggunakan ROE akan menyebabkan pembagian dividen dapat dilakukan perusahaan. Kondisi demikian akan membuat *return* saham juga akan meningkat. Dengan uraian tersebut, maka dapat dihipotesiskan bahwa:

H2: Kinerja perusahaan secara signifikan memediasi hubungan antara GCG dan *stock return*.

Hubungan *Debt to Equity Ratio* dengan Kinerja Perusahaan dan *Stock Return*

Salah satu aspek yang dinilai dalam mengukur kinerja perusahaan adalah aspek

leverage atau utang perusahaan. *Debt to equity ratio* merupakan salah satu rasio *leverage* yang menunjukkan komposisi hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi *debt to equity ratio* menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga akan membuat beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur) semakin besar. Hal ini dikarenakan efek beban bunga yang semakin besar juga (Kimmel, Weygandt, dan Kieso, 2008) yang pada akhirnya akan berdampak pada menurunnya kinerja perusahaan. Hal ini sejalan dengan studi Ang (1997) yang mengungkapkan bahwa jika biaya hutang (yang tercermin dalam biaya pinjaman) lebih besar daripada biaya modal sendiri, maka rata-rata biaya modal akan semakin besar sehingga kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on equity* akan semakin kecil. Sehingga semakin tinggi *debt to equity ratio* akan berpengaruh terhadap menurunnya kinerja perusahaan (Martono, 2002; Asgharian, 2003; Pervan dan Visic, 2012).

H3: *Debt to equity ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap kinerja perusahaan.

Debt to equity ratio juga merupakan salah satu rasio keuangan yang tergolong kelompok *solvability ratio* yang digunakan dalam pengukuran resiko terjadinya kebangkrutan pada perusahaan. Semakin tinggi nilai *debt to equity ratio* suatu perusahaan, menunjukkan semakin agresif perusahaan tersebut dalam pendanaannya dan akan meningkatkan resiko kebangkrutannya (Kimmel, Weygandt dan Kieso, 2008). Investor akan menghindari perusahaan yang memiliki *debt to equity ratio* yang tinggi. Hal ini berarti semakin tinggi nilai *debt to equity ratio* maka *stock return* akan semakin rendah. Hal ini sejalan dengan studi Hull (1999) karena investor tentunya akan lebih memilih untuk melakukan investasi pada perusahaan dengan resiko bangkrut yang rendah. Berdasarkan pada tinjauan literatur, maka dapat dihipotesiskan bahwa:

H4: *Debt to equity ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap *stock return*.

Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Kinerja Perusahaan dan *Stock Return*

Menurut Crisostomo, Freire dan Cortes (2011) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan dapat menentukan kapasitas perusahaan untuk melakukan operasi, menghasilkan laba, dan mempengaruhi reaksi pasar. Perusahaan yang lebih besar memiliki akses yang besar kepada individu ataupun pihak-pihak tertentu yang dapat membantu peningkatan

kinerja perusahaan dan memiliki metode pendanaan yang lebih bervariasi dari perusahaan kecil (Johnson, 1995). Selain itu, perusahaan besar juga ditangani dan diatur secara berbeda dari perusahaan kecil. Perusahaan besar cenderung memiliki jumlah aset yang besar pula yang menandakan bahwa perusahaan memiliki produktivitas yang tinggi sehingga menghasilkan beban yang lebih rendah. Beban produksi yang lebih rendah membuat laba perusahaan yang lebih tinggi yang pada akhirnya akan berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena meningkatnya laba perusahaan dapat berpengaruh pada peningkatan kinerja perusahaan. Sehingga, semakin besar ukuran perusahaan akan berpengaruh pada peningkatan kinerja perusahaan (Pervan dan Visic, 2012).

H5: Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja perusahaan.

Perusahaan besar cenderung lebih mudah untuk memasuki pasar modal, sehingga ukuran perusahaan juga dapat berpengaruh terhadap *return* saham. Perusahaan dengan skala besar akan lebih mampu dalam memenuhi permintaan pasar, mampu beroperasi pada tingkat yang optimal dan pada akhirnya lebih mampu menghasilkan laba dalam jumlah yang relatif lebih besar apabila dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran kecil (Sugiarto, 2011). Perolehan laba yang besar akan memberikan sinyal yang positif terhadap investor, sehingga dapat meningkatkan *return* saham. Hal ini sejalan dengan penelitian Wang dan Xu (2002) serta Cinca, Molinero dan Larraz (2005), sehingga dapat dihipotesiskan bahwa:

H6: Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap *stock return*.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menguji pengaruh *good corporate governance* (GCG) terhadap *stock return*, dengan menyertakan kinerja perusahaan sebagai mediator dalam hubungan tersebut. Model 1 untuk menguji H1, H4 dan H6 adalah:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 CGDI + \beta_2 DER + \beta_3 FS + \varepsilon$$

Selanjutnya, Model 2 dan Model 3 didesain untuk melakukan analisis mediasi Baron dan Kenny (1986), serta menguji H2. Model 2 yang juga diperlukan untuk menguji H3 dan H5 adalah:

$$ROE = \alpha_0 + \alpha_1 CGDI + \alpha_2 DER + \alpha_3 FS + \varepsilon$$

Model 3 adalah:

$$CAR = \gamma_0 + \gamma_1 CGDI + \gamma_2 ROE + \gamma_3 FS + \gamma_4 DER + \varepsilon$$

Keterangan:

CAR	: <i>Cumulative Abnormal Return</i>
β, α, γ	: Koefisien
CGDI	: <i>Corporate Governance Disclosure Index</i>
DER	: <i>Debt to Equity Ratio</i>
FS	: Ukuran Perusahaan
ROE	: <i>Return on Equity</i>
ϵ	: <i>Error</i>

Definisi masing-masing adalah sebagai berikut:

- Stock Return* sebagai *dependent variable* akan diukur dengan menggunakan CAR dengan metode *market-adjusted model*.
- Good Corporate Governance* (GCG) sebagai *independent variable* akan diukur menggunakan *corporate governance disclosure index* (CGDI) dengan item pengungkapan berdasarkan Keputusan Ketua Bapepam dan Laporan Keuangan Nomor: KEP-134/BL/2006.
- Kinerja Perusahaan sebagai variabel mediasi akan diukur dengan menggunakan ROE.
- Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai variabel kontrol diperoleh dengan membagi total hutang dengan total ekuitas.
- Ukuran Perusahaan sebagai variabel kontrol diukur dengan logaritma dari total aktiva.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dan yang termasuk dalam kelompok LQ-45. Penarikan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*. Penelitian ini menggunakan 108 pengamatan yang diperoleh dari perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia (BEI) dan mempublikasikan laporan tahunan dan laporan keuangan secara konsisten dan lengkap selama tahun 2010 hingga 2015 dengan total 18 perusahaan. Penelitian ini menggunakan data kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang diambil dari *website IDX*, *website perusahaan*, dan *Yahoo finance*. Data akan diolah dengan menggunakan regresi data panel.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variable	N = 108			
	Mean	Std. Deviasi	Min.	Max.
CGDI	0,767	0,039	0,654	0,846
ROE	0,238	0,237	-0,013	1,258
CAR	-0,009	0,096	-0,797	0,134
FIRMSIZE	13,438	0,401	12,662	14,39
DER	0,821	0,534	0,152	2,353

Tabel 1 menunjukkan data sampel dari 18 perusahaan untuk tahun 2010-2015 sebanyak 108 data. Variabel CGDI mempunyai nilai terendah

0,654 pada perusahaan LSIP tahun 2010 dan nilai tertinggi 0,846 pada perusahaan INDF tahun 2014-2015, JSMR tahun 2014-2015, dan UNVR tahun 2013-2015. Rata-rata dari variabel CGDI sebesar 0,767 yang berarti bahwa secara rata-rata pengungkapan tata kelola perusahaan sudah mencapai 76,7% dari kriteria yang harus diungkapkan berdasarkan Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: KEP-134/BL/2006.

ROE mempunyai nilai terendah -0,013 pada perusahaan ANTM tahun 2014 dan nilai tertinggi 1,258 pada perusahaan UNVR tahun 2013. Rata-rata dari variabel ROE sebesar 0,238 yang berarti bahwa secara rata-rata perusahaan mampu menghasilkan pendapatan bersih sebesar 23,8% dari dari total ekuitasnya.

CAR mempunyai nilai terendah -0,797 pada perusahaan LSIP tahun 2010 dan nilai tertinggi pada perusahaan ASRI 2012 0,134. Rata-rata dari variabel CAR sebesar -0,009 yang berarti bahwa saham perusahaan selama periode 2010-2015 secara rata-rata selama 11 hari menghasilkan *return* harian lebih kecil 0,9% dibandingkan dengan rata-rata *return* pasar (IHSG) pada periode yang sama. Hal ini berarti bahwa nilai *stock return* perusahaan LQ-45 berada di bawah *return* pasar. Hasil ini tidak sesuai dengan ekspektasi bahwa perusahaan LQ-45 memiliki nilai *stock return* yang berada di atas *return* pasar. Hal ini diduga karena penelitian ini hanya menggunakan *event window* selama 11 hari.

Debt to equity ratio mempunyai nilai terendah 0,152 pada perusahaan LSIP tahun 2011 dan nilai tertinggi 2,353 pada perusahaan JSMR tahun 2011. Rata-rata variabel DER sebesar 0,821 yang berarti bahwa perusahaan sampel rata-rata memiliki hutang sekitar 82,1% dari total ekuitas.

Variabel ukuran perusahaan mempunyai nilai terendah 12,662 (Rp 4.587.986.472.840) pada perusahaan ASRI tahun 2010 dan nilai tertinggi 14,390 (Rp 245.435.000.000.000) pada perusahaan ASII tahun 2015. Perusahaan sampel rata-rata memiliki total aset setara dengan Rp 27.416.000.000.000.

Penentuan Model Estimasi

Dalam menentukan model estimasi, pertama-tama dilakukan regresi data panel terhadap Model 1 menggunakan model estimasi *fixed effect* (Tabel 2) dilanjutkan dengan *random effect* (Tabel 3). Hasil dari kedua regresi tersebut digunakan untuk melakukan uji Hausman (Tabel 4) dengan tujuan untuk memilih model estimasi yang sesuai.

Tabel 2. Model Estimasi *Fixed Effects*

Fixed-effects (within) regression
Goodness of fit

R-square = 0,0266		Prob>F = 0,0085		
CAR	Coefficient	Std.Err	t	P> t
CGDI	1,827	0,528	3,46	0,001
DER	-0,093	0,055	-1,7	0,093
FIRMSIZE	-0,154	0,094	-1,64	0,105
_cons	0,741	1,057	0,7	0,485

Tabel 3. Model Estimasi Random Effects

Random-effects GLS regression				
Goodness of fit				
R-square = 0,0597		Prob>chi ² = 0,0394		
CAR	Coefficient	Std.Err	z	P> z
CGDI	1,206	0,44	2,74	0,006
DER	-0,053	0,031	-1,69	0,092
FIRMSIZE	-0,05	0,038	-1,32	0,187
_cons	-0,215	0,375	-0,57	0,565

Tabel 4. Hasil Uji Hausman

	Coefficients			
	(b)		(b-B)	
	fix	ram	Difference	S.E.
CGDI	1,827	1,206	0,621	0,291
DER	-0,093	-0,053	-0,040	0,045
FIRMSIZE	-0,154	-0,050	-0,104	0,086

$$\begin{aligned} \text{chi}^2(4) &= (b-B)' [(V_b - V_B)^{-1}] (b-B) \\ &= 5,54 \\ \text{Prob} > \text{chi}^2 &= 0,1362 \end{aligned}$$

Hasil uji Hausman menunjukkan probabilitas chi^2 (0,1362) yang lebih besar dari tingkat signifikansi 10%, sehingga H_0 gagal ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa model estimasi adalah *random effects*, sehingga uji asumsi klasik tidak perlu dilakukan karena *random effects* dianggap telah memenuhi seluruh uji asumsi.

Uji Kelayakan Model

Hasil uji pada Model 1 (Tabel 3) menunjukkan angka probabilitas chi^2 (0,0394) yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 10%, sehingga model ini layak. Nilai R^2 sebesar 0,0597 menunjukkan bahwa variasi dalam variabel GCG, *debt to equity ratio*, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama menjelaskan sekitar 5,97% dari total variasi variabel CAR.

Tabel 5. Hasil Uji Kelayakan Model 2

Model 2				
Random-effects GLS regression				
Goodness of fit				
R-square = 0,0526		Prob>chi ² = 0,0009		

Hasil uji pada Tabel 5 menunjukkan angka probabilitas chi^2 sebesar 0,0009 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 10%, sehingga Model 2

memenuhi kriteria uji kelayakan model. Nilai R^2 sebesar 0,0526 menunjukkan bahwa variasi dalam variabel GCG, *debt to equity ratio*, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama menjelaskan 5,27% dari total variasi variabel ROE.

Tabel 6. Hasil Uji Kelayakan Model 3

Model 3				
Random-effects GLS regression				
Goodness of fit				
R-square = 0,0593		Prob>chi ² = 0,0773		

Hasil uji pada Tabel 6 menunjukkan angka probabilitas chi^2 sebesar 0,0773 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 10%, sehingga Model 3 memenuhi kriteria uji kelayakan model. Nilai R^2 sebesar 0,0593 menunjukkan bahwa variasi dalam variabel GCG, ROE, *debt to equity ratio*, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama menjelaskan 5,93% dari total variasi variabel CAR.

Pengujian Hipotesis

Tabel 3 menunjukkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Koefisien CGDI sebesar 1,206 (SE = 0,440) menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan ($\alpha = 10\%$) *corporate governance* terhadap CAR, sehingga H_1 diterima. DER (*coef.* = -0,053; SE = 0,031) berpengaruh negatif dan signifikan ($\alpha = 10\%$) terhadap CAR, sehingga H_4 diterima. Pengaruh ukuran perusahaan (*coef.* = -0,050; SE = 0,381) terhadap CAR tidak signifikan, sehingga H_6 ditolak.

Tabel 7. Regresi Model 2

Model 2				
ROE	Coefficient	Std. Err	z	P> z
CGDI	-0,079	0,370	-0,21	0,830
DER	0,096	0,037	2,58	0,010
FIRMSIZE	-0,175	0,061	-2,84	0,004
_cons	2,567	0,689	3,73	0,000

Berdasarkan hasil regresi Model 2 (Tabel 7), variabel CGDI (*coef.* = -0,079; SE = 0,370) tidak berpengaruh signifikan ($\alpha = 10\%$) terhadap ROE. DER (*coef.* = 0,096; SE = 0,037) berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE, sehingga H_3 ditolak. Ukuran perusahaan (*coef.* = -0,175; SE = 0,061) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROE, sehingga H_5 ditolak.

Tabel 8. Regresi Model 3

Model 3				
CAR	Coefficient	Std. Err	z	P> z

ROE	0,003	0,051	0,06	0,955
CGDI	1,225	0,444	2,76	0,006
DER	-0,055	0,033	-1,65	0,099
FIRMSIZE	-0,052	0,388	-1,34	0,181
_cons	-0,208	0,382	-0,54	0,587

Hasil regresi pada Tabel 8 menunjukkan ROE tidak berpengaruh terhadap *stock return*, sehingga H2 ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa pengaruh variabel GCG terhadap *stock return* bersifat langsung (*direct*), dan tidak dimediasi oleh kinerja perusahaan (ROE). Dengan demikian, penjelasan analisis data yang terkait dengan pengaruh *corporate governance* dan variabel kontrol terhadap CAR harus didasarkan pada hasil regresi Model 1 (Tabel 3).

Penelitian ini menemukan bahwa *corporate governance* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*. Hasil ini didukung oleh penelitian Gompers, Ishii dan Metrick (2003); Drobetz, Schillhofer dan Zimmermann (2004); Cremers dan Ferrel (2009); serta Bistрова dan Lace (2011) yang juga menemukan hubungan positif yang signifikan antara *corporate governance* dan *stock return*. Hal ini juga sesuai dengan *signaling theory*, dimana GCG dipandang sebagai suatu landasan untuk memberi sinyal kepada *stakeholder* melalui pengungkapan praktek *corporate governance* yang baik sehingga dapat menciptakan kualitas perusahaan yang baik dalam pasar saham (Subramaniam, *et al.*, 2009). Sehingga pengungkapan GCG akan memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang sehingga investor tertarik melakukan perdagangan saham dan akhirnya akan membuat pasar bereaksi melalui perubahan dalam volume perdagangan saham yang pada akhirnya akan berdampak pada naiknya *stock return* (Sharpe, *et al.*, 2007; Dahli, 2008).

Dalam penelitian ini ditemukan bahwa kinerja perusahaan tidak memediasi hubungan GCG terhadap *stock return*. Kegagalan variabel ROE dalam memediasi hubungan GCG terhadap *stock return* ini mengindikasikan bahwa dalam merespon *stock return*, investor langsung melihat pengungkapan GCG (CGDI) tanpa melihat ROE. Hal ini berarti bahwa sinyal pengungkapan GCG (CGDI) lebih kuat dibandingkan sinyal ROE bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya bahwa kuatnya sinyal GCG bagi investor ini sejalan dengan studi Subramaniam, *et al.* (2009) yang mengungkapkan bahwa GCG dipandang sebagai suatu landasan untuk memberi sinyal kepada *stakeholder* melalui pengungkapan praktek *corporate governance* yang baik sehingga dapat

menciptakan kualitas perusahaan yang baik dalam pasar saham. Sharpe, *et al.* (2007) dan Dahli (2008) juga menyatakan bahwa pengungkapan GCG akan memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang sehingga investor tertarik untuk melakukan perdagangan saham dan akhirnya akan membuat pasar bereaksi melalui perubahan dalam volume perdagangan saham yang pada akhirnya akan berdampak pada naiknya *stock return*. Hal inilah yang menyebabkan investor lebih memilih untuk langsung melihat pengungkapan GCG dibandingkan dengan melihat ROE.

Berdasarkan hasil penelitian, DER diketahui memiliki hubungan positif signifikan terhadap ROE. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan dapat menggunakan hutangnya secara efektif dalam meningkatkan *net income*, atau dapat juga berarti bahwa kenaikan hutang perusahaan mampu menghasilkan keuntungan yang optimal dengan biaya hutang yang minimum, sehingga perubahan DER dapat meningkatkan kinerja atau laba perusahaan (ROE). Hal ini diduga disebabkan karena besarnya hutang meningkatkan beban bunga, yang selanjutnya akan mengurangi pajak yang harus dibayarkan perusahaan, sehingga akan menyisakan lebih banyak laba (Walsh, 2004). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Bukit (2012) serta Herdiani, Darminto, dan Endang (2013) yang menyatakan bahwa DER berpengaruh positif terhadap ROE.

Selain itu, dalam penelitian ini ditemukan bahwa DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock return*. Hal ini diduga disebabkan oleh keadaan dimana investor menghindari perusahaan dengan nilai *debt to equity ratio* yang tinggi karena berasumsi akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan, tanpa mempertimbangkan kemampuan manajemen dalam menggunakan hutang untuk menghasilkan laba. Hasil ini didukung oleh studi Hull (1999).

Dalam penelitian ini ditemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini diduga karena seiring berkembangnya perusahaan maka biaya-biaya yang ditanggung perusahaan juga akan semakin besar, sehingga secara keseluruhan akan menurunkan laba perusahaan. Perusahaan yang besar cenderung memiliki lebih banyak biaya-biaya yang harus dikeluarkan untuk tetap mempertahankan eksistensinya dalam pasar persaingan. Dari segi modal, perusahaan besar juga membutuhkan lebih banyak modal dari internal dan eksternal karena perusahaan yang berukuran besar mengeluarkan banyak biaya

yang digunakan untuk meningkatkan aset serta membayar hutang dan memenuhi kewajiban-kewajiban. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan aset yang besar diduga dibiayai oleh penambahan ekuitas yang lebih besar. Hasil ini didukung oleh studi Dhawan (2001).

Selain itu, penelitian ini menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock return*. Hal ini mengindikasikan bahwa investor dalam mengambil keputusan investasinya kurang memperhatikan ukuran perusahaan, sehingga pertumbuhan total aset yang memperlihatkan ukuran perusahaan tidak direspon oleh perubahan *return* saham yang diterima investor. Hasil ini didukung oleh studi Setiyono dan Amanah (2016) yang mengungkapkan bahwa besarnya jumlah aset yang dimiliki perusahaan bila tidak dikelola dengan baik maka tidak akan bisa menghasilkan laba yang besar sehingga tidak dapat digunakan untuk memprediksi laba yang akan diperoleh perusahaan dan *return* yang akan diperoleh investor. Hal ini menyebabkan investor tidak tertarik dalam melihat besar kecilnya ukuran perusahaan melalui jumlah aset yang dimiliki perusahaan dalam membuat keputusan investasi.

KESIMPULAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *good corporate governance* berpengaruh signifikan positif dan memiliki hubungan yang langsung (*direct*) terhadap *stock return* tanpa dimediasi oleh kinerja perusahaan. *Debt to equity ratio* berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja perusahaan dan berpengaruh signifikan negatif terhadap *stock return*. Sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap kinerja perusahaan dan tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock return*.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah pengujian hanya terbatas pada 18 perusahaan indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mempublikasikan laporan tahunan dan laporan keuangan secara konsisten dan lengkap selama tahun 2010-2015 sehingga hasil empirisnya tidak dapat digeneralisasikan. Keterbatasan lainnya adalah hasil *stock return* perusahaan LQ-45 yang seharusnya bagus tetapi malah lebih rendah dibandingkan dengan pasar kemungkinan disebabkan karena hanya menggunakan *event window* selama 11 hari. Sehingga, bagi penelitian selanjutnya disarankan untuk dapat memperluas

skala objek penelitian, tidak terbatas pada perusahaan indeks LQ-45 BEI dan menggunakan *event window* yang lebih panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, R. (1997). Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market). *Jakarta: Mediasoft Indonesia*.
- Ariyanto, T. (2002). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Manajemen Indonesia, 1(1)*, 64-71.
- Asgharian, H. (2003). Are highly leveraged firms more sensitive to an economic downturn?. *The European Journal of Finance, 9(3)*, 219-241.
- Azam, M., Usmani, S., & Abassi Z. (2011). The Impact of Corporate Governance on Firm's Performance: Evidence from Oil and Gas Sector of Pakistan. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 5(12)*, 2978-2983.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology 51(6)*, 1173-1182.
- Bhuiyan, M. H. U., & Biswas P. K. (2007). Corporate Governance and Reporting: An Empirical Study of the Listed Companies in Bangladesh. *Journal of Business Studies, 25(1)*.
- Bistrova, J. & Lace, N. (2011b). Evaluation of Corporate Governance Influence on Stock Performance of CEE Companies. *WMSCI 2011 Proceedings I, United States of America, Orlando, 19.-22. July, 2011, 59-64*.
- Black, B., Jang, H., & Woochan Kim. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, & Organization, 22(2)*, 366-413.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns. *Journal of Financial Economics 14*, 3-31.
- Bukit, R. B. (2012). Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas: analisis data panel perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Bisnis, 4(3)*, 205-218.
- Cinca, C. S., Molinero, C. M., & Larraz, J. G. (2005). Country and size effects in

- financial ratios: A European perspective. *Global Finance Journal*, 16(1), 26-47.
- Core, J. E., W. R. Guay, & T. O. Rusticus. (2006). Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns: An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations. *Journal of Finance* 61, 655-687.
- Cremers, M., & Ferrel, A. (2009). Thirty Years of Corporate Governance: Firms Valuations & Stock Returns. *YALE ICF Working Paper 09-09*.
- Crisostomo V., Freire V., & Vasconcellos F. (2011). *Corporate Social Responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil*. *Social Responsibility Journal* 7(2), 295-309.
- Dahli, L., & Sylvia V. S. (2008). Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2005 dan 2006). *Simposium Nasional Akuntansi 11, Universitas Tanjung Pura, Pontianak*.
- Darmawati D., Khomsiyah, & Rahayu R. G. (2004). Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VII. 2-3 Desember 2004, Denpasar, Bali*. 391-407.
- Deblack, J. (2012). *Opini Auditor*. Retrieved February 27, 2017 from <http://archive.kaskus.co.id/thread/12946595/1>
- Dhawan, R. (2001). Firm size and productivity differential: theory and evidence from a panel of US firms, *Journal of Economic Behavior and Organization* 44, 269-293.
- Drobtz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence From Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Emirzon, J. (2007). Regulatory Driven dalam Implementasi Prinsip-prinsip Good Corporate Governance pada perusahaan di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*, 4(8).
- Fanani, Z. (2009). Kualitas Informasi Pelaporan Keuangan: Faktor-Faator Penentu dan Konsekuensi Ekonomik. Disertasi. Malang, Jawa Timur, Indonesia: Program Doktor Ilmu Akuntansi Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.
- FCGI. (2011). Retrieved February 17, 2017 from <http://www.fcgi.or.id/corporate-governance/about-good-corporate-governance.html>
- Gompers, Paul, Joy, Ishii, & Andrew, Metrick. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 118.
- Harahap, S. S. (2007). Analisis Kritis atas Laporan Keuangan, Edisi I. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada.
- Hartono. (2009). Pengaruh Right Issue terhadap Kinerja Saham dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akmenika*, 4.
- Helfert, E.A (1996). Teknik Analisis Keuangan (Petunjuk Praktis untuk Mengelola dan Mengukur Kinerja Perusahaan). Edisi 8. Jakarta: Erlangga.
- Herdiani, T., Darminto, & Endang. (2013). Pengaruh financial leverage terhadap profitabilitas: studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2011. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 5(1), 1-8.
- Hull, R. M. (1999). Leverage ratios, industry norms, and stock price reaction: An empirical investigation of stock-for-debt transactions. *Financial Management*, 32-45.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of Financial and Economics* 3, 305-360.
- Jogiyanto, H. (2000). Teori Portofolio dan Analisis Investasi, BPFE, Yogyakarta
- Jogiyanto, H. (2010). Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa. Edisi Pertama. BPFE UGM.
- Jogiyanto, H. (2015). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 9. Yogyakarta : PT BPFE.
- Johnson, E. N., Walker, K. B., & Westergaard, E. (1995). Supplier concentration and pricing of audit services in New Zealand. *Auditing*, 14(2), 74.
- Johnson, S.A., Moorman T., & Sorescu S. (2009). A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices. *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : Rajawali Pers.
- Katz, E., & Lazarsfeld, P. F. (1955). Personal Influence: The Part Played by People in the Flow of Mass Communications. New York: The Free Press.
- Khan, K., Nemati A. R., & Ifthikar M. (2011). Impact of Corporate Governance on Firm's

- value of Tobacco Industry of Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics, Issue 61*.
- Kimmel, P. D., Weygandt, J. J., & Kieso, D. E. (2008). Business & Economics.
- Machfoedz, M. U. (1994). Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes in Indonesia. *Kelola*, 7(3), 114-134.
- Martono, C. (2002). Analisis Pengaruh Profitabilitas Industri, Rasio Leverage Keuangan Tertimbang Dan Intensitas Modal Tertimbang Serta Pangsa Pasar Terhadap ROA Dan ROE Perusahaan Manufaktur Yang Go Publik Di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 4(2), 126-140.
- Mohammadi, M., & Malek, A. (2012). An Empirical Study of Financial Performance Evaluation of a Malaysian Manufacturing Company. *Academica Science Journal Economica Series ISSN: 2285-8067*.
- Monks, Robert A.G., & Minow, N. (2003). Corporate Governance 3rd Edition, Blackwell Publishing.
- Nuryaman. (2015). The Influence Of Intellectual Capital On The Firm's Value With The Financial Performance As Intervening Variable. *Procedia - Social And Behavioral Sciences, 2nd Global Conference On Business And Social Sciences (Gcbss-2015) On "Multidisciplinary Perspectives On Management And Society", 17-18 September, 2015, Bali, Indonesia, 211:292*
- Nuswandari, C. (2009). Pengaruh Corporate Governance Perception Index terhadap Kinerja Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 16(2), 70-84
- Pervan, M., & Višić, J. (2012). Influence of firm size on its business success. *Croatian Operational Research Review*, 3(1), 213-223.
- Ponnu, C. H. (2008). Corporate Governance Structures and the Performance of Malaysian Public Listed Companies. *International Review of Business Research Papers* 4(2), 217-230.
- Sayidah, N. (2007). Pengaruh Kualitas Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan Publik. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 11(1), 1-19.
- Setiyono, E. & Amanah, L. (2016). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 5(5).
- Setyawasih, R. (2007). Studi tentang Peristiwa (*Event Study*): Suatu Panduan Riset Manajemen Keuangan di Pasar Modal. *Jurnal Optimal* 1(1), 52-58.
- Sharpe, W. F., Alexander, Gordon J., et al. (1997). Investasi. Jilid 2. Jakarta: PT. Ikrar Media Abadi.
- Shleifer, A., & Vishny R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Soegoto, E.S. (2010). *Entrepreneurship Menjadi Pebisnis Ulung*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics* 87 (3), 355-374.
- Subramaniam, N., McManus L., & Zhang J. (2009). Corporate Governance, Firm Characteristics, and Risk Management Committee Formation in Australia Companies. *Managerial Auditing Journal*, 24(4), 316-339.
- Sugiarto, A. (2011). Analisa Pengaruh Beta, Size Perusahaan, DER dan PBV Ratio Terhadap Return Saham. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 3(1).
- Sunardi, H. (2010). Pengaruh Penilaian Kinerja dengan ROI dan EVA Terhadap Return Saham pada Perusahaan yang Tergabung dalam Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Akuntansi*, 2(1), 70-92.
- Sunarto. (2003). Corporate Governance dan Kinerja Saham. *Fokus Ekonomi*, 2(3).
- Ujiyantho, M. A., & Pramuka, B.A. (2007). Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi X, Unhas Makassar*.
- Walsh, C. (2004). Key Management Ratios (3rd ed.). (S. Haikal, Trans.). Jakarta: Erlangga.
- Wang, M., Qiu, C., & Kong, D. (2011). Corporate Social Responsibility, Investor Behaviors, and Stock Market Returns: Evidence from a Natural Experiment in China. *Journal of Business Ethics*, 127-141.
- Xu, X. D., Zeng, S. X., & Tam, C. M. (2012). Stock market's reaction to disclosure of environmental violations: evidence from China. *Journal business ethics*, 107, 227-233..
- Zainudin, & J. Hartono. (1999). Manfaat Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Pertumbuhan Laba. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 2(1), 66-90.