

PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP VOLATILITAS HARGA SAHAM

I Gusti Bagus Yosia Wiryakusuma

**Universitas Ciputra
bagus.yosia@ciputra.ac.id**

ABSTRAK

Tata Kelola Perusahaan yang baik atau yang lebih dikenal dengan *Good Corporate Governance* (GCG) merupakan salah satu unsur penting dalam suatu perusahaan. Namun di Indonesia, penerapan GCG masih sangat kurang. Banyak perusahaan yang belum menyadari betapa pentingnya penerapan GCG. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) terhadap volatilitas harga saham. Untuk menguji pengaruh CGPI terhadap volatilitas, digunakan data *return* perusahaan sebelum dan setelah mengikuti penilaian *corporate governance*. Data yang digunakan adalah data sekunder yang didapat dari beberapa sumber. Untuk menguji volatilitas dalam penelitian ini digunakan metode GARCH (1,1). Hasil penelitian menunjukkan bahwa CGPI mempengaruhi volatilitas *return* harga saham.

Kata Kunci : *Corporate Governance Perception Index, Corporate Governance, Good Corporate Governance, volatilitas, GARCH.*

ABSTRAK

Tata Kelola Perusahaan yang baik atau yang lebih dikenal dengan *Good Corporate Governance* (GCG) merupakan salah satu unsur penting dalam suatu perusahaan. Namun di Indonesia, penerapan GCG masih sangat kurang. Banyak perusahaan yang belum menyadari betapa pentingnya penerapan GCG. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) terhadap volatilitas harga saham. Untuk menguji pengaruh CGPI terhadap volatilitas, digunakan data *return* perusahaan sebelum dan setelah mengikuti penilaian *corporate governance*. Data yang digunakan adalah data sekunder yang didapat dari beberapa sumber. Untuk menguji volatilitas dalam penelitian ini digunakan metode GARCH (1,1). Hasil penelitian menunjukkan bahwa CGPI mempengaruhi volatilitas *return* harga saham.

Kata Kunci : *Corporate Governance Perception Index, Corporate Governance, Good Corporate Governance, volatilitas, GARCH.*

PENDAHULUAN

Tata Kelola Perusahaan atau yang lebih dikenal dengan *Corporate Governance* adalah hubungan antara dewan direksi (*board of directors*), manajemen puncak (*top management*), dan para pemilik saham (*shareholders*) dalam menentukan arah dan performa perusahaan. *Good Corporate*

Governance (GCG) berkaitan dengan struktur hukum dan organisasi yang menjaga integritas internal suatu perusahaan (Choudhury, 2006). GCG merupakan prinsip yang digunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar dapat memenuhi kewajiban dan memberikan pertanggung-jawaban kepada para pemangku kepentingan (*stakeholders*) perusahaan. Di Indonesia, GCG dapat

didefinisikan sebagai suatu sistem yang digunakan oleh perusahaan untuk memberikan nilai tambah kepada pemegang saham (*shareholders*) dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya, berlandaskan peraturan yang berlaku. Menurut Sukamulja (2003), agar perusahaan memiliki GCG, ada beberapa hal yang dinilai dalam suatu perusahaan. Penilaian dalam GCG meliputi *corporate discipline, transparency, independence, accountability, responsibility, fairness, social responsibility*. *Corporate governance* bertujuan untuk tercapainya pengelolaan perusahaan yang lebih baik bagi *stakeholders*. Semakin baik tata kelola perusahaan (GCG) maka akan semakin memberikan keyakinan bagi para pemegang saham untuk menginvestasikan dana ke perusahaan tersebut.

Untuk mengawasi penerapan GCG yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia, maka dibentuklah *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG). IICG adalah sebuah lembaga independen yang melakukan penelitian dan pemeringkatan terhadap perusahaan-perusahaan yang menerapkan GCG di Indonesia. Hasil penelitian dan pemeringkatan tersebut disebut sebagai *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). Di Indonesia penerapan GCG masih sangat sedikit. Banyak perusahaan-perusahaan yang masih mengabaikan GCG, sedangkan GCG memiliki pengaruh yang cukup besar bagi kelangsungan hidup perusahaan. GCG mempengaruhi hampir semua aspek dalam perusahaan. Penelitian McKinsey (2002), membuktikan bahwa investor di negara-negara maju bersedia memberi premium yang cukup tinggi, mencapai 28% kepada perusahaan yang menerapkan *corporate governance*. Investor di negara maju lebih memilih untuk berinvestasi pada perusahaan yang menerapkan *corporate governance*. Investor merasa lebih percaya terhadap perusahaan yang menerapkan *corporate governance*. Dalam dunia pasar

modal, kepercayaan investor merupakan hal yang sangat penting. Semakin besar kepercayaan investor terhadap suatu perusahaan, maka akan semakin besar minat investor terhadap perusahaan tersebut. Hal tersebut diharapkan akan memperkecil volatilitas harga saham tersebut.

Volatilitas harga saham mengacu pada risiko mengenai tingkat dan ukuran perubahan nilai harga saham dalam berinvestasi. Nilai volatilitas saham yang tinggi memiliki arti bahwa saham perusahaan tersebut dapat memberikan *return* yang besar tetapi juga memiliki risiko yang besar. Dengan kata lain, semakin kecil volatilitas saham tersebut maka saham tersebut memberikan *return* yang kecil, tetapi risikonya juga semakin kecil. Perusahaan yang menerapkan GCG diharapkan dapat memiliki volatilitas harga saham yang kecil, yang berarti bahwa perusahaan yang menerapkan GCG memiliki risiko yang kecil tetapi tetap dapat memberikan *return* yang konsisten.

Berdasar uraian di atas, dalam penelitian ini akan dibahas tentang “Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Volatilitas Harga Saham”.

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

***Good Corporate Governance* (GCG)**

Tata Kelola Perusahaan atau yang lebih dikenal dengan *Corporate Governance* adalah hubungan antara dewan direksi (*board of directors*), manajemen puncak (*top management*), dan para pemilik saham (*shareholders*) dalam menentukan arah dan performa perusahaan. GCG merupakan prinsip yang digunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar dapat memenuhi kewajiban dan memberikan pertanggungjawaban kepada para pemangku kepentingan (*stakeholders*) perusahaan.

Corporate Governance Perception Index (CGPI)

Corporate Governance Perception Index (CGPI) merupakan indeks pemeringkatan penerapan GCG pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. CGPI diharapkan dapat mendorong perusahaan meningkatkan kualitas penerapan *corporate governance* dengan melaksanakan evaluasi dan *benchmarking* ke perusahaan yang menerapkan GCG. Kepesertaan CGPI bersifat sukarela, yang berarti perusahaan dapat tidak menerapkan GCG.

Pengukuran Volatilitas

Autoregressive Conditional Heterocedasticity (ARCH) atau *Generalized Autoregressive Conditional Heterocedasticity* (GARCH) adalah model yang digunakan untuk mengukur volatilitas. Model ARCH pada dasarnya digunakan untuk meramalkan risiko *return* harian kemudian dikembangkan menjadi model GARCH yang pada dasarnya hal tersebut digunakan untuk mengatasi variansi yang berubah menurut waktu. Beberapa peneliti dalam mengukur volatilitas harga saham banyak yang menggunakan model GARCH yang merupakan pengembangan dari model ARCH, dimana model ini pada dasarnya digunakan untuk menganalisis data pada interval waktu yang berbeda.

Return Harga Saham

Menurut Kasmir (2010) saham merupakan surat tanda kepemilikan perusahaan atas nama saham yang dibelinya. Saham dapat diperjualbelikan (dipindah tangankan) kepada pihak lain. Harga saham merupakan harga dari suatu saham perusahaan. Harga saham adalah hasil pembagian dari modal dengan jumlah saham yang beredar. Semakin banyak saham yang beredar, maka akan semakin kecil harga saham tersebut, begitu juga sebaliknya. Harga saham juga dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran terhadap saham tersebut.

Return saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh investor atas suatu investasi saham yang dilakukannya (Tjondro dan Wilopo, 2011). Menurut Hartono (2014), *return* dapat berupa *realized return* dan *expected return*. *Realized return* merupakan *return* yang telah terjadi, sedangkan *expected return* adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa depan. Rumus *return* diperlihatkan sebagai berikut (Hartono, 2014):

$$Return = Capital\ gain\ (loss) + Yield$$

Capital gain (loss) merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu (Hartono, 2014).

$$Capital\ gain(loss) = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai GCG terhadap manajemen keuangan telah beberapa kali dilakukan dengan beberapa metode yang berbeda. Prasanna (2011) dengan menggunakan GARCH (1,1) meneliti tentang dampak dari peraturan *corporate governance* dalam volatilitas dan efisiensi pasar modal di India. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa undang-undang *corporate governance* yang diperkenalkan pada tahun 2003 melalui ketentuan 49 memiliki dampak yang signifikan terhadap volatilitas pasar modal di India. Koerniadi *et al.* (2013) melakukan penelitian dengan judul “*Corporate Governance and The Variability of Stock Returns*” dan penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan *governance* yang dikelola dengan baik di New Zealand memiliki risiko yang lebih kecil dari perusahaan yang tidak menerapkan.

Lassoued (2011) dan Elmir (2011) dalam penelitiannya yang berjudul “*Portfolio Selection: Does Corporate Governance Matter?*” menyatakan bahwa *corporate governance* berhubungan dengan risiko dan *return*. Selain itu, menurut Kowalewski (2016) penerapan GCG dapat meningkatkan dividen

walaupun dalam masa krisis. Semakin baik penerapan GCG, maka akan menghasilkan nilai perusahaan yang tinggi (Suhadak, 2018).

Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H1 : *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* berpengaruh terhadap volatilitas harga saham.

METODA PENELITIAN

Sampel

Populasi merupakan kumpulan elemen yang menunjukkan ciri-ciri tertentu yang dapat digunakan untuk membuat kesimpulan. Elemen-elemen dalam suatu populasi akan diseleksi dengan beberapa cara. Elemen-elemen yang sudah diseleksi disebut dengan sampel (Sanusi, 2011). Dalam penelitian ini, populasinya adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam BEI dan juga menerapkan GCG selama 5 tahun berturut-turut.

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan studi dokumentasi, yaitu pengumpulan data yang digunakan penulis yang langsung ditujukan pada subjek penelitian melalui dokumen. Untuk memperoleh data pada penelitian ini, penulis menggunakan data yang didapatkan dari Yahoo Finance, BEI dan IICG.

Metode Analisis Data

Dalam penelitian ini, penulis menggunakan metode pemodelan ekonometrika dan analisis linear berganda.

Pemodelan Ekonometrika. Menurut Ariefianto (2012), salah satu bentuk pemodelan ekonometrika yang sering digunakan adalah pemodelan volatilitas.

Pemodelan volatilitas biasanya digunakan untuk mengukur risiko. Volatilitas yang biasa diproksi oleh standar deviasi dari return memberikan implikasi penting dalam perhitungan risiko.

Pada data instrumen keuangan (saham, nilai tukar, indeks, dan yield surat berharga) terdapat fenomena heteroskedastis yang sangat banyak, sehingga Engle (1982) dalam Ariefianto (2012) telah membuat suatu kerangka estimasi mengenai heteroskedastis. Kerangka estimasi tersebut adalah *Autoregressive Conditional Heteroscedasticity* (ARCH), kemudian model ini dikembangkan oleh Bollerslev dan Taylor (1986) menjadi *Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity* (GARCH) yang bersifat lebih umum.

Varians residual pada suatu titik waktu merupakan fungsi dari varians residual di titik waktu yang lain, model ARCH mengasumsikan hal tersebut. Hal ini dapat dirumuskan sebagai (Ariefianto, 2012):

$$\sigma_t^2 = \text{var}(u_t | u_{t-1}, u_{t-2}, \dots) = \text{Evar}(u_t | u_{t-1}, u_{t-2}, \dots) \quad (1)$$

Model variansi residual ini diestimasi secara bersama dengan model rata-ratanya (regresi linear variabel). Secara umum suatu model regresi linear k variabel dengan proses ARCH(q) dimana q adalah derajat ARCH dapat direpresentasikan sebagai (Engle, 1982 dalam Ariefianto, 2012):

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_{1t} + \alpha_2 x_{2t} + \dots + \alpha_k x_{kt} + u_t; \quad (2)$$

$$u_t \sim N(0, \sigma_t^2) \quad (3)$$

$$\sigma_t^2 = \beta_0 + \beta_1 u_{t-1}^2 + \beta_2 u_{t-2}^2 + \dots + \beta_q u_{t-q}^2 \quad (4)$$

Oleh karena menggunakan konsep varians, maka nilai sisi sebelah kiri dari Persamaan (4) tidak boleh negatif (*non-negativity constraint*). Hal ini berimplikasi bahwa setiap parameter residual kuadrat harus

sama atau lebih besar dari nol atau $\beta_i \geq 0$ untuk setiap $i = 0, 1, 2, \dots, q$.

Jika pada persamaan regresi terdeteksi fenomena ARCH, maka dilakukan pemodelan ARCH. Bollerslev dan Taylor (1986) dalam Ariefianto (2012) mengembangkan model ARCH di atas menjadi bentuk yang lebih umum yang dikenal sebagai *Generalized ARCH* (GARCH). Dalam model GARCH, varians kondisional tidak hanya dipengaruhi oleh residual yang lampau tetapi juga oleh *lag varians* kondisional itu sendiri. Berdasarkan hal tersebut, varians kondisional pada model GARCH terdiri atas 2 bagian, yaitu bagian lampau dari residual kuadrat (q) dan bagian lampau dari varians kondisional (p), yang dapat dirumuskan sebagai (Ariefianto, 2012):

$$\hat{\sigma}_t^2 = \delta_0 + \sum_{i=1}^q \delta_i u_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^p \delta_j \hat{\sigma}_{t-j}^2 + w_t$$

Model ARCH(q) dan GARCH (p, q) adalah model nonlinear. Untuk melakukan estimasi parameter pada model ARCH dan GARCH, digunakan teknik maximum likelihood.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan profil data sampel. Statistik deskriptif dalam penelitian ini diolah dengan menggunakan SPSS 18 dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 1
Tabel Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CGPI	35	70,7300	92,8800	85,373429	4,5635796
Return_Setelah	35	-45,0000	84,4600	14,739429	29,6623481
Return_Sebelum	31	-91,52	246,55	43,8305	78,67699
Valid N (listwise)	31				

Sumber: Output hasil statistik deskriptif dari CGPI, *Return* setelah dan *Return* sebelum mengikuti penilaian GCG menggunakan SPSS 18.

Tabel 1 menunjukkan banyaknya data, nilai minimum dan maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari setiap variabel. Variabel CGPI memiliki 35 data dengan nilai minimum sebesar 70,73, nilai maksimum sebesar 92,88, rata-rata sebesar 85,373429, dan standar deviasi sebesar 4,5635796. Variabel *return* setelah mengikuti GCG memiliki nilai maksimum dan minimum sebesar 84,46 dan -45,00. Variabel tersebut juga memiliki rata-rata sebesar 14,739429 dengan standar deviasi sebesar 29,6623481 dalam 35 data penelitian. Variabel *return* sebelum mengikuti GCG memiliki rata-rata sebesar 43,8305 dan stardar deviasi sebesar

78,67699. Variabel tersebut menggunakan 31 data dengan nilai maksimum sebesar 246,55 dan nilai minimum sebesar -91,52.

Uji Volatilitas

Uji Unit Roots Augmented Dickey Fuller (ADF)

Pengujian ADF digunakan untuk mengetahui jenis data apakah data bersifat stasioner atau tidak. Pengujian ADF dilakukan pada data *return* sebelum dan setelah mengikuti penilaian GCG dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 2
Hasil pengujian ADF pada *Return* sebelum mengikuti IICG

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6,032284	0,0000
Test critical values: 1% level	-3,679322	
5% level	-2,967767	
10% level	-2,622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Sumber : Hasil output uji ADF *return* sebelum mengikuti IICG dengan Eviews 9

Dari Tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai dari *t-statistic* pada ADF memiliki nilai yang lebih kecil dari nilai *critical value* 1%, 5%,

dan 10% sehingga dapat disimpulkan bahwa data *return* sebelum mengikuti IICG bersifat stasioner dan tidak mengandung *unit root*.

Tabel 3
Hasil pengujian ADF pada *Return* setelah mengikuti IICG

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5,672464	0,0000
Test critical values: 1% level	-3,639407	
5% level	-2,951125	
10% level	-2,614300	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Sumber : Hasil output uji ADF *return* sebelum mengikuti IICG dengan Eviews 9

Dari Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai dari *t-statistic* pada ADF memiliki nilai yang lebih kecil dari nilai *critical value* 1%, 5%, dan 10% sehingga dapat disimpulkan bahwa data *return* setelah mengikuti IICG bersifat stasioner dan tidak mengandung *unit root*.

Uji ARCH-LM. Pengujian ARCH – LM dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah residual data time series yang ada mengandung *heteroskedastic* atau tidak. Residual yang *heteroskedastic* menjelaskan bahwa memiliki efek ARCH sehingga dapat dipakai pada model GARCH (1,1). Hasil pengujian ARCH-LM pada *return* adalah sebagai mana disajikan pada tabel 4.

Hasil uji ARCH-LM dengan menggunakan *lag*=1 menghasilkan nilai probabilitas *Chi-square*(1) sebesar 0,0022 yang kurang dari 0,05. nilai tersebut menunjukkan bahwa terdapat efek ARCH pada residual *return* sehingga dapat dilanjutkan ke pemodelan GARCH (1,1).

Uji GARCH (1,1). Pengujian model GARCH (1,1) ditujukan untuk melihat terdapat atau tidak terdapatnya volatilitas *return* pada indeks dengan melakukan pengujian pada volatilitas residualnya. Uji GARCH (1,1) dilakukan pada periode sebelum dan setelah mengikuti IICG. Berikut adalah hasil uji GARCH (1,1) untuk setiap periode:

Tabel 4
Hasil Uji ARCH-LM *Return*

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	12,20030	Prob. F(1,32)	0,0014
Obs*R-squared	9,384784	Prob. Chi-Square(1)	0,0022

Test Equation:

Dependent Variable: WGT_RESID^2

Method: Least Squares

Date: 01/05/17 Time: 03:53

Sample (adjusted): 2011 2044

Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,462226	0,203707	2,269077	0,0301
WGT_RESID^2(-1)	0.522867	0,149694	3,492893	0,0014
R-squared	0,276023	Mean dependent var		0,961218
Adjusted R-squared	0,253399	S.D. dependent var		0,979965
S.E. of regression	0,846749	Akaike info criterion		2,562198
Sum squared resid	22,94348	Schwarz criterion		2,651983
Log likelihood	-41,55736	Hannan-Quinn criter.		2,592817
F-statistic	12,20030	Durbin-Watson stat		1,942299
Prob(F-statistic)	0,001420			

Sumber: Hasil output uji ARCH-LM *return* dengan Eviews 9

Tabel 5
Perbandingan Hasil Uji GARCH (1,1) pada *Return* (sebelum dan setelah)

Variabel	<i>Return</i> _Sebelum		<i>Return</i> _Setelah	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	-0,228016	0,5039	-0,256667	0,3956
RESID(-1)^2	-0,244026	0,2509	-0,193637	0,1943
GARCH(-1)	1,396742	0,0000	1,353172	0,0000

Sumber: Hasil output uji GARCH (1,1) dari *return* untuk periode sebelum dan setelah mengikuti IICG dengan Eviews 9

Hasil pengujian pada Tabel 5, RESID(-1)^2 –atau koefisien ARCH, merefleksikan sensitifitas terhadap informasi baru, menunjukkan peningkatan dari -0,244026 menjadi -0,193637 setelah mengikuti IICG. Dari koefisien GARCH(-1), yang merefleksikan sensitivitas terhadap informasi

historical, juga menunjukkan penurunan dari 1,396742 menjadi 1,353172 setelah mengikuti IICG.

Perbandingan *sub-sample* digunakan untuk melihat volatilitas *return* sebelum dan setelah mengikuti IICG. Perbandingan tersebut dapat dilakukan dengan menjumlahkan nilai

koefisien $RESID(-1)^2$ dan $GARCH(-1)$ pada setiap *sub-sample* (sebelum dan sesudah). Penjumlahan dari nilai koefisien $RESID(-1)^2$ dan $GARCH(-1)$ mengukur presistensi volatilitas. Nilai penjumlahan tersebut jika kurang dari 1, maka mencerminkan proses GARCH yang stasioner atau volatilitas yang rendah begitu juga sebaliknya. Hasil penjumlahan nilai koefisien $RESID(-1)^2$ dan $GARCH(-1)$ pada periode sebelum adalah 1,152716 (-0,244026 + 1,396742), dan pada periode setelah adalah 1,159535 (-0,193637 + 1,353172). dari hasil penjumlahan tersebut didapati bahwa nilai penjumlahan pada periode setelah lebih besar dari periode sebelum. Hal tersebut menandakan bahwa terjadi peningkatan volatilitas.

PEMBAHASAN

Uji ADF. Uji ADF bertujuan untuk mengetahui apakah data penelitian bersifat stasioner atau tidak. Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai *t-statistic* dari uji ADF *return* sebelum mengikuti penilaian GCG bernilai lebih kecil dari *critical value* 1%, 5%, dan 10%, yaitu sebesar -6,032284, sehingga data dapat dikatakan bersifat stasioner. Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai *t-statistic* dari uji ADF *return* setelah mengikuti penilaian GCG bernilai lebih kecil dari *critical value* 1%, 5%, dan 10%, yaitu sebesar -5,672464, sehingga data dapat dikatakan bersifat stasioner.

Uji ARCH-LM. Pengujian ARCH – LM dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah residual data time series yang ada mengandung *heteroskedastic* atau tidak. Residual yang *heteroskedastic* menjelaskan bahwa memiliki efek ARCH sehingga dapat dipakai pada model GARCH (1,1). Hasil uji ARCH-LM dengan menggunakan lag=1 pada tabel 4 menghasilkan nilai probabilitas *Chi-square*(1) sebesar 0,0022 yang kurang dari 0,05. nilai tersebut menunjukkan bahwa terdapat efek ARCH pada residual *return* sehingga dapat dilanjutkan ke pemodelan GARCH (1,1).

Uji GARCH (1,1). Pengujian model GARCH (1,1) ditujukan untuk melihat terdapat atau tidak terdapatnya volatilitas *return* pada indeks dengan melakukan pengujian pada volatilitas residualnya. Uji GARCH (1,1) dilakukan pada periode sebelum dan setelah mengikuti IICG.

Pengujian hipotesis *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* berpengaruh terhadap volatilitas harga saham. Perbandingan *sub-sample* pada tabel 5 digunakan untuk melihat volatilitas *return* sebelum dan setelah mengikuti penilaian GCG. Perbandingan tersebut dapat dilakukan dengan menjumlahkan nilai koefisien $RESID(-1)^2$ dan $GARCH(-1)$ pada setiap *sub-sample* (sebelum dan sesudah). Penjumlahan dari nilai koefisien $RESID(-1)^2$ dan $GARCH(-1)$ mengukur presistensi volatilitas. Nilai penjumlahan tersebut jika kurang dari 1, maka mencerminkan proses GARCH yang stasioner atau volatilitas yang rendah begitu juga sebaliknya. Hasil penjumlahan nilai koefisien $RESID(-1)^2$ dan $GARCH(-1)$ pada periode sebelum adalah 1,152716 (-0,244026 + 1,396742), dan pada periode setelah adalah 1,159535 (-0,193637 + 1,353172). dari hasil penjumlahan tersebut didapati bahwa nilai penjumlahan pada periode setelah lebih besar dari periode sebelum. Hal tersebut menandakan bahwa terjadi peningkatan volatilitas. Hal tersebut menunjukkan bahwa hipotesis, **(H1), *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* berpengaruh terhadap volatilitas harga saham.** Temuan penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan Alexakis *et al.* (2006) yang menyatakan bahwa GCG mempengaruhi volatilitas, selain itu, temuan penelitian ini juga mendukung penelitian yang dilakukan Prasanna (2011) yang menyatakan bahwa undang-undang *corporate governance* yang diperkenalkan pada tahun 2003 melalui ketentuan 49 memiliki dampak yang signifikan terhadap volatilitas pasar modal di India.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan dengan menggunakan Eviews 9, didapatkan hasil bahwa *corporate governance* berpengaruh terhadap volatilitas harga saham. Hal tersebut didukung oleh beberapa penelitian yang sudah dilakukan oleh peneliti terdahulu. Penerapan GCG berpengaruh terhadap volatilitas harga saham perusahaan (Prasanna, 2011). Bahkan semakin baik penerapan GCG, maka akan semakin meningkatkan nilai perusahaan (Suhadak, 2018).

DAFTAR REFERENSI

- Adegbite, E. 2012. *Corporate governance regulation in Nigeria. Corporate Governance, The International Journal Of Business In Society*, 12 (2): 257-276.
- Agustiar, D., Widyawati, D. 2014. Pengaruh *Corporate Governance Perception Index* terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3 (3).
- Alexakis, C. A., Balios, D., Papagelis, G., dan Xanthakis, M. 2006. *An Empirical Investigation of The Visible Effects of Corporate Governance: The Case of Greece. Manajerial Finance*, 32 (8): 673-684.
- Aloui, M., Jarboui, A. 2018. *The effects of corporate governance on the stock return volatility: During the financial crisis. International Journal of Law and Management*, 60 (2):478-495
- Ariefianto, M. D. 2012. *Ekonometrika: Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan EViews*. Erlangga. Jakarta.
- Budiharjo, R. 2016. Pengaruh Good Corporate Governance terhadap *Return Saham*

Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan penelitian ini terletak pada kurangnya pemahaman mengenai GCG di Indonesia yang menyebabkan hanya sekitar 50 perusahaan yang mengikuti penilaian GCG dari kurang lebih 500 perusahaan yang terdaftar dalam BEI, dan hanya 7 perusahaan yang mengikuti penilaian GCG selama 5 tahun berturut-turut dan 7 perusahaan tersebut semuanya merupakan BUMN. Perusahaan non BUMN hanya beberapa kali mengikuti penilaian GCG, tidak berturut-turut. Hal ini menyebabkan kurangnya sampel yang dapat diteliti.

- dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening dan Moderating. *Jurnal TEKUN*, 7 (1): 80-98.
- Campos, C. E., Newell, R. E., Wilson, G. 2002. *Corporate Governance Develops in Emerging Markets. McKinsey on Finance: Perspectives on Corporate Finance and Strategy*, 3.
- Choudhury, M. A., Hoque, M. Z. 2006. *Corporate governance in Islamic perspective. Corporate Governance: The international journal of business in society*, 6(2): 116-128.
- Daniri, M. A. 2005. *Good Corporate Governance: Konsep dan Penerapannya dalam Konteks Indonesia*. Ray Indonesia. Jakarta.
- Hartono, J. 2014. *Teori dan Praktik Portofolio dengan Excel*. Salemba Empat. Jakarta.
- Kasmir. 2010. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Kencana. Jakarta.
- Koerniadi, H., Krishnamurti, C., Tourani-Rad, A. 2013. *Corporate Governance and The Variability of Stock Returns*.

- International Journal of Manajerial Finance* Vol. 10 No. 4, p. 494-510.
- Kowalewski, O. 2016. Corporate Governance And Corporate Performance: Financial Crisis (2008). *Management Research Review*, 39 (11):1494-1515.
- Lassoued, N., Elmir, A. 2011. Portfolio Selection: Does corporate governance matter?. *Corporate Governance*, 12 (5): 701-703.
- Narbuko, C., Achmadi, A. 2002. *Metodologi Penelitian*. PT. Bumi Aksars. Jakarta.
- Peni, E., Vähämaa, S. 2011. *Did Corporate Governance Improve Bank Performance during the Financial Crisis?*. Springer.
- Prasanna, P. K. 2011. Impact of Corporate Governance Regulations on Indian Stock Market Volatility and Efficiency. *International Journal of Disclosure and Governance*, 10, p. 1-12.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., Lim, J., Tan, R., Wong, H. 2015. *Corporate Governance: Asia Global Edition*. McGraw-Hill Education. New York.
- Sanusi, A. 2011. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Salemba Empat. Jakarta.
- Shank, T., Hill, R. P., Stang, J. 2011. Do Investor Benefit from Good Corporate Governance?. *Corporate Governance*, 13 (4): 384-396
- Singhania, M., Prakash, S. 2014. Volatility and Cross Correlations of Sock Markets in SAARC Nations. *South Asian Journal of Global Business Research*, 3 (2): 154-169.
- Sugiyanto, E. K. 2011. Peningkatan Return Saham dan Kinerja Keuangan melalui Corporate Social Responsibility dan Good Corporate Governance. *Aset* , 13 (1): 47-56.
- Suhadak, Kurniaty, Handayani, S. R., Rahayu, S. M. 2018. Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value. *Asian Journal of Accounting Research*.
- Sukamulja, S. 2003. Good Corporate Governance di Sektor Keuangan Indonesia: Dampak GCG terhadap Kinerja Perusahaan (Kasus di Bursa Efek Jakarta). *Benefit*, 8 (1):1-25.
- Sukamulja, S., Fidanti, S. 2016. Pengaruh Kontrak *Futures* Indeks terhadap Volatilitas *Underlying Spot Market* di Indonesia. *Jurnal Manajemen Untar*, incoming edition.