

Jurnal Solusi

Volume 13, Nomor 1, Mei 2018

ISSN 1907-2376

Daftar Isi

- Herlina Primarisanti*
Rusdi Akbar Pengembangan Sistem Pengukuran Kinerja, Akuntabilitas Kinerja dan Penggunaan Informasi Kinerja di Pemerintah Daerah: Perspektif Isomorfisma Institutional ~ 1
- Muhammad Arif*
Munandar,
Ade Banani,
Sudarto Organizational Citizenship Behavior (OCB) Teachers And Staff (PTK) Regional Honorariums (HONDA) Elementary School (Sd) In Banyumas ~ 17
- Nany Noor Kurniyati* Pengaruh Gaya Kepemimpinan Transformasional Terhadap Perilaku Inovatif Karyawan Dan Kinerja UMKM Kecamatan Kraton Yogyakarta ~ 31
- Fiki Kartika* Pengaruh Kualitas *Corporate Governance* terhadap *Cost of Equity* Perusahaan Manufaktur di Indonesia ~ 55
- Saifudin Zuhri,*
Mugi Harsono,
Nur Wening Manajemen Sumber Daya Manusia Berbasis Kearifan Lokal; Study Etnografi Tradisi *Cembengan* di Pabrik Gula Madukismo, Yogyakarta ~ 73
- Ch.Dini Ika Handayani* Analisis Rasio *Risk Based Capital*, Rasio Likuiditas, Rasio Solvabilitas, *Underwriting Ratio* pada PT Asuransi Bintang, Tbk Pasca OJK (Otoritas Jasa Keuangan) ~ 95

PENGARUH KUALITAS *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP *COST OF EQUITY* PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Fiki Kartika
STIE SBI Yogyakarta

Abstract

This research aims to determine the impact of Good Corporate Governance (GCG) on the cost of equity for manufacturing companies in Indonesia. The sampling technique uses purposive sampling, namely companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The analysis was carried out in the Manufacturing industry sector in 2013 - 2015. The GCG index was measured using five dimensions adopted from Black et al. (2003) and Cost of Equity is measured by the ex ante cost of equity capital using the Price Earning Growth (PEG) proxy. The reason for using ex ante cost of equity capital is ex-ante is more describing the role of investors in seeing the risk of a company. The results of this study indicate that GCG negatively affects on the cost of equity. GCG limits managerial opportunism and reduces agency conflicts between owners and agents. Therefore, shareholders are willing to accept a lower risk premium, effectively reducing equity costs.

Keywords: *Corporate Governance, Cost of Equity, PEG Ratio.*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Perkembangan dan persaingan ekonomi global yang semakin meningkat menuntut perusahaan di Indonesia untuk mampu menangkap peluang bisnis baik secara regional maupun internasional. Terlebih lagi dengan telah diberlakukannya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) akan meningkatkan interaksi antara negara dengan perekonomian yang telah maju dengan negara-negara dengan perekonomian yang sedang berkembang terutama di wilayah ASEAN. Salah satu kunci utama untuk memenangkan persaingan di pasar

global dan mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan adalah dengan menciptakan keunggulan kompetitif (*competitive advantage*), praktek-praktek manajemen yang berorientasi pada keterbukaan (*transparency*), fokus pada perubahan, dan selalu berinovasi. Perusahaan perlu mengembangkan sistem pengelolaan perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*) yang dapat dijadikan sebagai bagian dari keunggulan bersaing (*competitive advantage*) perusahaan (Chi-Kun Ho, 2005).

Good corporate governance dapat mengurangi risiko bisnis. Mekanisme *corporate governance* juga berguna untuk menurunkan kos keagenan dan dapat menurunkan *cost of equity capital* seperti yang disimpulkan dalam penelitian Soana (2012), Tarjo (2010) bahwa kualitas *corporate governance*, secara berlawanan atau berhubungan negatif *cost of equity* perusahaan. Dalam teori keagenan Jensen and Meckling (1976) disebutkan bahwa terdapat konflik antara manajer dan pemegang saham. Menurut teori keagenan untuk mengatasi masalah ketidakselarasan kepentingan antara manajer/agen dan pemilik salah satunya melalui pengelolaan perusahaan yang baik. Adanya asimetri informasi antara pemilik dan manajemen dapat diturunkan apabila suatu perusahaan tersebut menerapkan mekanisme tata kelola korporat. Mekanisme tata kelola korporat merupakan suatu cara untuk menjamin bahwa manajemen bertindak yang terbaik untuk kepentingan stakeholders.

Transparansi berarti semakin banyak informasi perusahaan yang bisa diraih investor. Memahami hubungan antara transparansi perusahaan dan biaya ekuitas penting untuk investor, regulator pasar keuangan, dan manager perusahaan. Dalam literatur teoritis, transparansi meningkat memiliki dua aliran untuk menurunkan biaya modal. Pertama, biaya ekuitas dikurangi dengan mengurangi informasi asimetris melalui pengungkapan informasi. dan menyatakan bahwa pengungkapan informasi dalam perusahaan dapat mengurangi komponen informasi asimetris dari bid-ask spread atau mengurangi jumlah informasi yang mengungkapkan perdagangan besar, sehingga mengurangi dampak harga yang merugikan di pasar. Akibatnya, pengungkapan menyempit bid-ask spread dan biaya transaksi, menyiratkan aset likuiditas meningkat, atau mendorong investor untuk mengambil posisi yang lebih besar dari aset daripada sebaliknya. Meningkatkan likuiditas aset atau menarik harga saat ini memanifestasikan mengurangi biaya ekuitas (Soana, 2012).

Kedua, pengungkapan meningkat akan menurunkan biaya ekuitas dengan mengurangi resiko estimasi. Saat informasi rendah; perkiraan parameter pengembalian aset atau distribusi hasil yang ketidakpastian yang lebih besar. Keterbukaan informasi akuntansi dapat mempengaruhi biaya ekuitas dengan dua cara: (1) informasi efek-langsung akuntansi mempengaruhi

‘penilaian dari distribusi perusahaan’ pelaku pasar arus kas di masa depan; (2) tidak langsung efek-tinggi akuntansi keterbukaan informasi mempengaruhi keputusan yang sebenarnya perusahaan, dan, pada gilirannya, berdampak pada arus kas masa depan perusahaan. Informasi akuntansi yang berkualitas tinggi dan pengungkapan keuangan bergerak biaya perusahaan ekuitas lebih dekat ke tingkat bebas risiko (Soana, 2012).

Tata kelola perusahaan yang kuat mengurangi *adverse selection* dan masalah moral hazard dan investor bersedia untuk mengambil posisi besar di saham perusahaan tersebut. Sikap positif dari investor mengarah ke permintaan yang lebih tinggi untuk saham perusahaan, yang meningkatkan harga saat saham perusahaan dan mengurangi biaya ekuitas. Selain itu, pemegang saham yang percaya diri dengan kemampuan perusahaan untuk menekan oportunistik manajerial dan membatasi asimetri informasi mungkin bersedia menerima premi risiko yang lebih rendah yang akan mengurangi biaya ekuitas (Ramly, 2012).

Sejauhmana sistem mekanisme tata kelola perusahaan manufaktur di Indonesia mampu menurunkan atau berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital* menarik untuk dikaji untuk melihat konsistensi dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya.

Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang masalah, maka dapat dirumuskan tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut: “untuk mengetahui kualitas *Good Corporate Governance* terhadap *cost of equity* perusahaan manufaktur di Indonesia”.

Tinjauan Pustaka dan Hipotesis

Pendekatan *Agency Theory*

Dalam literatur keuangan hubungan yang menyangkut aspek lembaga tertentu dijelaskan dengan pendekatan *Agency Theory* atau teori keagenan. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai “kontrak di mana satu orang atau lebih (prinsipal) terlibat dengan orang lain (agen) untuk melakukan beberapa layanan atas nama prinsipal yang melibatkan pendelegasian sebagian pengambilan keputusan otoritas kepada agen”. *Agency Theory* didasarkan pada hubungan kontraktual antara prinsipal dan agen. Ada tiga komponen dari definisi tersebut, pertama adalah adanya kontrak antara pemilik dan agen; kedua adalah kinerja layanan; dan yang ketiga adalah pendelegasian wewenang pengambilan keputusan.

Tujuan dari teori keagenan adalah untuk merancang kontrak yang meminimalkan biaya pelayanan yang dilakukan oleh agen untuk pemilik. Agen perlu bekerja untuk principal di bawah batas tertentu. Batas pertama dikenal sebagai batas partisipasi ketika agen setuju bekerja untuk pemilik. Kedua adalah batas insentif ketika agen perlu bekerja keras untuk pemilik meskipun disutilitas dari pekerjaan untuk agen. Pemilik menanggung risiko atas delegasinya ke agen dan membawa biaya dan manfaat dari delegasi. Tujuan dari teori agensi adalah untuk mengidentifikasi masalah lembaga yang bisa timbul dalam hubungan keagenan dan untuk menetapkan pilihan untuk pokok yang akan membantu dia dalam mengurangi biaya agensi (Bhati, 2015).

Masalah berikut yang mungkin timbul dalam hubungan agensi adalah konflik. Kemudian kedua, mahal bagi pemilik untuk memantau dan mengevaluasi perilaku agen, Ketiga, sulit bagi pemilik untuk memantau dan mengevaluasi perilaku agen. Masalah usaha terjadi ketika upaya eksekutif (agen) dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham kurang dari harapan pemegang saham. Faktor kepercayaan (*trust*) membantu dalam mengurangi biaya pemantauan dan pengendalian pemegang saham (Bhose dan Philips, 2016).

Cost of Equity

Biaya modal ekuitas (*Cost of capital*) adalah biaya yang dikeluarkan untuk membiayai sumber pembelanjaan (*source of financing*). *Cost of equity capital* merupakan tingkat imbal hasil saham yang dipersyaratkan oleh investor, yaitu tingkat pengembalian minimum yang diinginkan oleh penyedia dana untuk bersedia menanamkan modalnya pada perusahaan. Asumsi dasar yang digunakan dalam estimasi biaya modal adalah risiko bisnis dan risiko keuangan adalah tetap (relatif stabil). *Cost of capital* merupakan *rate of return* yang diperlakukan pada berbagai tipe pembiayaan. Secara keseluruhan, *cost of capital* adalah rata-rata tertimbang dari *rate of return (cost)* individual yang dipersyaratkan. *Rate of return* merupakan suatu biaya oportunitas investor dalam melakukan investasi, yaitu apabila investasi telah dilakukan pada suatu perusahaan, maka investor tersebut harus meninggalkan *return* yang ditawarkan oleh perusahaan lain (Keown & Martin, 2002).

Beberapa metode untuk mengestimasi *cost of capital* telah dilakukan seperti Da, et al. (2011) yang menggunakan model capital asset pricing model (CAPM) untuk memperkirakan biaya modal untuk proyek-proyek dalam membuat keputusan penganggaran modal. Karena saham yang didukung tidak hanya oleh proyek-proyek di tempat, tetapi juga oleh pilihan untuk memodifikasi proyek saat ini dan melakukan yang baru, return saham yang

diharapkan tidak perlu memenuhi CAPM bahkan ketika diharapkan kembali proyek dilakukan. Ini memberikan dukungan empiris untuk mengembangkan metode untuk memperkirakan proyek beta CAPM perusahaan dan return proyek.

Rasio PEG (yang merupakan harga-pendapatan rasio [PE] dibagi dengan tingkat pertumbuhan laba jangka pendek) telah menjadi sarana populer menggabungkan harga dan perkiraan pendapatan dan pertumbuhan pendapatan menjadi rasio yang digunakan sebagai dasar untuk saham rekomendasi (secara implisit untuk membandingkan tingkat pengembalian yang diharapkan). Para pendukung rasio PEG berpendapat bahwa rasio ini memperhitungkan perbedaan dalam pertumbuhan laba jangka pendek, dengan demikian, ini menyediakan ranking yang lebih unggul dari rasio PE. Meskipun rasio PEG dapat memberikan perbaikan atas rasio PE, hal ini bisa dibilang masih terlalu sederhana karena secara implisit mengasumsikan bahwa jangka pendek proyeksi pertumbuhan juga menangkap masa depan jangka panjang. Metode ini dapat digunakan untuk menentukan efek dari berbagai faktor seperti kualitas pengungkapan dan biaya modal ekuitas (*cost of equity*) (Easton, 2004).

Elemen kunci dari model Rasio PEG seperti yang dijabarkan oleh Easton (2004) adalah pengakuan dari peran sentral prediksi jangka pendek dari laba dalam valuasi. Peran masing-masing (1) prediksi laba akuntansi periode berikutnya, (2) prediksi laba akuntansi dua periode ke depan, dan (3) laba akuntansi yang diharapkan melampaui dua tahun prediksi. Model dimulai dengan tidak ada asumsi arbitrase:

$$P_0 = (1 + r)^{-1} [P_1 + dps_1] \quad (1)$$

Dimana:

P_0 = harga per saham saat ini, $t = 0$

P_1 = harga per saham yang diharapkan, $t = 1$

dps = dividen yang diharapkan per saham, $t = 1$

r = tingkat pengembalian yang diharapkan dan $r > 0$ adalah konstanta tetap.

Peran valuasi sentral dari prediksi laba akuntansi periode berikutnya ditentukan dengan menambahkan (dan mengurangi) kapitalisasi laba akuntansi yang diharapkan, eps_1/r ke dalam persamaan (1) dan berfokus pada istilah yang tetap earnings akuntansi ketika dikapitalisasi diidentifikasi secara terpisah, hasilnya menjadi:

$$P_0 = eps_1 / r - [eps_1/r - (1 + r)^{-1} (P_1 + dps_1)] \quad (2)$$

Jika diharapkan eps laba akuntansi sama dengan pendapatan ekonomi

(yang dapat didefinisikan sebagai rP_0), maka istilah dalam kurung harus sama dengan nol, pendapatan yang diharapkan periode berikutnya adalah cukup untuk penilaian. Namun, jika eps_2 , yang tidak sama laba ekonomi, kemudian valuasi berdasarkan laba akuntansi membutuhkan prediksi melampaui periode berikutnya.

Peran prediksi dua periode kedepan dari laba akuntansi dapat ditulis ulang menjadi:

$$P_1 = eps_2 / r - [eps_2/r - (1 + r)^{-1} (P_2 + dps_2)] \tag{2}$$

Substitusi persamaan 3 kedalam persamaan 2 akan menghasilkan

$$P_0 = eps_1/r + r^{-1}(1 + r)^{-1}agr_1 + (1 + r)^{-2}r^{-1}[rdps_2 - (1 + r)eps_2] + (1 + r)^{-2}P_2 \tag{4}$$

dimana:

$$agr_1 = [eps_2 + rdps_1 - (1 + r)eps_1] \tag{5}$$

Peran valuasi dari laba akuntansi yang diharapkan di luar prediksi dua tahun kedepan dapat dilihat dengan substitusi dalam persamaan 5 sehingga menjadi

$$P_t = eps_t/r + r^{-1} (1 + r)^{-1} agr_t \tag{6}$$

Persamaan 6 dapat dimodifikasi dengan mendefinisikan tingkat abadi perubahan dalam pertumbuhan abnormal pada laba (Δagr) di luar prediksi horizon. Persamaan 6 dapat ditulis kembali menjadi:

$$P_t = eps_t/r + agr_t/(r(r-\Delta agr)) \tag{7}$$

dimana

$$\Delta agr = (agr_{t+1} / agr_t) - 1 \tag{8}$$

Dengan pertimbangan $\Delta agr = 0$, maka persamaan 7 dapat ditulis menjadi:

$$P_0 = [eps_2 + rdps_2 - eps_1]/r^2 \tag{9}$$

dan

$$r = \sqrt{(eps_2 + rdps_1 - eps_1)/P_0} \tag{10}$$

yaitu:

$$r^2 - r (dps_1 / P_0) - (eps_2 - eps_1)/P_0 = 0 \tag{11}$$

dengan mengasumsikan $\Delta agr = 0$ dan $dps_1 = 0$ maka diperoleh rasio PEG sebagai berikut.

$$r = \sqrt{(eps_2 - eps_1)/P_0} \quad (12)$$

Good Corporate Governance

Tata kelola perusahaan (*Corporate Governance*) adalah sistem yang dibangun untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan sehingga tercipta hubungan yang baik, adil, dan transparan antara berbagai pihak yang memiliki hubungan dengan perusahaan. Penerapan tata kelola perusahaan yang efektif membuat kontribusi untuk meningkatkan kondisi ekonomi dan menghindari krisis dan kegagalan di masa mendatang. Selain itu, dengan penerapan tata kelola perusahaan, tidak hanya kepentingan investor dilindungi, tetapi juga untuk dapat membawa banyak manfaat dan keuntungan bagi perusahaan terkait dan lain-lain yang memiliki hubungan langsung atau tidak langsung dengan perusahaan. Manfaat utama bagi perusahaan yang menerapkan tata kelola perusahaan yang baik adalah mendapatkan kepercayaan dari investor dan publik. Perusahaan yang menerapkan tata kelola perusahaan yang baik dapat meningkatkan kredibilitas dan kinerja perusahaan. Penerapan tata kelola perusahaan yang baik yang dilakukan oleh perusahaan secara konsisten dari tahun ke tahun dapat memberikan hasil yang memuaskan bagi para pemegang saham dan pemangku kepentingan perusahaan (Saputra dan Faizal, 2016).

Good Corporate Governance adalah prinsip yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar mencapai keseimbangan antara kekuatan serta kewenangan perusahaan dalam memberikan pertanggungjawabannya kepada para *shareholder* dan *stakeholders*. Keuntungan yang diperoleh perusahaan dengan penerapan *good corporate governance* antara lain: (1) menjaga *sustainability* perusahaan; (2) meningkatkan nilai perusahaan dan kepercayaan pasar; (3) mengurangi *agency cost* dan *cost of capital*; (4) meningkatkan kinerja, efisiensi dan pelayanan kepada *stockholders*; (5) melindungi organisasi dari intervensi politik dan tuntutan hukum; dan (6) membantu terwujudnya *good corporate citizen* (Dwimulyani dan Djamhuri, 2014).

Pengukuran *Corporate Governance* perlu mempertimbangkan alat ukur yang lengkap. Beberapa penelitian seperti penelitian Hutabarat dan Situmeang (2016) yang hanya menggunakan komisaris independen sebagai proksi *Corporate Governance* belum mampu menjelaskan pengaruh *Corporate Governance* terhadap biaya ekuitas. *Corporate Governance* yang diukur dengan komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja

perusahaan dan biaya modal perusahaan. Hal ini berarti komposisi komisaris independen belum menjadi pembeda yang dapat menurunkan biaya modal perusahaan serta meningkatkan nilai perusahaan. Komisaris independen tidak dapat meningkatkan kepastian prospek perusahaan di masa yang akan datang sehingga tidak mampu menurunkan biaya modal perusahaan.

Peneliti menggunakan indeks *Good Corporate Governance* yang diadopsi dari penelitian Black et al. (2003). Indeks GCG tersebut mengukur lima dimensi yang berkaitan dengan *Good Corporate Governance*, yaitu:

1. *Shareholder Rights* (subindex A)
2. *Boards of Directors* (subindex B)
3. *Outside Directors* (subindex C)
4. *Audit Committee and Internal Auditor* (subindex D)
5. *Disclosure to Investors* (subindex E)

Pengembangan hipotesis

Tingkat *disclosure* dipandang investor sebagai salah satu penentu ketidakpastian. Apabila investor menilai suatu perusahaan memiliki ketidakpastian yang tinggi maka investor akan menetapkan minimum *return* yang tinggi yang akan menyebabkan tingginya biaya ekuitas. Dalam teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) adanya pemisahan antara pemilik dan pengelola perusahaan dapat menimbulkan masalah keagenan antara pemilik dengan manajemen. Asimetri informasi tersebut secara teoritis sangat dapat diminimalisir dengan pengungkapan yang memadai yang menyajikan informasi yang relevan dan dapat dipercaya. Selain itu juga dapat diminimalkan dengan implementasi *corporate governance* yang baik. Tata kelola perusahaan akan mengatur dengan lebih baik peran dan batasan wewenang antara pemegang saham, manajer, kreditor, pemerintah, karyawan, dan stakeholder internal dan eksternal lainnya dalam suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan (FCGI, 2001). Tata kelola yang baik tersebut akan mengurangi ketidakpastian yang berujung pada resiko bisnis. Penerapan *good corporate governance* membawa manfaat besar bagi perusahaan salah satunya mengurangi *Cost of Equity* sehingga mampu meningkatkan kinerja perusahaan (Hutabarat dan Situmeang, 2016).

Richardson dan Welker (2001) dalam penelitiannya menunjukkan adanya hubungan negatif antara pengungkapan dan biaya ekuitas. Argumen yang disajikan sebelumnya menunjukkan bahwa hubungan serupa ada di antara tingkat sosial pengungkapan dan asimetri informasi, estimasi risiko dan biaya modal ekuitas, kesimpulan yang sama juga diberikan oleh penelitian Fu, Kraft, Zhang (2011); Li dan Yang (2012). Peningkatan pengungkapan

sosial akan mengurangi biaya modal melalui preferensi investor efek. Hasil tersebut juga didukung dengan penelitian Soana (2012), Tarjo (2010) yang juga menyimpulkan kualitas *corporate governance*, secara berlawanan atau berhubungan negatif *cost of equity* perusahaan. Pengungkapan akan mengurangi risiko estimasi, jumlah risiko dari kepemilikan saham, atau informasi asimetris. Dalam banyak kasus hubungan terbalik antara pengungkapan dan biaya modal sehubungan dengan informasi asimetris tercermin dalam biaya perdagangan.

Ketika ada ketidakpastian atau asimetri informasi, kualitas informasi dapat mempengaruhi biaya modal ekuitas. Informasi yang berkualitas tinggi bisa mengurangi parameter ketidakpastian atau tingkat masalah yang merugikan pilihan investor. Penyelidikan empiris tentang hubungan antara kualitas informasi dan biaya modal ekuitas telah menarik minat penelitian untuk beberapa waktu. Berger et al. (2006) menemukan bahwa pengungkapan yang lebih besar dikaitkan dengan biaya yang lebih rendah dari modal untuk perusahaan dengan analisis rendah. Hasil penelitian Mazzotta & Veltri (2014) juga memberikan bukti hubungan yang signifikan antara skor CG dan biaya modal ekuitas perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

$H_1 = \text{Good Corporate Governance}$ berpengaruh negatif terhadap *cost of equity* perusahaan manufaktur di Indonesia.

METODE PENELITIAN

Penentuan Sampel dan Sumber Data

Data untuk penelitian ini berupa laporan keuangan tahunan (*Annual Report*) dan laporan *Corporate Governance* perusahaan yang merupakan emiten Bursa Efek Indonesia dari tahun 2013-2015 yang diperoleh melalui website www.idx.co.id dan situs lain yang mendukung perolehan data. Sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur dan tidak termasuk emiten yang bergerak dalam industri perbankan/jasa keuangan. Berdasarkan hasil pemilihan sampel hanya 112 perusahaan manufaktur yang memenuhi persyaratan. Alasan memilih perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur merupakan jenis usaha yang berkembang pesat dan memiliki ruang lingkup yang sangat besar. Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang paling banyak terdaftar di BEI, sehingga mengambil sampel perusahaan manufaktur sudah cukup representatif mewakili perusahaan publik di Indonesia.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah biaya ekuitas (*cost of equity*). *Cost of Equity* diukur dengan *ex ante cost of equity capital* menggunakan proksi *Price Earning Growth* (PEG). Alasan memakai *ex-ante cost of equity capital* adalah *ex-ante* lebih mendiskripsikan peran investor dalam melihat resiko suatu perusahaan. PEG dihitung dengan rumus

$$r = \sqrt{(EPS_2 - EPS_1) / P_0}$$

r = *Price Earning Growth*

EPS = *Earning per share*

P₀ = Harga saham

Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah indeks *Good Corporate Governance*. Indeks GCG diukur dengan menggunakan lima dimensi yang diadopsi dari Black et al. (2003) sebagai berikut.

1. *Shareholder Rights* (subindex A)
 - A.1. Perusahaan menggunakan suara kumulatif untuk pemilihan direksi. Suara kumulatif adalah aturan standar di bawah Komersial Kode, tetapi perusahaan dapat memilih keluar dengan suara mayoritas pemegang saham.
 - A.2. Perusahaan mengadakan ijin pemungutan suara melalui email
 - A.3. Perusahaan memilih tanggal pertemuan dengan pemegang saham agar tidak tumpang tindih dengan perusahaan lain dalam industri yang sama, atau memilih lokasi pertemuan untuk mendorong kehadiran
 - A.4. Perusahaan mengungkapkan calon direktur kepada pemegang saham di muka pertemuan pemegang saham.
 - A.5. Persetujuan Dewan diperlukan untuk transaksi dengan pihak terkait.
2. *Boards of Directors* (subindex B)
 - B.1. Dewan Komisaris rata-rata menghadiri setidaknya 75% dari pertemuan
 - B.2. Posisi Dewan Komisaris atas rapat tercatat dalam notulen rapat
 - B.3. Direktur Utama/CEO dan komisaris utama adalah orang yang berbeda

- B.4. Ada sistem yang mengevaluasi anggota Dewan Komisaris
 - B.5. Ada peraturan yang mengatur pertemuan Dewan Komisaris
 - B.6. Perusahaan menggelar empat atau lebih rapat Dewan Komisaris per tahun
3. *Outside Directors* (subindex C)
- C.1. Perusahaan mempunyai setidaknya 30% Komisaris Independen
 - C.2. Perusahaan mempunyai lebih dari 30% Komisaris Independen
 - C.3. Perusahaan memiliki satu atau lebih Komisaris dari luar negeri
 - C.4. Perusahaan memiliki Komisaris Independen
 - C.5. Komisaris Independen tidak menerima dana pensiun
 - C.6. Komisaris Independen dapat memperoleh saran para ahli dari luar perusahaan
 - C.7. Perusahaan mempunyai sistem untuk mengevaluasi Komisaris Independen atau rencana untuk memiliki satu
 - C.8. Pemegang saham menyetujui membayar agregat Komisaris Independen di pertemuan pemegang saham
 - C.9. Komisaris independen rata-rata menghadiri setidaknya 75% dari pertemuan
 - C.10. Perusahaan mempunyai kode etik bagi Komisaris Independen
 - C.11. Perusahaan menetapkan contact person untuk mendukung Komisaris Independen
 - C.12. Ada pertemuan khusus untuk Komisaris Independen
 - C.13. Perusahaan tidak mengizinkan Komisaris Independen untuk membeli saham perusahaan
4. *Audit Committee and Internal Auditor* (subindex D)
- D.1. Ada Komisaris Independen didalam Komite Audit
 - D.2. Rasio Komisaris Independen dalam Komite Audit: 1 jika rasio lebih dari 2/3 (minimum hukum bagi perusahaan yang harus memiliki komite audit), 0 sebaliknya.
 - D.3. Ada peraturan yang mengatur Komite Audit / Auditor Internal
 - D.4. Komite Audit meliputi seseorang dengan keahlian dalam akuntansi
 - D.5. Komite Audit / Audit Internal merekomendasikan auditor eksternal pada pertemuan pemegang saham tahunan
 - D.6. Komite Audit / Audit Internal menyetujui penunjukan kepala audit internal

- D.7. Notulen rapat menulis setiap pertemuan Komite Audit / Audit Internal
- D.8. Ada laporan kegiatan Komite Audit / Audit Internal di pertemuan tahunan pemegang saham
- D.9. Anggota Komite Audit rata-rata menghadiri setidaknya 75% dari pertemuan
- D.10. Komite Audit / Audit Internal bertemu dengan Auditor Eksternal untuk meninjau laporan keuangan
- D.11. Komite Audit bertemu dua kali atau lebih per tahun

5. *Disclosure to Investors* (subindex E)

- E.1. Perusahaan melakukan kegiatan investor relations
- E.2. Website perusahaan termasuk resume dari anggota dewan.
- E.3. Ada pengungkapan bahasa Inggris.

Skor masing-masing subindex dinilai 1 jika memenuhi dan nilai 0 jika tidak memenuhi. Untuk memperoleh indeks GCG dihitung dengan rumus:

$$CGI = A + (B+C)/2 + D + E$$

Variabel Kontrol

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan berbanding terbalik dengan risiko ekuitas dan risiko default. Perusahaan besar menikmati stabilitas yang lebih besar dan karena itu akan memiliki biaya modal yang lebih rendah (Ramly, 2014). Ukuran perusahaan diukur dari logaritma natural total aset.

$$SIZE = \ln \text{ Total Asset}$$

Model Pengujian

Analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis berganda (*regression*). Metode estimasi yang digunakan pada penelitian yang digunakan *ordinary least square* (OLS). Model penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$PEG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GCGI_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \varepsilon$$

PEG = *Price Earning Growth*

GCGI = indeks GCG

SIZE = ukuran perusahaan

α = koefisien regresi

ε = error term

Analisis dan Pembahasan

Penelitian ini menggunakan 112 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai sampel penelitian. Periode penelitian yang diteliti selama tahun 2013-2015. Gambaran mengenai masing-masing variabel penelitian disajikan dengan statistik deskriptif. Berdasarkan desain penelitian maka sumber informasi yang diperoleh dideskripsikan dalam bentuk nilai maksimum, nilai minimum, rata-rata, dan standar deviasi. Perhitungan statistik deskriptif dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 1. berikut ini:

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Min	Maks	Mean	Std Dev
Cost of Capital (PEG)	0.00	280.22	21.75	31.57
Indeks GCG	9.00	22.50	17.38	2.71
A. Shareholder Rights	0.00	4.00	1.83	0.41
B. Boards of Directors	2.00	6.00	5.66	0.88
C. Outside Directors	3.00	10.00	5.85	0.91
D. Audit Committee and Internal Auditor	3.00	11.00	6.97	1.85
E. Disclosure to Investors	0.00	3.00	2.82	0.50
Ln Total Asset	5.68	20.49	14.48	1.87

Berdasarkan analisis deskriptif diketahui variabel PEG memiliki nilai minimum sebesar 0, sedangkan nilai maksimumnya sebesar 280.22 dengan nilai rata-rata sebesar 21.75 serta standar deviasi sebesar 31.57. variabel GCGI memiliki nilai minimum sebesar 9 sedangkan nilai maksimumnya sebesar 22.5 dengan nilai rata-rata sebesar 17.38 serta standar deviasi sebesar 2.71. Variabel SIZE memiliki nilai minimum sebesar 5.68 sedangkan nilai maksimumnya sebesar 20.49 dengan nilai rata-rata sebesar 14.48 serta standar deviasi sebesar 1.87. Dalam penilaian GCG terdapat lima komponen yaitu komponen A, B, C, D dan E. Pada komponen A memiliki nilai minimum sebesar 0 sedangkan nilai maksimumnya sebesar 4 dengan nilai rata-rata sebesar 1.83 serta standar deviasi sebesar 0.41. Pada komponen B memiliki nilai minimum sebesar 2 sedangkan nilai maksimumnya sebesar 6 dengan nilai rata-rata sebesar 5.66 serta standar deviasi sebesar 0.88. Pada komponen C memiliki nilai minimum sebesar 3 sedangkan nilai maksimumnya sebesar 10 dengan nilai rata-rata sebesar 5.85 serta standar deviasi sebesar 0.91. Pada komponen D memiliki

nilai minimum sebesar 3 sedangkan nilai maksimumnya sebesar 11 dengan nilai rata-rata sebesar 6.97 serta standar deviasi sebesar 1.85. Kemudian pada komponen E memiliki nilai minimum sebesar 0 sedangkan nilai maksimumnya sebesar 3 dengan nilai rata-rata sebesar 2.82 serta standar deviasi sebesar 0.5.

Hasil analisis model pengaruh GCG terhadap *cost of equity* disajikan pada Tabel 2 berikut ini.

Tabel 2. Hasil Regresi Model GCG dan COE

Variabel	Ekspektasi	Koefisien	t-value	Probabilitas
Konstanta		112.756	6.793	0.000
GCG	-	-3.429	-5.688	0.000***
SIZE	-	-2.167	-2.476	0.014**
<i>F-statistic</i>			19.121	
<i>Prob (F-statistic)</i>			0.000***	
<i>R-squared</i>			10.3%	
<i>Adjusted R-squared</i>			9.8%	

*Signifikan pada $\alpha = 10\%$, **Signifikan pada $\alpha = 5\%$,
 ***Signifikan pada $\alpha = 1\%$

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel kualitas GCG diperoleh koefisien regresi sebesar -3.429 dengan t-value sebesar -5.688, oleh karena $P < 0,05$ maka hipotesis diterima. Hal ini berarti terdapat pengaruh negatif antara kualitas GCG dengan *cost of equity*. Hasil penelitian sejalan dan mendukung penelitian-penelitian sebelumnya Fu, Kraft, Zhang (2011); Li dan Yang (2012); Soana (2012), Tarjo (2010); Berger et al. (2006); Mazzotta & Veltri (2014) yang juga menyimpulkan bahwa GCG berhubungan negatif dengan *cost of equity*.

Kualitas tata kelola perusahaan dinilai menggunakan indeks tata kelola perusahaan yang dikembangkan oleh Easton (2004). Indeks ini terdiri dari satu set ukuran kualitas dengan lima dimensi yaitu *Shareholder Rights; Boards of Directors; Outside Directors; Audit Committee and Internal Auditor; dan Disclosure to Investors*. Hasil regresi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tata kelola perusahaan yang berkualitas tinggi memiliki biaya yang lebih rendah dari ekuitas. Hal ini dapat dijelaskan bahwa struktur dewan perusahaan dan prosedur, praktek yang mempromosikan hak-hak pemegang saham dan meningkatkan proses akuntabilitas dan audit dapat berdampak signifikan mengurangi biaya ekuitas.

Pengungkapan kepada investor dalam aspek-aspek tata kelola perusahaan menjadi pertimbangan penting dalam penetapan biaya ekuitas. Implikasi temuan penelitian ini menunjukkan bahwa langkah yang diambil oleh regulator dalam mengejar perusahaan untuk meningkatkan standar tata kelola perusahaan dapat dilihat sebagai langkah yang benar. Temuan penelitian ini dapat membantu untuk memahami pengaruh mekanisme corporate governance pada biaya ekuitas di perusahaan. Implikasi pentingnya tata kelola perusahaan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, dapat dilakukan dari perspektif biaya ekuitas terutama dalam konteks perusahaan di Indonesia.

Hubungan antara *corporate governance* dan *Cost of Equity* didasarkan pada teori keagenan. Dalam kerangka ini, pemisahan kepemilikan dan kontrol dalam organisasi perusahaan menciptakan masalah asimetri informasi antara pemegang saham dan manajer. Investor tidak mampu untuk mengamati secara langsung komitmen manajer atau mengetahui nilai ekonomis yang sesungguhnya dari perusahaan atau kualitas manajemen yang mengarah untuk risiko perusahaan yaitu risiko bahwa manajer perusahaan menjalankan perusahaan dalam mengejar kepentingan mereka sendiri. Investor rasional meminta premi untuk menanggung risiko perusahaan, yang efektif meningkatkan *Cost of Equity*. Untuk mengurangi risiko perusahaan, sehingga mengurangi *Cost of Equity*, perusahaan perlu untuk mengimplementasikan seperangkat mekanisme CG internal. Mekanisme ini adalah penjumlahan aturan dan kegiatan yang ditujukan untuk menjamin transparansi dan keadilan dalam perilaku manajer.

Hasil pengujian regresi variabel ukuran perusahaan diperoleh koefisien regresi sebesar -2.167 dengan t-value sebesar -2.476, oleh karena $P < 0,05$ maka hipotesis diterima. Hal ini berarti terdapat pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan *cost of equity*. Ramly (2014) juga menyimpulkan ukuran perusahaan berbanding terbalik dengan risiko ekuitas dan risiko default. Perusahaan besar menikmati stabilitas yang lebih besar dan karena itu akan memiliki biaya modal yang lebih rendah.

Nilai *R-squared* yang diperoleh sebesar 0,103 yang menunjukkan bahwa pengaruh kualitas GCG dan ukuran perusahaan secara bersama-sama memiliki kontribusi pengaruh terhadap *cost of equity* sebesar 10,3%. Hal ini dapat dijelaskan karena investor menghendaki informasi yang lebih detail dan komprehensif sebagai rasionalisasi bagi mereka untuk mengestimasi risiko dengan tepat.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Penelitian ini didasarkan pada perspektif teori keagenan. Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan terhadap 112 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013-2015 dapat disimpulkan bahwa kualitas *Good Corporate Governance* berpengaruh negatif terhadap *cost of equity*. Hal ini berarti semakin baik kualitas *Good Corporate Governance* akan mampu menurunkan biaya modal investor. Mekanisme pengawasan yang kuat membatasi oportunistik manajerial dan mengurangi konflik keagenan antara pemilik dengan agen. Pada gilirannya, pemegang saham bersedia menerima premi risiko yang lebih rendah, sehingga efektif menurunkan biaya ekuitas.

Meskipun temuan penelitian ini berhasil membuktikan pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap *cost of equity*, namun beberapa keterbatasan menjadi potensi untuk penelitian masa depan. Studi masa depan dapat meneliti dampak dari tata kelola perusahaan terhadap biaya ekuitas dengan mengkaji faktor lingkungan investor yang berbeda. Studi mendatang juga dapat menguji pengaruh tata kelola perusahaan di negara-negara ASEAN.

DAFTAR PUSTAKA

- Berger, P.G, Chen, H., & Li, F. (2006). Firm Specific Information and the Cost of Equity Capital. *Notre Dame and the 2005 Pacific Northwest Finance Conference*.
- Bosse, D.A., & Phillips, R.A. (2016). Agency Theory and Bounded Self-Interest. *Acad Manage Rev* April 1, 2016 Vol. 41 No. 2 276-297.
- Chiao, C.H., Lin, C.F., dan Lai, Y.W. (2015). Transparency, Firm Characteristics and Cost of Equity. *Journal of Accounting and Finance* Vol. 15(6) 2015. 46-56
- Chi-Kun Ho. (2005). *Corporate Governance and Corporate Competitiveness: an International Analysis*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd.
- Da, Z, Guo, R.J, & Jagannathan, R. (2012). CAPM for estimating the cost of equity capital: Interpreting the empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 103 (2012) 204–220.
- Dwimulyani, S. dan Djamhuri. (2014). Pengaruh Economic Value Added, Market Value Added dan Good Corporate Governance Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Publik Yang Mendapat Peningkatan Dari The Indonesian Institute For Corporate Governance. *Indonesia Accounting Research Journal*. Vol. 2 No.2, Juli – Desember 2014.

- Easton, P.D. (2004). PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 1 (Jan., 2004), pp. 73-95.
- Fu, R., Kraft, A., & Zhang, H. (2011). Financial Reporting Frequency, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *Journal of Accounting and Economics 2011 Conference*.
- Hutabarat, E.M. dan Situmeang, C. (2016). Analisis Pengaruh Non Financial Measures Disclosure, Corporate Governance Dan Kualitas Audit Terhadap Performance Melalui Cost Of Equity Perusahaan. *Symposium Nasional Akuntansi XIX*, Lampung, 2016.
- Keown, A.J., dan Martin, J.D. (2002). *Financial Management, Principles and Application*. 9th edition. New Jersey: Prentice-Hall.
- Li, Y. dan Yang, H. (2012). Disclosure and the Cost of Equity Capital: An Analysis at the Market Level. National University of Singapore.
- Randy, V. dan Juniarti. (2013). Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Yang Terdaftar Di Bei 2007-2011. *Business Accounting Review*, VOL. 1, NO. 2, 2013. 306-308.
- Ramly, Z. (2014). Impact of corporate governance quality on the cost of equity capital in an emerging market: Evidence from Malaysian listed firms. *African Journal of Business Management* Vol. 6(4), pp. 1733-1748.
- Richardson, A.J dan Welker, .M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society* 26 (2001) 597–616.
- Saputra, M. dan Faizal, M. (2016). The Influence of Corporate Governance Perception Index, Managerial Ownership, Government Ownership and Sales Growth on Cost of Debt (Study in Non-Financial Companies Listed on IDX Year 2011-2014). *Journal of Research in Business, Economics and Management*. Volume 6, Issue 2
- Soana, M.G. (2012). Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Companies. *International Journal of Business Administration*. Vol. 3, No. 2; March 2012.
- Tarjo. (2010). Mekanisme Tata Kelola Korporat: Mampukah Menurunkan Cost Of Equity Capital? *Jurnal Investasi*. Vol. 6 No. 1 Juni 2010. 47 – 59.