

**PENGARUH *BOARD INDEPENDENCE*, *INSTITUTIONAL OWNERSHIP* DAN *LARGE SHAREHOLDERS* TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN KEUANGAN DI INDONESIA PADA PERIODE KRISIS KEUANGAN**

**Muhammad Bayu Aji S, S.Mb.,M.Com**  
*muhammad.bayu@widyatama.ac.id*  
**Fakultas Bisnis dan Manajemen**  
**Universitas Widayatama, Indonesia**

**Dra Alfiana MM**  
*alfiana@widyatama.ac.id*  
**Fakultas Bisnis dan Manajemen**  
**Universitas Widayatama, Indonesia**

**Anissa Agustina R, S.Mb.,M.M**  
*anissa.rahmadini@widyatama.ac.id*  
**Fakultas Bisnis dan Manajemen**  
**Universitas Widayatama, Indonesia**

**ABSTRAK**

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui sejauh mana pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan pada periode tahun 2007-2008 atau yang dikenal dengan periode *Global Financial Crisis*, yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, khususnya perusahaan yang bergerak di industri keuangan. Rancangan penelitian bersifat deskriptif. Metode pengumpulan data adalah dokumentasi. Jenis data berbentuk sekunder berupa laporan keuangan perusahaan. Dalam mengukur kinerja perusahaan peneliti menggunakan data *stock returns* yang dimulai dari triwulan pertama tahun 2007 hingga triwulan ketiga di tahun 2008. Kemudian, dalam mengukur *corporate governance* kami fokus pada tiga aspek dalam struktur kepemilikan perusahaan dan *board of directors* perusahaan. Aspek pertama adalah *board independence*. Aspek kedua adalah kepemilikan oleh institusi (*institutional ownerships*), dan yang terakhir adalah kepemilikan besar (*large shareholders*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa dari ketiga aspek *corporate governance* tersebut, tidak satu variabel pun yang menunjukkan hasil yang signifikan. Bahkan dengan adanya variabel dummy dan variabel control, seluruh variabel tersebut tidak menghasilkan pengaruh yang signifikan terhadap harga saham.

*Keywords: Corporate Governance, Firm Performance, Multivariate Regression Model, Ordinary Least Square*

# BAB I

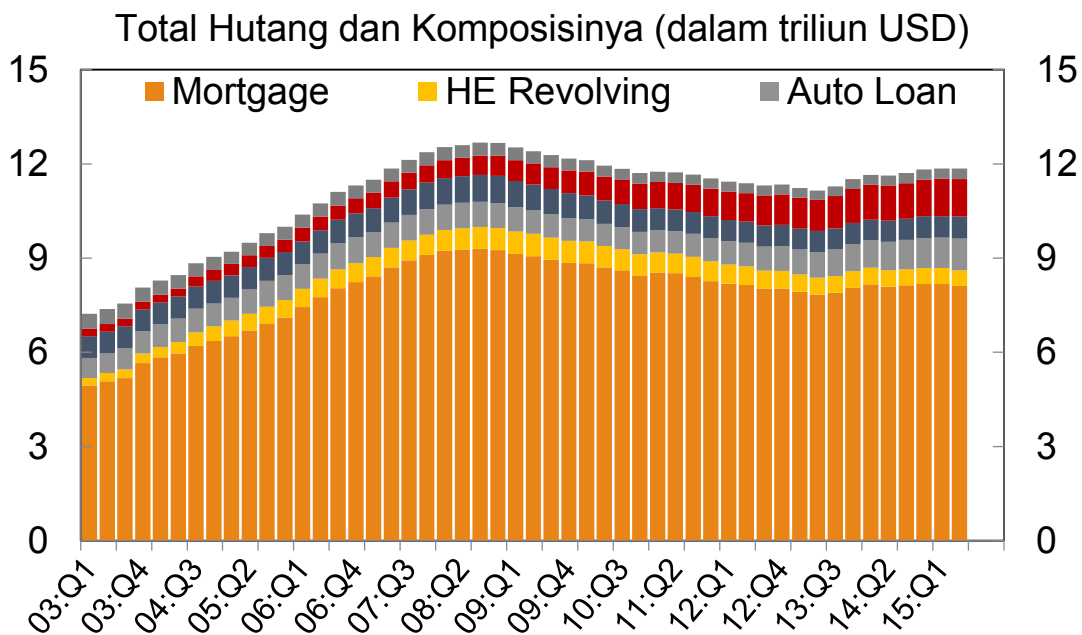
## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Krisis di tahun 2008 adalah salah satu krisis terburuk yang menimpa dunia setelah *The Great Depression* yang terjadi di tahun 1930an. Krisis yang awalnya terjadi di Amerika Serikat ini tidak hanya menyebabkan bangkrutnya salah satu institusi keuangan terbesar di Amerika, Lehman Brothers, tetapi juga jatuhnya perekonomian di berbagai Negara di dunia, termasuk Indonesia. Khususnya di Amerika, krisis mengakibatkan tingginya tingkat inflasi dan pengangguran di negara tersebut. Krisis di tahun 2008 yang disebut juga sebagai *Global Financial Crisis* diawali dengan berbagai macam kejadian beruntun.

Krisis di Amerika diawali dengan sesuatu yang disebut *Housing Bubble*. *Housing bubble* yang dimulai pada tahun 2001 dan kemudian mencapai puncaknya (*bubble burst*) pada 2005 adalah awal dari krisis yang mendunia ini. *Housing bubble* adalah sebuah *economic bubble* yang terjadi pada pasar properti di suatu Negara (Bianco, 2008). Hal ini ditunjukkan oleh peningkatan drastis dari harga perumahan hingga mencapai tingkat yang tidak dapat dipertahankan lagi yang berkaitan dengan pendapatan masyarakat dan tingkat keterjangkauan. Setelah terjadi *bubble*, terjadilah sebuah *bubble burst* atau jatuhnya nilai dari perumahan di Amerika. Penurunan nilai ini terjadi sangat tajam bahkan lebih tinggi penurunannya dari pada peningkatannya. *Housing bubble burst* kemudian menjadi sesuatu yang sangat buruk karena tingginya jumlah penerima kredit *sub-prime mortgage* di Amerika Serikat. *Sub-prime mortgages* adalah paket kredit yang khusus diperuntukkan kepada masyarakat dengan tingkat pendapatan rendah yang tidak memiliki jaminan untuk pinjamannya. *Sub-prime mortgage* adalah sebuah paket kredit perumahan yang memiliki suku bunga yang relative rendah. Pinjaman untuk membeli rumah atau dikenal dengan KPR

(Kredit Perumahan Rakyat) di Indonesia meningkat dengan drastis. Banyak orang dengan kemampuan keuangan yang cukup lemah berbondong-bondong membeli rumah dengan pinjaman sub-prime. Mereka percaya bahwa harga rumah akan terus naik dan juga percaya bahwa mereka mampu untuk melunasi pinjamannya. Tapi kenyataan yang terjadi, diluar perkiraan banyak pihak. Pada akhirnya banyak masyarakat *sub-prime* yang gagal melakukan pembayaran untuk KPR-nya. Lalu bagaimana hal ini bisa menciptakan sebuah krisis yang sangat besar?



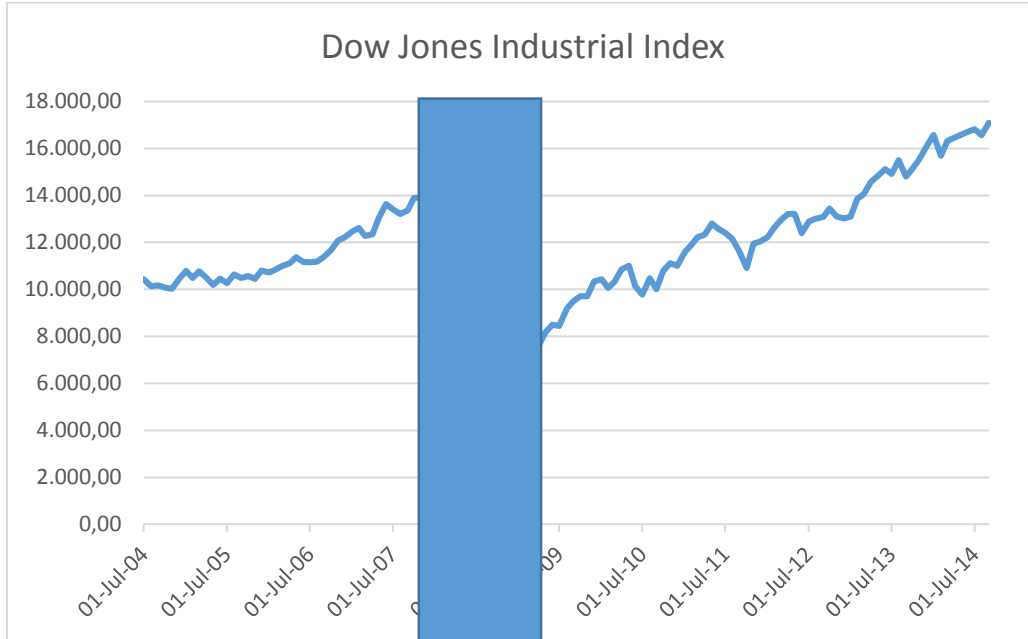
Gambar 1.1 Jumlah hutang individual di Amerika Serikat Sumberr: FRBNY Consumer Credit Panel/Equifax

Ketika bank memberikan *sub-prime mortgage* kepada nasabahnya, pinjaman ini di-*bundle* oleh bank menjadi sekuritas dan dijual kepada pihak lain untuk mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi lagi. Padahal, pada saat tingginya *sub-prime mortgage* yang diberikan kepada masyarakat, memberikan resiko yang lebih tinggi lagi kepada bank. Proses ini biasa disebut *securitization*. Menurut Black's Law Dictionary, *securitization* adalah proses keuangan yang terstruktur dimana asset, piutang atau instrument keuangan didapatkan dan dikumpulkan dan

ditawarkan sebagai jaminan kepada pihak ketiga. Kemudian, sekuritas ini disebut sebagai *Mortgage-Backed Securities (MBS)*. Kehadiran MBS ini dibantu oleh adanya penerapan rating oleh agen keuangan terkait, menjadikan pinjaman yang memiliki resiko gagal bayar yang tinggi menjadi sebuah paket yang dapat di pindahkan ke pihak lain resikonya.

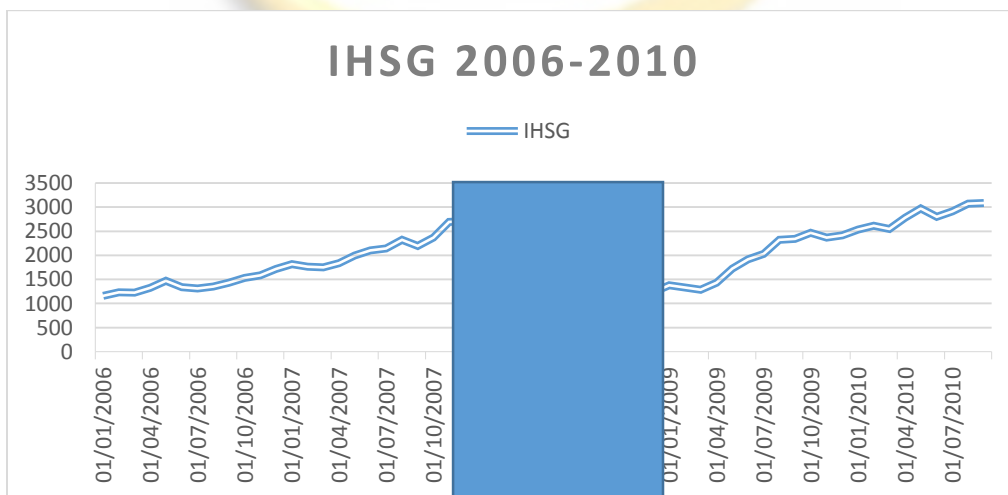
Di awal tahun 2007, kejatuhan industri *sub-prime mortgage* mulai terjadi. Peminjam gagal untuk melunasi kreditnya. Diperparah dengan tingginya suku bunga bank sentral Amerika, peminjam gagal untuk mendapatkan pinjaman yang lain. Hal ini menyebabkan bangkrutnya bank-bank debitor *sub-prime mortgage*. Kemudian, dipertengahan 2007, analis keuangan meramalkan bahwa bank-bank besar di Wall Street akan mulai terkena imbasnya. Hal itu pun terjadi ketika di bulan maret 2008, Bear Stearn harus diselamatkan oleh J.P Morgan dengan perantara pemerintah Amerika. Kemudian berlanjut di bulan September dengan Freddie Mac dan Fannie Mae yang harus diselamatkan oleh pemerintah AS dengan dana talangannya. Namun, ini bukan akhir dari mimpi buruk pemerintah AS. Pada tanggal 14 september, Merrill Lynch dan Lehman Brothers sedang di ambang kebangkrutan. Saat itu pemerintah AS menolak untuk melakukan bantuan yang sama terhadap kedua perusahaan ini. Pemerintah AS ingin mengusahakan bantuan dari pihak swasta. Merrill Lynch berhasil diselamatkan dengan menjual kepemilikannya kepada Bank of America. Tetapi hal sebaliknya terjadi pada Lehman Brothers, karena gagal mendapatkan pembeli, Lehman Brothers dinyatakan bangkrut di hari yang sama.

Krisis dan kebangkrutan tidak hanya mengintai bank-bank di AS, salah satu perusahaan asuransi terbesar di sana pun dinyatakan hamper menemui kebangkrutan. AIG mengalami kerugian saying besar pada produk *Credit Default Swaps (CDS)*. Untuk menyelamatkannya, *The Federal Reserve* menyalurkan pinjaman sebesar \$85 miliar pada 16 september. Namun, pinjaman tersebut dianggap masih kurang, sehingga ditambah lagi sebesar \$38 miliar.



Gambar 1.2 Indeks Dow Jones (sumber: Yahoo Finance)

Krisis yang terjadi pada tahun 2008 ini, memiliki imbas langsung terhadap ekonomi di Amerika. Salah satunya adalah turunnya nilai saham di Negara tersebut. Selain itu, krisis yang terjadi juga merambat ke negara-negara lain khususnya Eropa dan Asia. Di Asia sendiri, khususnya Indonesia mengalami penurunan performa di industri keuangannya.



Gambar 1.3 Indeks Harga Saham Gabungan (sumber: Yahoo Finance)

Hal ini bisa dilihat dari penurunan nilai pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). IHSG awalnya mengalami kenaikan yang sangat baik di awal tahun 2008 yang mencapai rekor terbaiknya sebesar 2.830 (detik finance, 2008). Namun, di triwulan keempat, IHSG mengalami penurunan sebesar 50% hingga mencapai level 1.451. Kondisi ini, selain disebabkan oleh krisis keuangan global yang sudah mulai terjadi di Amerika sudah merambat ke negara-negara lain, kondisi pasar modal di negara kita saat itu juga diperparah dengan kasus gagal bayar repo (repurchase agreement) oleh Group Bakrie.

Dengan demikian, sudah terlihat melalui data-data indeks Dow Jones dan IHSG bahwa krisis keuangan global berpengaruh sangat besar terhadap kinerja pasar modal di berbagai negara khususnya di Indonesia. Maka dari itu, melalui penelitian ini kami mencoba untuk dapat memberikan solusi bagi praktisi atau para pemangku jabatan perusahaan-perusahaan di industri keuangan Indonesia untuk dapat memaksimalkan *corporate governance* di perusahaannya untuk menentukan kebijakan terbaik dalam menghadapi krisis yang mungkin saja terjadi di masa depan dengan mengangkat judul “Pengaruh *Board Independence*, *Large Shareholders* dan *Institutional Ownerships* Terhadap Kinerja Perusahaan Keuangan di Indonesia Pada Periode Krisis Keuangan Global 2007-2008”

## 1.2 Hipotesis

Diduga bahwa faktor *corporate governance* yang terdiri *Board Independence*, *Large Shareholders* dan *Institutional Ownerships* dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan terutama di periode krisis, seperti krisis keuangan global di tahun 2008.

### 1.3 Perumusan Masalah

Adapun masalah yang akan penulis angkat sebagai berikut:

1. Bagaimana *Board Independence*, *Large Shareholders* dan *Institutional Ownerships* dapat berpengaruh pada kebijakan perusahaan?
2. Apakah *Board Independence*, *Large Shareholders* dan *Institutional Ownerships* dapat memperbaiki kinerja perusahaan-perusahaan keuangan di Indonesia?

### 1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk dapat mengetahui pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan di saat krisis keuangan global tahun 2008. Secara spesifik tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisa pengaruh *Board Independence*, *Large Shareholders* dan *Institutional Ownerships* terhadap kinerja perusahaan di periode krisis keuangan global tahun 2008.
2. Untuk mengetahui apakah *Board Independence*, *Large Shareholders* dan *Institutional Ownerships* yang dilakukan perusahaan-perusahaan di Indonesia dapat memperbaiki kinerja perusahaan mereka di periode krisis keuangan global tahun 2008.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 *Financial Crisis*

*Financial crisis* atau krisis keuangan sudah sering terjadi di dalam dunia bisnis. Krisis dalam artian yang luas bisa dipengaruhi oleh faktor makroekonomi dan factor lainnya. Salah satu krisis terbesar yang pernah terjadi di dunia adalah krisis yang dikenal dengan sebutan “The Great Depression” yang terjadi di Amerika di periode 1930an. Kemudian di Indonesia, salah satu krisis terbesar yang pernah dialami bangsa ini adalah krisis moneter tahun 1998. Krisis yang terjadi ini adalah krisis yang diawali dengan krisis yang juga terjadi di negara-negara Asia lainnya seperti Thailand, Malaysia dan Korea Selatan. Mitton, T (2002) menyebut krisis ini dengan sebutan *East Asian Crisis* menyebutkan bahwa dalam krisis ini negara-negara seperti Indonesia, Thailand, Malaysia dan Korea Selatan mengalami penurunan dalam bidang pasar modal dan devaluasi mata uang paling parah dari negara Asia lainnya. Maka dari itu, krisis yang berpusat pada menurunnya kondisi keuangan suatu negara lebih sering disebut sebagai krisis keuangan. Kemudian, Bae J sung juga melakukan sebuah penelitian yang berkaitan dengan *East Asian Crisis*. Baek J S juga menyatakan dalam penelitiannya bahwa krisis yang terjadi di Korea Selatan memiliki imbas negatif yang signifikan terhadap nilai pasar (*market firms value*) perusahaan. Kemudian, di tahun 2008, krisis yang baru saja terjadi, kita kenal dengan sebutan “Global Financial Crisis”. Namun, dalam literatur-literatur yang ada, krisis ini lebih sering disebut dengan “Subprime Mortgage Crisis” karena krisis yang mengakibatkan bank-bank besar hampir menghadapi kebangkrutan ini diawali oleh krisis di bidang sub-

prime mortgage. Seperti yang telah kita ketahui, krisis yang awalnya terjadi di Amerika Serikat ini mengakibatkan bangkrutnya salah satu institusi keuangan terbesar di sana, yaitu Lehman Brothers. Berbeda dengan bank-bank lain yang mendapatkan bantuan atau pembeli untuk menyelamatkan asetnya, Lehman Brothers pada bulan September 2008 gagal mendapatkan pembeli sehingga akhirnya dinyatakan bangkrut oleh pemerintah Amerika Serikat. Adams R dan Mehran (2008) menyebutkan bahwa krisis yang terjadi di tahun 2008 adalah krisis keuangan yang berbeda dari krisis keuangan yang lainnya, yang mana *corporate governance* dari bank-bank yang terlibat memiliki porsi kesalahan yang besar. Krisis yang juga ikut melibatkan negara-negara besar lainnya di Eropa ini, mengakibatkan pembekuan kredit secara besar-besaran di seluruh dunia yang membutuhkan intervensi pemerintah di berbagai negara untuk dapat menjaga perekonomiannya di negara mereka masing-masing (Adams and Mehran, 2008 p.1). Taylor (2009) dalam penelitiannya mengatakan bahwa akar dari segala krisis adalah factor makroekonomi yang diwakili oleh longgarnya kebijakan moneter yang dilakukan oleh sebuah negara, sehingga ada sejumlah perusahaan yang menerima imbas dari krisis yang lebih besar dari pada perusahaan lainnya. Bisa kita ketahui bahwa perbedaan pengaruh sebuah krisis terhadap perusahaan bisa dipengaruhi oleh berbagai macam alasan. Salah satunya adalah perbedaan standar *corporate governance* yang dijalankan oleh perusahaan. Sejalan dengan Adarms & Mehran, Kirkpatrick (2009) juga mengatakan bahwa kegagalan *boards directors* di perusahaan keuangan adalah sumber utama dari krisis keuangan. Dalam penelitian tersebut, Ia menyebutkan bahwa kegagalan besar dalam sistem manajemen resiko perusahaan-perusahaan keuangan juga diperparah oleh sistem insentif yang mendorong manajer untuk mengambil resiko yang besar bagi perusahaannya.

## 2.2 Corporate Governance

*Corporate governance* dalam praktiknya merupakan salah satu aspek krusial dalam menjalankan sebuah perusahaan. Berbagai penelitian sudah dilakukan dalam mengukur *corporate governance* dalam kaitannya dengan performa perusahaan baik performa perusahaan dalam periode bukan dalam krisis atau performa perusahaan dalam periode krisis. Harris dan Raviv (2004) dalam artikelnya menggunakan teori *agency problems* untuk menilai pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan. Mereka mengatakan bahwa *agency problems* memiliki pengaruh secara langsung dan tidak langsung terhadap komunikasi untuk menciptakan kontrol yang optimal dari badan direksi. *Agency problems* yang terjadi antara manajer dan pemilik perusahaan yang diwakili oleh direktur dari luar (*outsiders*) mengakibatkan keengganan dari dua pihak untuk dapat memberikan informasi sepenuhnya bagi kedua pihak. Padahal, informasi penuh yang diperlukan bagi kedua pihak adalah hal yang sangat penting bagi kinerja perusahaan. Penelitian yang lain juga dilakukan oleh Adams dan Mehran (2011) dalam mengukur pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan keuangan melalui *board composition* dan ukuran perusahaan. Adams dan Mehran juga mengatakan bahwa semakin besar ukuran dari badan direksinya, akan memberikan nilai tambahan bagi perusahaan keuangan yang kompleksitasnya juga terus berkembang. Jadi ketika kompleksitas meningkat, kinerja perusahaan keuangan akan meningkat apa bila jumlah direktur yang berada di badan direksinya ikut bertambah.

Adams dan Ferreyra (2003) memberikan pandangan yang menarik melalui penelitiannya yang berjudul "A Theory of Friendly Boards". Dalam penelitiannya tersebut,

mereka merancang sebuah model yang menunjukkan bahwa badan direksi berkomitmen untuk mengurangi fungsi *monitoring* terhadap manajer dalam rangka mendorong manajer untuk memberikan informasi yang utuh kepada pemilik perusahaan. Berkaitan dengan pendapat yang diberikan oleh Harris dan Raviv (2004) yang mengatakan bahwa pertukaran informasi diantara kedua pihak adalah hal yang krusial dalam rangka meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini menjadi perhatian karena manajer dalam memberikan informasi yang seutuhnya kepada pemilik akan menghadapi dua hal. Pertama, informasi yang utuh akan berdampak baik bagi badan direksi karena akan menjadi acuan bagi kebijakan yang akan diambil dimasa depan. Namun, ketika informasi yang diberikan kepada badan direksi berkaitan dengan kinerja buruk sang manajer, manajer akan dihantui rasa takut akan keputusan yang berdampak buruk bagi karirnya. Ketika hal itu terjadi, manajer akan berusaha untuk menutup-nutupi informasi tersebut, yang pada akhirnya berdampak buruk kinerja perusahaan.

Penelitian yang berkaitan dengan *corporate governance* dan kinerja perusahaan juga telah dilakukan oleh Lehn, Patro dan Zhao (2004). Mereka berargumen bahwa ukuran dan stuktur dari badan direksi ditentukan oleh pertukaran antara penambahan informasi yang dibawa manajer kepada badan direksi dengan penambahan beban biaya koordinasi dan masalah *free-riders* yang ditimbulkan tambahan badan direksi. Dalam penelitiannya juga dikatakan bahwa badan direksi berperan untuk dua tujuan. Pertama, badan direksi memberikan nasihat atau saran kepada manajer tentang perusahaannya. Kedua, badan direksi berfungsi untuk mengawasi kinerja dari manajer.

### 2.3 Tinjauan Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian yang berkaitan dengan *corporate governance* dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan sudah banyak dilakukan dan di publikasikan. Salah satu yang menjadi rujukan dari penelitian yang akan kami lakukan adalah penelitian yang dilakukan oleh Erkes, Ming dan Matos (2012) yang melakukan penelitian untuk mempelajari pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan di saat krisis keuangan tahun 2007-2008. Dalam mengukur *corporate governance* Erkes, Ming dan Matos (2012) menggunakan tiga indikator, yaitu: *board independence*, pemegang saham besar, dan kepemilikan institusional. Penelitian tersebut menghasilkan temuan yang menyatakan bahwa perusahaan dengan persentase pemegang saham besar dan kepemilikan institusional yang lebih tinggi mengambil resiko yang lebih tinggi ketika krisis yang berakibat pada kerugian yang lebih besar bagi pemegang saham di masa-masa krisis. Kemudian, perusahaan dengan *board independence* yang lebih tinggi lebih banyak menaikkan ekuitas yang berujung pada berpindahnya kekayaan dari pemegang saham ke pemberi hutang.

Penelitian tentang kaitan *corporate governance* dan kinerja perusahaan juga dilakukan oleh Adams dan Mehran (2011). Dalam penelitiannya tersebut, Adams dan Mehran (2011) mengukur pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan selama periode krisis keuangan 2007-2008 dengan menggunakan *board composition* dan *board size* sebagai faktornya. Temuan yang ada dari penelitian ini menyatakan bahwa *board composition* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini menggunakan bank-bank yang sahamnya dijual di public, atau dengan kata

lain perusahaan yang terdaftar di bursa saham. Sebagian perusahaan tersebut adalah perusahaan-perusahaan yang paling sering disebutkan dalam krisis 2008.

Penelitian tentang *corporate governance* dan kinerja perusahaan tidak hanya dilakukan dengan krisis keuangan 2008 sebagai objeknya. Penelitian yang dilakukan oleh Baek, Kang dan Park (2002) menjadikan krisis Asia yang menimpa Korea Selatan di periode 1997-1998 sebagai objek penelitiannya. Dalam penelitiannya, mereka menggunakan beberapa variabel untuk mengukur *corporate governance*. Pertama adalah *chaebol*. *Chaebol* adalah istilah yang dipakai di Korea Selatan untuk menggambarkan sebuah grup perusahaan yang 30% sahamnya dimiliki oleh pengendali dari pemilik sahamnya. Kemudian selanjutnya adalah struktur kepemilikan, perbedaan antara aliran kas dan hak suara pemilik saham, keterkaitan dengan bank, dan diversifikasi perusahaan. Temuan yang ada dari penelitian ini menyatakan bahwa perusahaan dengan kualitas keterbukaan yang tinggi dan alternatif pendanaan dari asing hanya sedikit menderita ketika krisis. Sebaliknya, grup perusahaan (*chaebol*) dengan konsentrasi kepemilikan ada pada keluarga pemegang saham mengalami penurunan yang besar pada nilai saham mereka. Kesimpulan dari penelitian-penelitian ini akan disajikan dengan tabel berikut.

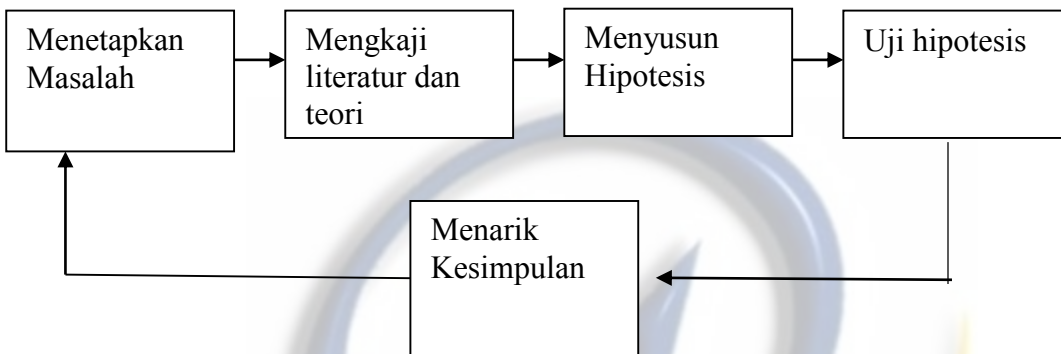
<b>Corporate Governance Factors</b>	<b>Baek, and (2002)</b>	<b>Kang Park (2002)</b>	<b>Mitton, T (2002)</b>	<b>Erkens, Hung and Matos (2012)</b>	<b>Adams and Mehran (2011)</b>
<b>Board Independence</b>				Negative	Negative
<b>Disclosure Quality</b>	Positive		Positive		
<b>Ownership structure</b>			Positive		
<b>Corporate diversification</b>			Positive		
<b>Institutional ownership</b>				Negative	
<b>Large shareholders</b>	Negative				
<b>Main bank ties</b>	Negative				
<b>Alternative external financing</b>	Positive				
<b>Boards size</b>					Positive

Table 2.1 Rangkuman Tinjauan Penelitian Terdahulu

## BAB III METODE PENELITIAN

### 3.1 Prosedur Penelitian

Urutan/prosedur penelitian ini secara umum dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 3.1 : Prosedur Penelitian

### 3.2 Metode Penelitian yang digunakan

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode Deskriptif. Sugiyono (2011) mengatakan bahwa metode deskriptif adalah sebuah penelitian yang memiliki tujuan untuk dapat menggambarkan suatu kejadian atau fenomena yang sedang atau sudah terjadi menggunakan prosedur ilmiah untuk menjawab masalah secara nyata.

Desain penelitian yang digunakan pada metode penelitian ini adalah desain penelitian kausalitas. Menurut Sanusi (2011) desain penelitian kausalitas adalah desain penelitian yang disusun untuk mempelajari kemungkinan adanya hubungan sebab akibat antar variable.

### **3.3 Jenis Data dan Sumber Data**

#### **3.3.1 Jenis Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Variabel utama yang digunakan dalam penelitian adalah *board independence*, *institutional ownerships* dan *large shareholders* sebagai variable dummy. yang dikategorikan sebagai factor dari *corporate governance*. Ketiga variable ini dikategorikan sebagai variable bebas (*independent variable*). Sedangkan, untuk variable terikat (*dependent variable*) kami menggunakan *stock return* dalam mengukur kinerja perusahaannya. *Stock return* akan di ukur mulai dari triwulan tahun 2007 hingga triwulan 2008.

#### **3.3.2 Sumber Data**

Karena data yang kami gunakan adalah data sekunder, maka dari itu sumber data yang kami gunakan adalah laporan-laporan yang dipublikasikan oleh perusahaan atau instansi swasta dan pemerintah yang terkait. Laporan ini bisa berupa *annual report* atau *financial report* dari perusahaan. Selain itu juga kami menggali data dan informasi melalui sumber lain seperti berita dan literature artikel terkait melalui situs internet.

### **3.4 Teknik Pengambilan Data**

Data dikumpulkan utamanya melalui laporan keuangan perusahaan-perusahaan keuangan yang dijadikan sampel penelitian. Dari laporan tahunan ini kami mengumpulkan data dan informasi yang berkaitan dengan variable utama, yaitu *board independence*, *institutional ownerships* dan *large shareholders*. Mengikuti Erkens et al (2012) untuk mengetahui *board independence* kami mendefinisikan seorang direktur itu independen bila dia bukan direktur eksekutif perusahaan atau dengan kata lain bukan pegawai penuh perusahaan. Kami juga menambahkan bahwa seorang

direktur adalah independen apa bila dia tidak memiliki ikatan keluarga dengan pemilik saham. Kemudian dalam mendefinisikan *institutional ownerships*, kami menjabarkan kepemilikan oleh insitusi keuangan seperti dana pensiun, reksadana dll sebagai kepemilikan institusional. Mengikuti Mitton (2002), kami juga menambahkan variable control untuk *stock return* dengan cara menambahkan variable dummy untuk *stock return* tahun 2006, karena performa selama krisis 2007-2008 bisa jadi adalah refleksi atau lanjutan dari performa buruk di tahun 2006.

### 3.5 Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel-variabel penelitian ini terdiri dari:

Variabel	Pengukuran	Skala
Board indepace	Persentase dari komposisi direktur independen dan direktur non-independen	Nominal
Institutional ownership	Persentase kepemilikan saham oleh perusahaan keuangan	Nominal
Firm Size	Logaritma natural dari total asset perusahaan	Nominal
Dummy 1: Large Shareholders	Dummy = 1 jika terdapat pemegang saham besar dengan minimal 10% kepemilikan saham  Dummy = 0 jika tidak terdapat pemilik saham besar	Nominal

Variabel Kontrol 1: Leverage	Persentase dari total hutang dibagi dengan total asset.	Nominal
Dummy 2: Stock return 2006 (Dummy 06)	Dummy = 1 jika nilai saham perusahaan baik di tahun 2006  Dummy = 0 jika nilai saham perusahaan buruk di tahun 2006	Nominal
Stock Return	Persentase penurunan atau kenaikan nilai saham yang dimulai dari tahun 2007-2008	Nominal

Tabel 3.2 Operasionalisasi Variabel

### 3.6 Teknik Analisis Data

Untuk menganalisa hubungan *corporate governance* dan kinerja perusahaan dengan memperkirakan model regresi dari *stock return* selama krisis dimulai dari triwulan pertama tahun 2007 sampai triwulan ketiga tahun 2008. Setelah diperoleh *stock return* untuk mengukur kinerja perusahaan, maka kami memprediksi model regresi untuk mengetahui pengaruh *board independence*, *institutional ownership* dan *large shareholders* terhadap kinerja perusahaan pada periode krisis 2007-2008 sebagai berikut.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_{BI} + \beta_{IO} + \beta_{LS} + \beta_{FS} + \beta_L + \beta_{dummy06}$$

Keterangan:

$Y_t$  = kinerja perusahaan

$\beta_0$  = intersep

$\beta_{BI}$  = persentase dari direktur/komisioner yang independen

$\beta_{IO}$  = persentase dari kepemilikan saham oleh institusi keuangan

$\beta_{FS}$  = logaritma natural dari total asset perusahaan

$\beta_L$  = persentase dari perbandingan total hutang dan total aset

$\beta_{LS}$  = variabel dummy sebesar 1 jika ada kepemilikan besar minimal 10%

$\beta_{dummy06}$  = variable dummy kinerja saham perusahaan di tahun 2006

Menurut Sanusi (2011) estimasi parameta  $\beta_1$  juga akan dilakukan dengan menggunakan teknik *Ordinary Least Square* (OLS). Metode ini digunakan dengan cara mengurangi seminimal mungkin jumlah kuadrat residual (*residual sum of square*) secara formal. Apa bila model regresi berganda yang di estimasi menggunakan OLS terpenuhi set asumsinya (asumsi Gauss-Markov), maka hal tersebut akan menunjukkan bahwa parameter yang diperoleh bersifat BLUE (Best Linear Unbiased Estimator).

## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Persamaan Regresi

Persamaan regresi dalam penelitian ini menggunakan metode *Ordinary Least Square*. Hasil regresinya adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.1 Hasil Regresi Data Panel**

Dependent Variable: STOCK_PRICE				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/16 Time: 14:31				
Sample: 1 47				
Included observations: 41				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.116036	1.792968	1.737921	0.0913
Leverage	-0.612883	0.607446	-1.008951	0.3201
Large_shareholders	0.494605	0.803777	0.615352	0.5424
Institutional_Ownership	-0.653701	0.418950	-1.560334	0.1279
Board_Independence	-0.510598	0.731234	-0.698269	0.4898
Firm_Size	-0.083889	0.068997	-1.215829	0.2324
Dummy_06	-0.156461	0.283860	-0.551189	0.5851

Sumber: Hasil olahan data dengan menggunakan *eviews 8*

Berdasarkan data pada tabel diatas, maka model regresi untuk penelitian adalah:

$$Y = 3.116036 - 0.612883X_1 + 0.494605X_2 - 0.653701X_3 - 0.510598X_4 - 0.083889X_5 - 0.156461X_6 + e$$

Dari persamaan diatas dapat dijelaskan:

- Nilai koefisien intersep adalah sebesar 3.116036 yang mengindikasikan bahwa pada saat *Leverage, Large Shareholders, Finance Company, Board Composition, Firm Size dan Dummy 06* sama dengan nol, maka Stock Price akan naik sebesar 3.116036.

- Nilai koefisien regresi *Leverage* sebesar -0.612883 menunjukkan bahwa apabila *Leverage* meningkat sebesar 1 satuan, maka *Stock Price* akan turun sebesar 0.612883 dengan kondisi kelima variabel lainnya dianggap konstan.
- Nilai koefisien regresi *Large Shareholders* sebesar 0.494605, menunjukkan peningkatan sebesar 1 satuan pada *Large Shareholders*, maka *Stock Price* naik sebesar 0.494605 dengan kondisi kelima variabel lainnya dianggap konstan.
- Nilai koefisien regresi *Finance Company* sebesar -0.653701 menunjukkan peningkatan sebesar 1 satuan pada *Finance Company*, *Stock Price* akan turun sebesar 0.653701 dengan kondisi kelima variabel lainnya dianggap konstan.
- Nilai koefisien regresi *Board Composition* sebesar -0.510598 menunjukkan bahwa peningkatan sebesar 1 satuan pada *Board Composition*, maka *Stock Price* akan turun sebesar 0.510598 dengan kondisi kelima variabel lainnya dianggap konstan.
- Nilai koefisien regresi *Firm Size* sebesar -0.083889 menunjukkan bahwa peningkatan sebesar 1 satuan pada *Firm Size*, maka *Stock Price* akan turun sebesar 0.083889 dengan kondisi kelima variabel lainnya dianggap konstan.
- Nilai koefisien regresi *Dummy 06* sebesar -0.156461 menunjukkan bahwa peningkatan sebesar 1 satuan pada *dummy 06*, maka *Stock Price* akan turun sebesar 0.156461 dengan kondisi kelima variabel lainnya dianggap konstan.

#### 4.2 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan uji t dengan membandingkan nilai  $t_{hitung}$  dengan  $t_{tabel}$  dengan signifikan yang diajukan ( $\alpha = 0.05$ ). Hipotesis diterima apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , dan  $\alpha_{hitung} < \alpha = 0.05$ .

Hasil uji untuk masing-masing variabel independen yang digunakan dalam penelitian terlihat pada tabel 3 berikut ini:

**Tabel 4.2 Hasil Uji t (Uji Hipotesis)**

Variabel	$t_{hitung}$	$\alpha_{hitung}$	$t_{tabel}$	$\alpha_{tabel}$	Kriteria Signifikan
Leverage	-1.008951	0.3201	1,9935	0,05	Tidak Signifikan
Large Shareholders	0.615352	0.5424	1,9935	0,05	Tidak Signifikan
Finance Institution	-1.560334	0.1279	1,9935	0,05	Tidak Signifikan
Board Independence	-0.698269	0.4898	1,9935	0,05	Tidak Signifikan
Firm Size	-1.215829	0.2324	1,9935	0,05	Tidak Signifikan
Dummy 06	-0.551189	0.5851	1,9935	0,05	Tidak Signifikan

Sumber: Hasil olahan data dengan menggunakan eviews 9 dan table t

### 4.3 Pembahasan

#### 4.3.1 Pengaruh Leverage terhadap Stock Price

Berdasarkan hasil pengolahan data terlihat bahwa *Leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *Stock Price* dengan nilai  $t_{hitung} < t_{tabel}$  yaitu  $-1.008951 < 1.9935$  dan  $\alpha_{hitung} > \alpha = 0.05$  yaitu  $0.3201 > 0.05$ , sehingga hipotesis yang dirumuskan tidak sesuai dengan hasil penelitian.

Hasil ini berlawanan dengan teori yang ada seperti yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller/MM yang mengatakan bahwa penggunaan hutang dalam perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tentunya akan mendorong kenaikan harga saham perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil yang dikemukakan oleh Erkens et al (2012).

#### 4.3.2 Pengaruh Large Shareholders terhadap Stock Price

Berdasarkan hasil pengolahan data diperoleh  $t_{hitung} < t_{tabel}$  yaitu  $0.615352 < 1.9935$  dengan  $\alpha_{hitung} > \alpha = 0.05$  yaitu  $0.5424 > 0.05$ , yang berarti bahwa *Large Shareholders* tidak memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return saham, sehingga hipotesis penelitian ditolak.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilaksanakan oleh Erkens et al dimana indikator kepemilikan saham mayoritas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham. Tetapi, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilaksanakan oleh Baek et al (2002) dimana Large Shareholders memiliki pengaruh negatif.

#### **4.3.3 Pengaruh Institutional Ownership terhadap Stock Price**

Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa *Institutional Ownership* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap stock return dengan nilai  $t_{hitung} < t_{tabel}$  yaitu  $-1.560334 < 1.9935$  dan  $\alpha_{hitung} > \alpha = 0.05$  yaitu  $0.1279 > 0.05$ , sehingga hipotesis yang dirumuskan tidak sesuai dengan hasil penelitian.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Erkens et al (2012) dimana kepemilikan saham oleh insititusi keuangan memiliki pengaruh yang negatif.

#### **4.3.4 Pengaruh Board Independence terhadap Stock Price**

Berdasarkan hasil pengolahan data diperoleh  $t_{hitung} < t_{tabel}$  yaitu  $-0.698269 < 1.9935$  dengan  $\alpha_{hitung} > \alpha = 0.05$  yaitu  $0.4898 > 0.05$ , yang berarti bahwa *Board Indipendence* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap stock return, sehingga hipotesis penelitian ditolak.

Hasil ini juga sejalan dengan penelitian yang sudah dilakukan oleh Erkens et al (2012) dan Adam and Mehran (2011) dimana keterkaitan atau independensi direktornya memiliki pengaruh negatif.

#### **4.3.5 Pengaruh Firm Size terhadap Stock Price**

Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap *return* saham atau memiliki hubungan yang negatif signifikan dengan hasil nilai  $t_{hitung} < t_{tabel}$  yaitu  $-1.215829 <$

1.9935 dengan  $\alpha_{hitung} > \alpha = 0.05$  yaitu  $0.2324 > 0.05$ , sehingga hipotesis yang dirumuskan tidak sesuai dengan hasil penelitian (hipotesis ditolak).

#### **4.3.6 Pengaruh Dummy 06 terhadap Stock Price**

Berdasarkan hasil pengolahan data diperoleh  $t_{hitung} < t_{tabel}$  yaitu  $-0.551189 < 1.9935$  dengan  $\alpha_{hitung} > \alpha = 0.05$  yaitu  $0.5851 > 0.05$ , yang berarti bahwa harga saham pada periode sebelumnya tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap stock return, sehingga hipotesis penelitian ditolak.



## **BAB V**

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

#### **5.1 Kesimpulan**

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis yang telah dilakukan, ditemukan bahwa dalam penelitian ini, seluruh variabel yang digunakan mulai dari leverage, large shareholders, institutional ownerships, board independence, firm size dan dummy 06 tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan yang direfleksikan dengan stock price. Hasil ini menunjukkan bahwa di Indonesia, ketika krisis keuangan dunia terjadi, corporate governance tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan melalui stock price. Bisa disimpulkan juga bahwa ada faktor lain selain large shareholders, institutional ownerships dan board independence yang dapat mempengaruhi harga saham perusahaan-perusahaan di industri keuangan. Selain itu, penelitian ini bisa memberikan kontribusi literature dimana hasil penelitiannya memberikan penemuan yang berbeda dengan penelitian-penelitian yang pernah dilakukan di negara lain baik itu negara di Asia seperti India dan Korea Selatan ataupun dengan penelitian yang berskala global dimana penelitian tersebut memberikan hasil yang bervariasi.

#### **5.2 Saran**

Penelitian yang dilakukan ini masih memiliki beberapa keterbatasan, diberikan saran-saran sebagai berikut:

1. Untuk penelitian yang sama yang akan dilaksanakan di masa depan disarankan menambah jumlah sampel penelitian, tidak hanya satu industri saja dengan rentang waktu yang lebih panjang lagi sehingga jumlah observasinya semakin banyak dan semakin akurat. Atau dengan industry yang sama tapi rentang waktu yang lebih luas.
2. Menambah variabel lain yang diduga dapat berpengaruh secara signifikan terhadap stock price.

## Daftar Pustaka

- Adams, R.B., Ferreira, D. 2003. "A Theory of Friendly Boards". Federal Reserve Bank of New York.
- Adams, R.B., Mehran, H. 2011. "Corporate Performance, Board Structure, and Their Determinants in the Banking Industry". Federal Reserve Bank of New York Staff Reports
- Ariefianto, M.D. 2012. "Ekonometrika: Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan Eviews". Penerbit Erlangga.
- Baek, J, Kang, Jun and Park, Kyung. 2004. "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis". Journal of Financial Economics. Vol 71. P 265-313
- Beltratti, A., Stulz, R.M. 2012. "The Credit Crisis Around the Globe: Why Did Some Banks Perform Better?". Journal of Financial Economics. Vol 105. P 1-17
- Bianco, K.M. "The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown". CCH.
- Detik Finance. 2008. "IHSG 2008 Antiklimaks".  
<http://finance.detik.com/read/2008/12/30/171707/1061020/6/ihsg-2008-antiklimaks>.  
Dibuka pada 22 September 2015.
- Erkens, D., Hung, M., Matos, P. 2012. "Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institution Worldwide". Journal of Corporate Finance. Vol 18. P 380-411.
- Harris, M., Raviv, A. 2004. "A Theory of Board Control and Size".
- Kirkpatrick, G. 2009. "The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis". Financial Market Trends. Vol 2009/1.
- Mitton, T, 2002. "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis". Journal of Financial Economics. Vol 64. P 215-241
- Sanusi, A. 2011. "Metodologi Penelitian Bisnis". Penerbit Salemba Empat.