

**PENGARUH ARSITEKTUR KEUANGAN, CASH HOLDING, DAN
GOODWILL TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN PENDEKATAN
FAMA FRENCH FIVE-FACTOR MODEL**



Diajukan oleh:
Catur Wahyu Irjayanto
18911058

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
2020

**PENGARUH ARSITEKTUR KEUANGAN, CASH HOLDING, DAN
GOODWILL TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN PENDEKATAN
FAMA FRENCH FIVE-FACTOR MODEL**

Tesis S-2

Program Magister Manajemen



Diajukan oleh:

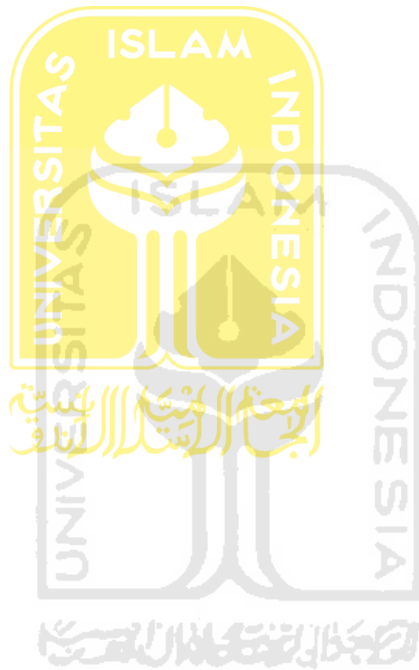
Catur Wahyu Irjayanto

18911058

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

2020

HALAMAN PENGESAHAN



Yogyakarta, _____

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Dosen Pembimbing

A handwritten signature in black ink, which appears to be 'Zaenal Arifin', is written over a horizontal line.

Dr. Zaenal Arifin, M.Si.

BERITA ACARA UJIAN TESIS

Pada hari Kamis tanggal 6 Agustus 2020 Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah mengadakan ujian tesis yang disusun oleh :

CATUR WAHYU IRJAYANTO

No. Mhs. : 18911058

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Dengan Judul:

**PENGARUH ARSITEKTUR KEUANGAN, CASH HOLDING, DAN GOODWILL
TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN PENDEKATAN FAMA FRENCH FIVE-FACTOR
MODEL**

Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji,
maka tesis tersebut dinyatakan **LULUS**

Penguji I



Dr. Zaenal Arifin, M.Si.

Penguji II



Dr. D. Agus Harjito, M.Si.

Mengetahui

Ketua Program Studi Magister Manajemen,

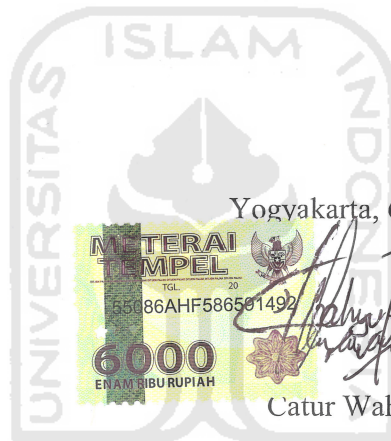


Dr. Dwiprptono Agus Harjito, M.Si.

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam penulisan tesis ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau pernah diterbitkan oleh orang lain kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan pernyataan ini tidak benar, maka saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku”

Yogyakarta, 6 Agustus 2020



Catur Wahyu Irjayanto

KATA PENGANTAR

Alhamdulillahillobbil'aalamiin, segala puji bagi Allah SWT, karena berkat limpahan rahmat, hidayah dan izin-Nya penulis dapat menyelesaikan Tesis yang berjudul “Pengaruh Arsitektur Keuangan, *Cash Holding*, Dan *Goodwill* Terhadap *Return Saham* Dengan Pendekatan Fama French *Five-Factor Model*”.

Tesis ini ditulis dalam rangka memenuhi syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Program Studi Manajemen Program Magister Fakultas Bisnis Dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia.

Dalam penyelesaian tesis ini, banyak pihak lain yang selalu membantu, membimbing, dan memberikan pengarahan kepada penulis. Oleh karena itu, dengan kerendahan hati penulis mengucapkan terimakasih kepada;

1. Dr. Dwipraptono Agus Harjito, M.Si., selaku Ketua Program Studi Manajemen Program Magister sekaligus sebagai dosen penguji dalam memberikan masukan demi kesempurnaan penelitian penulis.
2. Dr. Zaenal Arifin, M.Si., selaku dosen pembimbing atas segala waktu yang diluangkannya untuk memberikan ilmu, pengarahan dan masukkan dalam penyelesaian tesis ini.
3. Seluruh dosen di Program Studi Manajemen Program Magister yang telah memberikan ilmu dan wawasannya kepada penulis.
4. Seluruh staf karyawan di Program Studi Manajemen Program Magister yang telah melayani kebutuhan kemahasiswaan penulis dengan baik.
5. Kedua orang tua penulis yaitu Ninik Sutarni dan Kalimah, serta tercinta Fajar Ariyadi, Didit Pujiyanto, dan Riyono Pepi Mingky Trisusilo, atas doa dan dukurngan kepada penulis sehingga tesis ini dapat terselesaikan dengan baik.
6. Rekan-rekan MM UII 51A dan rekan-rekan MM Keuangan 51 atas segala ilmu serta pengalaman yang luar biasa kepada penulis. Semoga sukses dengan karir kalian masing-masing.
7. Muafiqoh Dwiarini, M.Sc., Nurse-Midwife atas segala semangat dan dukungan kepada penulis.

8. Rekan-rekan NousID atas segala ilmu, pengalaman dan kepercayaan kepada penulis untuk bergabung dalam team.

Semoga Allah SWT membalas segala kebaikan atas keikhlasan mereka. Akhir kata, penulis berharap tesis ini dapat memberikan sumbangsi pemikiran yang bermanfaat bagi semua.



Yogyakarta, Juli 2020
Penulis

Catur Wahyu Irjayanto

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
BERITA ACARA UJIAN TESIS.....	iii
PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME.....	iv
KATA PENGANTAR	v
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL.....	ix
DAFTAR GAMBAR	x
DAFTAR LAMPIRAN.....	xi
ABSTRAK.....	xii
ABSTRACT.....	xiii
BAB I : PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan penelitian.....	8
1.4 Manfaat penelitian.....	8
1.5 Sistematika penulisan.....	9
BAB II : KAJIAN PUSTAKA.....	11
2.1 Arsitektur keuangan	11
2.1.1 Tata kelola perusahaan	11
2.1.2 Struktur kepemilikan	20
2.1.3 Struktur modal	21
2.2 Cash holding.....	23
2.3 Goodwill.....	27
2.4 Model keseimbangan return saham: five-factor model.....	28
2.5 Pengembangan hipotesis	33
2.5.1 Pengaruh arsitektur keuangan terhadap return saham.....	33
2.5.2 Pengaruh cash holding terhadap return saham.....	38
2.5.3 Pengaruh goodwill terhadap return saham	39
2.6 Kerangka penelitian	40
BAB III : METODE PENELITIAN.....	42

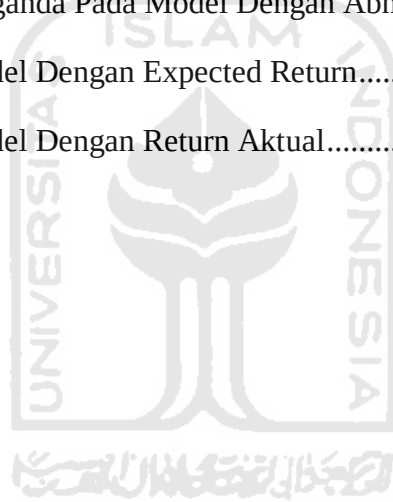
3.1 Populasi dan sampel.....	42
3.2 Data dan sumber data	42
3.3 Definisi operasional variabel penelitian.....	43
3.4 Metode analisis data.....	48
3.4.1 Uji asumsi klasik	48
3.4.2 Pengujian hipotesis: regresi data panel	50
BAB IV : ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	54
4.1 Statistik deskriptif variabel penelitian.....	54
4.2 Hasil expected return dengan 5-faktor model	61
4.3 Hasil uji hipotesis	64
4.3.1 Model dengan abnormal return	64
4.3.2 Model dengan expected return	72
4.3.3 Model dengan return aktual.....	73
4.4 Pembahasan.....	75
4.4.1 Pengaruh board process terhadap return saham	75
4.4.2 Pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap return saham	76
4.4.3 Pengaruh ukuran direksi terhadap return saham	77
4.4.4 Pengaruh struktur modal terhadap return saham	78
4.4.5 Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap return saham.....	79
4.4.6 Pengaruh kepemilikan institusional terhadap return saham	80
4.4.7 Pengaruh cash holding terhadap return saham	81
4.4.8 Pengaruh goodwill terhadap return saham	82
BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN.....	83
5.1 Kesimpulan	83
5.2 Saran.....	84

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Deskriptif Variabel Dependen	55
Tabel 4.2 Deskriptif Variabel Independen	57
Tabel 4.3 Hasil Regresi Expected Return Dengan 5-Faktor Model.....	62
Tabel 4.4 Uji Multikoloniaritas Pada Model Dengan Abnormal Return	64
Tabel 4.5 Uji Heteroskedastisitas Pada Model Dengan Abnormal Return.....	65
Tabel 4.6 Uji Chow Pada Model Dengan Abnormal Return	66
Tabel 4.7 Uji Regresi Berganda Pada Model Dengan Abnormal Return	67
Tabel 4.8 Uji Regresi Model Dengan Expected Return.....	72
Tabel 4.9 Uji Regresi Model Dengan Return Aktual.....	74



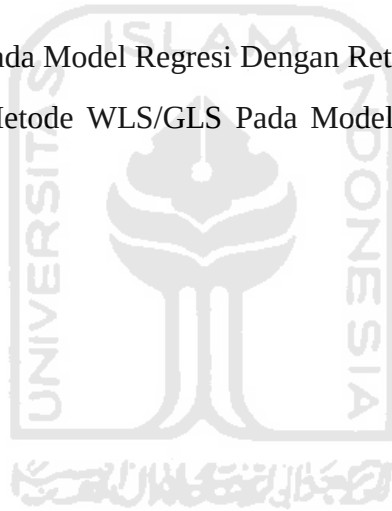
DAFTAR GAMBAR

Gambar II.1 Kerangka Penelitian.....	41
--------------------------------------	----



DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1. Daftar Perusahaan Yang Menjadi Sampel Penelitian
- Lampiran 2. Data Regresi Expected Return Dengan 5-Faktor Model
- Lampiran 3. Data Regresi Model Dengan Abnormal Return
- Lampiran 4. Uji Glejser Expected Return 5-Faktor Model
- Lampiran 5. Uji Chow Metode WLS/GLS Pada Expected Return 5-Faktor Mode
- Lampiran 6. Uji Glejser Pada Model Regresi Dengan Expected Return
- Lampiran 7. Uji Chow Metode WLS/GLS Pada Model Regresi Dengan Expected Return
- Lampiran 8. Uji Glejser Pada Model Regresi Dengan Return Aktual
- Lampiran 9. Uji Chow Metode WLS/GLS Pada Model Regresi Dengan Return Aktual



ABSTRAK

Arsitektur keuangan menggambarkan desain keuangan yang lengkap dari suatu perusahaan karena terdiri dari kombinasi dimensi struktur keuangan yang berbeda yaitu struktur kepemilikan, struktur modal dan kontrol perusahaan melalui tata kelola perusahaan. Selain itu, kinerja keuangan perusahaan seperti cash holding dan goodwill menjadi perhatian bagi investor dalam melihat besar pertumbuhan yang telah dilakukan oleh suatu perusahaan. Oleh karena itu, pada penelitian ini akan diidentifikasi pengaruh dari variabel arsitektur keuangan, cash holding dan goodwill terhadap return saham dengan menggunakan pendekatan model Fama French 5-faktor. Pada variabel arsitektur keuangan terdiri dari tata kelola perusahaan (ukuran dewan komisaris, ukuran direksi, dan board process), struktur modal, dan struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional).

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Weighted Least Square Method* (WLS) atau *Generalized Least Square* (GLS) dengan jumlah sampel sebanyak 25 perusahaan dari tahun 2015-2018 yang termasuk dalam Indeks Kompas 100. Perhitungan return saham dalam penelitian ini menggunakan abnormal return dan sebagai perbandingan dilakukan juga pengujian menggunakan model dengan expected return dan return aktual. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel Board Process dan Struktur Modal memiliki pengaruh signifikan terhadap return saham pada model regresi dengan abnormal return. Selanjutnya, hasil yang diperoleh pada model dengan *expected return* dan return aktual menunjukkan variabel kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap *expected return* dan Cash Holding berpengaruh signifikan terhadap return aktual, sementara variabel lainnya tidak berpengaruh signifikan. Selain itu, variabel Dewan Komisaris, Dewan Direksi dan kepemilikan institusional pada perbandingan model menunjukkan hasil yang secara konsisten tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Penelitian ini memberikan manfaat kepada ilmu pengetahuan khususnya ilmu manajemen keuangan berupa faktor-faktor yang mempengaruhi return saham, dan bagi praktisi penelitian ini memberikan gambaran terkait variabel yang perlu diperhatikan sebelum memutuskan untuk berinvestasi sehingga tujuan memaksimalkan return saham dapat dicapai.

Kata Kunci: arsitektur keuangan, cash holding, goodwill, return saham, Fama French 5-faktor model

ABSTRACT

Financial architecture describes the complete financial design of a company because it consists of a combination of different dimensions of the financial structure, namely the ownership structure, capital structure and corporate control through corporate governance. In addition, the company's financial performance such as cash holding and goodwill is a concern for investors in seeing the large growth that has been done by a company. Therefore, this research will identify the influence of financial architecture variables, cash holding and goodwill on stock returns using the 5-factor Fama French model approach. The financial architecture variable consists of corporate governance (board size, board size, and board process), capital structure, and ownership structure (managerial ownership and institutional ownership).

The analytical method in this study was the Weighted Least Square Method (WLS) or Generalized Least Square (GLS) with a sample of 25 companies from 2015-2018 which are listed in the Indonesia Stock Exchange (IDX). The valuation of stock returns in this study used abnormal returns and also carried out testing using a model with expected returns and actual returns. The results showed that the Board Process and Capital Structure variables had a significant effect on stock returns in the regression model with abnormal returns. Furthermore, the results in the model with expected actual returns and returns showed that managerial ownership variable had a significant effect on the expected returns, and cash holding had a significant effect on the actual returns while other variables do not significantly correlated. In addition, the variables of the Board of Commissioners, Board of Directors and institutional ownership in the comparison model show results that consistently do not have a significant effect on stock returns. This study provides benefits to science, especially the science of financial management in the form of factors that affect stock returns, and for practitioners this study provides an overview of the variables that need to be considered before deciding to invest so that the goal of maximizing stock returns can be achieved.

Keywords: Financial Architecture, Cash Holding, Goodwill, Stock Returns, Fama French 5-Factor Model

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Investasi yang dilakukan di pasar modal memiliki risiko tinggi, sehingga sifat kehati-hatian dalam memilih saham atau surat berharga menjadi hal penting. Sifat kehati-hatian ini memiliki alasan karena setiap investor akan mengharapkan *return (expected return)* yang maksimal dari setiap investasinya. Oleh karena itu, untuk tujuan memaksimalkan *return* maka investor harus memperhatikan dan mengestimasi semua faktor penting yang dapat mempengaruhi *return* dari investasinya. Secara umum, faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham adalah faktor kinerja perusahaan, faktor industri dan faktor makroekonomi.

Faktor makroekonomi atau sering disebut faktor lingkungan eksternal perusahaan lebih terfokus pada kegiatan ekonomi secara keseluruhan dan sering digunakan untuk memprediksi pergerakan harga saham. Tursoy dkk (2008) menyebutkan bahwa variabel makroekonomi yang mempengaruhi pergerakan harga saham adalah *industrial production*, inflasi, harga minyak, ekspor, suku bunga, *Gross Domestic Product*, harga emas, tingkat pengangguran, impor, dan Kurs atau *exchange rate*. Adapun faktor industri yang bersandar pada model *Five-Force* Porter juga dapat menjadi landasan investor dalam melihat *return* saham karena model tersebut didasarkan pada dua argumen yaitu struktur industri menentukan sifat persaingan dalam

suatu industri dan sifat persaingan adalah penentu utama profitabilitas perusahaan (Hill & Deeds, 1996).

Selain itu, kinerja perusahaan yang merupakan faktor internal perusahaan memiliki pengaruh yang besar pada *return* saham. Kinerja perusahaan didefinisikan sebagai suatu tampilan keadaan secara utuh atas perusahaan selama periode waktu tertentu dan merupakan hasil atau prestasi yang dipengaruhi oleh kegiatan operasional perusahaan dalam memanfaatkan sumberdaya yang dimilikinya (Srimindarti, 2004). Kinerja dari suatu perusahaan dapat dilihat dari dua aspek yaitu kinerja keuangannya (Fahmi, 2012) dan karakteristik perusahaannya (Harianto dan Siswanto, 1998). Menurut Fahmi (2012), kinerja keuangan adalah gambaran tentang keberhasilan perusahaan berupa hasil yang telah dicapai berkat berbagai aktivitas yang telah dilakukan. Kinerja keuangan akan memberikan gambaran tingkat efisiensi dan produktifitas dari perusahaan tersebut sedangkan karakteristik menggambarkan ciri khas yang melekat pada perusahaan tersebut dan dapat meningkatkan kepercayaan dari investor.

Pada kinerja keuangan, beberapa indikator seperti likuiditas, profitabilitas, solvabilitas dan dividend sering digunakan oleh investor dalam melihat kinerja suatu perusahaan, namun beberapa variabel seperti *cash holding* dan *goodwill* yang juga secara rutin termuat dalam laporan keuangan suatu perusahaan masih jarang dijadikan acuan oleh investor serta minimnya penelitian terkait kedua variabel tersebut. Menurut Palazzo (2012), *Cash holding* (kepemilikan kas) bisa menjadi acuan bagi para

investor karena perusahaan-perusahaan yang berani mengambil risiko tinggi cenderung memiliki *cash holding* yang tinggi, di mana secara rasional dimaksudkan untuk menghindari pembiayaan eksternal yang mahal jika *cash flows* masa depan perusahaan tersebut menipis. Hal ini menyiratkan dengan adanya *cash holding* akan memotivasi suatu perusahaan melakukan pertumbuhan, yang demikian itu akan menghasilkan *expected return* yang tinggi (Li dkk, 2019, Li, 2011 dan Ang dkk, 2019). Namun dalam penelitian Oritz-Molina dan Phillips (2014) disampaikan bahwa perusahaan dengan kas yang tinggi kurang berisiko karena dengan banyaknya uang tunai akan memberikan likuiditas yang lebih besar, oleh karena itu *expected return* untuk perusahaan tersebut lebih rendah.

Adapun *goodwill* yang tergolong aset tidak berwujud perlu juga menjadi pertimbangan bagi para investor dalam melihat nilai perusahaan, karena nilai *goodwill* merupakan komponen terbesar dari modal tidak berwujud (Peters & Taylor, 2017). *Goodwill* yang tertera dalam laporan keuangan terbentuk ketika perusahaan melakukan tindakan akuisisi pada perusahaan lain yang diukur sebagai perbedaan antara biaya akuisisi dan nilai wajar dari aset berwujud dan tidak berwujud perusahaan target. Studi mengenai goodwill yang dilakukan oleh Hidayanti dan Sunyoto, (2012), mengungkapkan adanya hubungan positif dengan nilai pasar karena besarnya nilai goodwill dapat memberikan gambaran besarnya aset tidak berwujud yang secara instan dimiliki oleh perusahaan penarget dalam melakukan pertumbuhan dan meningkatnya nilai pasar akan tergambar pada

tingginya harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Namun Xin Liu dkk (2019) dan He dkk (2019) mengungkapkan adanya hubungan negatif nilai *goodwill* terhadap *return* saham.

Selain kinerja keuangan, karakteristik perusahaan seperti bagaimana perusahaan mendesain struktur modalnya, struktur kepemilikannya dan tata kelola (*corporate governance*) di dalam perusahaannya dapat menambah kepercayaan investor akan *return* yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut (Harianto dan Siswanto, 1998). Arsitektur keuangan (*Financial architecture*) merupakan desain keuangan yang terdiri dari berbagai dimensi struktur keuangan yang berbeda seperti struktur kepemilikan, struktur modal, tata kelola perusahaan dan *board process* (Myers, 1999). Sehingga arsitektur keuangan digunakan dalam penelitian ini untuk menjelaskan *return* saham dari aspek karakteristik perusahaan. lebih rinci, dalam arsitektur keuangan studi terkait struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan institusional menurut Kokoreva dan Stepanova (2013) serta Jensen dan Meckling (1976) dalam penelitian mereka menunjukkan adanya hubungan positif antara struktur kepemilikan manajerial dan institusional dengan *return* saham. Namun Haruman (2008) menyatakan hubungan negatif antara struktur kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan yang berdampak pada *return* saham. Hal ini didasari oleh tindakan oportunistik yang dilakukan oleh para pemegang saham manajerial. Wardhani (2006) juga mengungkapkan struktur kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh manajerial justru akan

cenderung melakukan tindakan-tindakan ekspropriasi yang menguntungkan secara pribadi. Selain itu, Rahma ((2014) mengungkapkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena kepemilikan mayoritas ditangan institusional akan menjadikan manajermen lebih mendahulukan kepentingan mereka dibandingkan kepentingan pemegang saham lainnya.

Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) memungkinkan masalah agensi dalam perusahaan dapat diminimalisir di mana terdiri dari Ukuran Dewan Komisaris, ukuran Dewan Direksi (KNKG, 2006) serta *board process* (Wang dan Ong, 2005). Penelitian yang dilakukan oleh Schwartz-Ziv dan Weisback (2013), Vefas (1999b), serta David Wang dan Ong (2015) mengungkapkan hubungan yang positif dari board process terhadap return saham. Namun Vefas (1999a) serta Petchsakulwong dan Jansakul (2018) menemukan adanya hubungan negatif antara board process dengan return saham. Hal ini didasari oleh terbatas waktu yang dihabiskan direksi tidak digunakan untuk pertukaran ide yang bermakna diantara mereka serta banyaknya waktu pertemuan dewan akan meningkatkan biaya manajemen sehingga mengurangi rasio profitabilitas. Serlanjutnya, ukuran dewan komisaris dalam penelitan Yuniarti (2014), Fuenzalida, dkk (2013), Maryanah (2011), Rani dkk (2013), Chen dkk (2004), dan Jauhar (2014) mengungkapkan adanya hubungan positif dari ukuran dewan komisaris yang dapat meningkatkan pengawasan sehingga peningkatan kinerja perusahaan dapat mejadi lebih baik. Namun berbeda halnya dengan

penemuan dari Yermack (1996), Sundgren dkk (1998), Jensen (1993), Connelly dkk (2012) dan Suhadak (2019) bahwa banyaknya jumlah dewan komisaris akan memberikan dampak negatif pada kinerja perusahaan karena tidak efisien dalam komunikasi dan koordinasi. Adapun ukuran direksi dalam penelitian Erkens dkk (2012), Gil dan Obradovich (2012), Connelly dkk (2012) dan Suhadak, dkk (2019) menyatakan hubungan negatif. Namun penelitian dari Fuenzalida dkk, (2013) serta Sukandar dan Rahardja (2014) menemukan sebaliknya, yaitu adanya hubungan positif ukuran direksi terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini didasari oleh pentingnya peran direksi dalam menyusun kebijakan operasional perusahaan sehingga banyaknya jumlah direksi akan mempermudah pengambilan keputusan karena tidak terfokus pada satu pihak. Selain itu, struktur modal yang termasuk dalam arsitektur keuangan dalam penelitian Mudjijahd dkk (2019) menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap *return* saham. Namun Kadek (2013) dan Tri Wahyuni (2013) memperoleh hasil yang berkebalikan yaitu struktur modal berpengaruh negatif di mana perusahaan yang lebih banyak menggunakan hutang untuk pendanaan perusahaan dapat berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan.

Return saham dalam penelitian ini diukur menggunakan *abnormal return* yang merupakan selisih antara *return* aktual dengan *return* ekspektasi (*expected return*) di mana *return* ekspektasi menggunakan pendekatan Fama-French *five factor model* yang merupakan pendekatan baru dalam menjelaskan model *asset pricing*. Sebelumnya model *asset pricing* telah

diperkenalkan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1966) yang dikenal dengan sebutan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Model ini menyatakan bahwa *return* saham dipengaruhi oleh risiko saham tersebut yang telah dikaitkan dengan pasar. Namun Fama dan French di tahun 1992 mengembangkan model *asset pricing* dan mengungkapkan bahwa risiko pasar bukanlah satu-satunya faktor yang dapat mempengaruhi *return* saham melainkan juga ukuran perusahaan (*size firm*) dan *book to market equity*. Model ini dikenal dengan sebutan *Three factor model*. Selanjutnya ditahun 2015, Fama dan French kembali memperkenalkan model *asset pricing* lima faktor (*five factor model*) yang merupakan pengembangan dari model sebelumnya (*three factor model*) dengan menambahkan faktor profitabilitas dan investment dalam persamaan *three factor model* milik mereka. Fama dan French (2015) menemukan bahwa model lima faktor lebih baik dari pada model tiga faktor dalam mengungkapkan *return* saham.

Berdasarkan latar belakang diatas maka dalam penelitian ini, penulis akan menguji secara empiris hubungan antara arsitektur keuangan, *cash holding* dan *goodwill* terhadap *return* saham dengan menggunakan pendekatan Fama French *five factor model*.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Bagaimana pengaruh arsitektur keuangan terhadap *return* saham?

Dimana arsitektur keuangan terdiri dari:

1. *Corporate Governance* (Dewan Komisaris, Dewan Direksi, dan *Board Process*)
 2. Struktur Modal
 3. Struktur Kepemilikan (Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional)
- b. Bagaimana pengaruh *Cash Holding* terhadap *return* saham?
 - c. Bagaimana pengaruh *Goodwill* terhadap *return* saham?

1.3. Tujuan Penulisan

Berdasarkan rumusan masalah diatas maka penulisan ini bertujuan sebagai berikut:

- a. Untuk menganalisis dan mengetahui hubungan *financial architecture* yang terdiri dari *Corporate Governance* (Dewan Komisaris, Dewan Direksi, dan *Board Process*), Struktur Modal, dan Struktur Kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) terhadap *return saham*.
- b. Untuk mengetahui dan menganalisis hubungan *Cash holding* terhadap *return saham*.
- c. Untuk menganalisis dan mengetahui hubungan *Goodwill* terhadap *return saham*.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

a. Bagi investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi mengenai factor-faktor yang perlu dipertimbangkan dalam membuat sebuah keputusan investasi pada saat membeli saham dengan tujuan memaksimalkan return yang diharapkan.

b. Bagi emiten

Hasil penelitian ini dapat memberikan kontribusi berupa pengetahuan bagi emiten mengenai factor-faktor yang mempengaruhi return saham-nya sehingga menjadi nilai tambah bagi emiten tersebut dalam menarik para investor.

c. Bagi Akademisi

Hasil penelitian ini dapat memberikan wawasan tambahan dalam penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan factor-faktor dalam penelitian ini.

1.5. Sistematika Penulisan

Penelitian ini akan disusun dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

BAB I: Pendahuluan

Bab ini menyajikan latar belakang dari penulisan, rumusan masalah berdasarkan latar belakang tersebut, tujuan yang akan dicapai, manfaat yang bisa disumbangkan dan sistematika penulisan.

BAB II: Kajian Pustaka

Studi pustaka tentang teori dan penelitian yang telah dilakukan akan dikembangkan pada bab ini. Kerangka pemikiran dan hipotesis juga akan diajukan pada bab ini.

BAB III: Metode Penelitian

Penentuan populasi dan pemilihan sampel, dilanjutkan dengan pendefinisian operasional penelitian dan cara pengukuran, penentuan metode pengumpulan data, serta pemilihan metode analisis akan menjadi ulasan pada Bab ini.

BAB IV: Data dan Pembahasan

Bab ini terdiri dari penyajian data penelitian, penyajian interpretasi analisis data dan pembahasan hasil akhir penelitian.

BAB V: Kesimpulan dan Saran

Bab ini terdiri dari kesimpulan penelitian, dan saran.

Bagian Akhir

Bagian akhir ini terdiri atas daftar referensi yang menjadi acuan dan lampiran.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Arsitektur Keuangan

Arsitektur keuangan (*Financial Architecture*) perusahaan adalah kombinasi dari dimensi struktur keuangan yang berbeda, yang terdiri dari struktur kepemilikan, struktur modal, dan kontrol perusahaan melalui tata kelola perusahaan dan proses dewan (Myers, 1999). Menurut Ivanshkovskaya dan Stevanova (2011), kinerja perusahaan tergantung pada dimensi strukturnya (struktur modal, struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan) dan untuk itu arsitektur keuangan perusahaan menggambarkan desain keuangan yang lengkap.

2.1.1 Tata Kelola Perusahaan

Teori agensi (*Agency Theory*) adalah dasar yang digunakan dalam memahami isu tata kelola perusahaan (*corporate governance*). Eksplorasi teoritis dari teori agensi yang dinyatakan oleh Jensen dan Mecking (1976) dalam pendekatan *positive agency literature* bahwa teori agensi didefinisikan sebagai hubungan antara *agen* (manajemen perusahaan) dan *Principal* (pemilik saham) di mana *principal* memberi wewenang kepada *agen* untuk membuat keputusan terbaik bagi *principal*.

Pada dasarnya tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham, yang diartikan sebagai memaksimumkan harga saham. Namun tidak jarang adanya tujuan sendiri manajer perusahaan yang

bertentangan dengan tujuan memaksimumkan harga saham. Konflik kepentingan antara manajemen perusahaan yang diberikan kekuasaan oleh pemegang saham dalam mengambil keputusan dengan pemegang saham inilah yang disebut sebagai konflik dalam teori agensi (*agency theory*). Meskipun demikian, mekanisme *monitoring* dapat dilakukan untuk mengurangi masalah agensi di perusahaan, antara lain sebagai berikut:

1. Pengawasan oleh dewan komisaris independen
2. Pasar *corporate control* melewati proses akuisisi
3. Manajer internal perusahaan maupun manajer eksternal
4. Pemegang saham institusional.

Selain itu, mekanisme *bonding* juga dapat dilakukan dengan memperkecil jumlah *free cash flow* sebagaimana yang dikemukakan oleh Jensen (1976). Ketika jumlah *free cash flow* yang ada di perusahaan kecil maka peluang manajer untuk memperkaya diri semakin terbatas. *Free cash flow* dapat diperkecil jika perusahaan membayarkan dividen tunai yang tinggi atau memiliki beban hutang yang relatif besar sehingga perusahaan mempunyai kewajiban harus membayar beban tetap berupa pokok pinjaman dan bunga. Disamping mekanisme *monitoring* dan *bonding*, upaya mengurangi masalah agensi dapat juga dilakukan dengan cara mendorong manajer untuk meningkatkan kepemilikan di perusahaan dalam batas tertentu, karena kepemilikan yang terlalu besar akan menimbulkan masalah agensi yang baru.

Forum for corporate governance in indonesia (FCGI, 2004) menjelaskan bahwa *corporate governance* merupakan seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak dan kewajiban mereka. Secara lebih rinci, terminologi *corporate governance* dapat dipergunakan untuk menjelaskan peranan dan perilaku dari dewan direksi, dewan komisaris, pengurus (pengelola) perusahaan, dan para pemegang saham. Menurut Komite Nasional Kebijakan Governance atau KNKG (2006), ada 5 prinsip yang harus diterapkan perusahaan dalam *good corporate governance*, yaitu:

1. *Transparency* (transparansi). Prinsip dasarnya adalah menjaga obyektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh pemangku kepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur dan pemangku kepentingan lainnya.
2. *Accountability* (akuntabilitas). Prinsip dasarnya adalah perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus

dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

3. *Responsibility* (responsibilitas). Prinsip dasarnya adalah perusahaan harus mematuhi perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*.
4. *Independency* (independensi). Prinsip dasarnya adalah untuk melancarkan pelaksanaan asas *good corporate governance* (GCG), perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.
5. *Fairness* (kewajaran dan kesetaraan). Prinsip dasarnya adalah dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

Menurut Daniri (2005), manfaat dari implementasi prinsip-prinsip *corporate governance* adalah sebagai berikut:

1. Mengurangi *agency cost*, yang merupakan biaya yang harus ditanggung oleh pemegang saham sebagai akibat dari pelimpahan wewenang kepada manajemen. Biaya ini mungkin termasuk kerugian yang diderita oleh perusahaan sebagai akibat dari penyalahgunaan wewenang atau dalam bentuk biaya pengawasan yang dikeluarkan untuk mencegahnya.
2. Mengurangi biaya modal (*cost of capital*). Sebagai hasil dari manajemen perusahaan yang baik, hal itu menyebabkan tingkat bunga atas dana atau sumber daya yang dipinjam oleh perusahaan semakin kecil sebagai penurunan tingkat risiko perusahaan.
3. Meningkatkan nilai saham perusahaan sekaligus meningkatkan citra perusahaan di masyarakat untuk jangka panjang.
4. Menciptakan dukungan bagi para pemangku kepentingan di lingkungan perusahaan tentang keberadaan perusahaan dan berbagai strategi dan kebijakan yang ditempuh oleh perusahaan karena umumnya mereka mendapat jaminan bahwa mereka juga bisa mendapatkan manfaat maksimal dari semua tindakan dan operasi perusahaan dalam menciptakan kekayaan dan kemakmuran.

Untuk mencapai manfaat tersebut diatas, GCG (*Good Corporate Governance*) memiliki persyaratan dalam keberhasilan penerapannya. Daniri (2005) menyebutkan bahwa terdapat dua faktor yang memegang

peranan dalam keberhasilan penerapan GCG yaitu faktor internal dan faktor eksternal.

1. Factor internal

Factor internal yang dimaksudkan adalah pendorong keberhasilan pelaksanaan praktek GCG yang berasal dari dalam perusahaan. Beberapa factor itu diantaranya adalah

- a. Adanya *Corporate culture* yang mendukung penerapan GCG dalam mekanisme serta system kerja manajemen di perusahaan.
- b. Berbagai peraturan yang dikeluarkan oleh perusahaan harus mengacu pada penerapan nilai-nilai GCG
- c. Manajemen pengendalian risiko perusahaan didasarkan pada kaidah-kaidah standar GCG
- d. Adanya system pemeriksaan (audit) yang efektif dalam perusahaan untuk menghindari setiap penyimpangan mungkin terjadi.
- e. Adanya keterbukaan informasi bagi publik untuk mampu memahami setiap gerak dan langkah manajemen dalam perusahaan.

2. Factor eksternal

Faktor eksternal yang dimaksudkan adalah faktor yang berasal dari luar perusahaan yang sangat mempengaruhi keberhasilan penerapan GCG diantaranya sebagai berikut:

- a. Adanya system hukum yang baik sehingga dapat menjamin berlakunya supremasi hokum yang konsisten dan efektif
- b. Adanya dukungan pelaksanaan GCG dari sector public atau Lembaga pemerintahan yang diharapkan dapat pula melaksanakan *good governance* dan *clean government* menuju *good government governance* yang sebenarnya.
- c. Terbangunnya sistem tata nilai sosial yang mendukung penerapan GCG di masyarakat.
- d. Adanya semangat anti korupsi yang berkembang dilingkungan public di mana perusahaan beroperasi disertai perbaikan masalah kualitas Pendidikan dan perluasan peluang kerja.

KNKG (2006) menyebutkan bahwa penerapan GCG diletakkan fokus pada fungsi dan tanggung jawab organ perusahaan yaitu Rapat umum pemegang saham, dewan komisaris dan direksi yang merupakan garda terdepan dalam pelaksanaan GCG.

1. Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS)

RUPS sebagai wadah para pemegang saham untuk mengambil keputusan penting yang berkaitan dengan modal yang ditanam dalam perusahaan dengan memperhatikan ketentuan anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan. Keputusan yang diambil dalam RUPS harus didasarkan pada kepentingan usaha perusahaan dalam jangka Panjang. RUPS dan atau

pemegang saham tidak dapat melakukan intervensi terhadap tugas, fungsi dan wewenang dewan komisaris dan direksi dengan tidak mengurangi wewenang RUPS untuk menjalankannya sesuai dengan anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan termasuk untuk melakukan penggantian atau pemberhentian anggota dewan komisaris dan atau direksi (KNKG, 2006).

RUPS dalam penelitian ini tidak digunakan oleh penulis dalam mengungkapkan hubungan tetakelola perusahaan terhadap *return* saham karena RUPS merupakan kewajiban yang telah ditetapkan oleh undang-undang Pemerintah dan tidak dapat menjelaskan kinerja dari suatu perusahaan.

2. Dewan Komisaris

Dewan komisaris sebagai organ perusahaan yang bertugas dan bertanggung jawab secara kolektif untuk melakukan pengawasan dan memberi nasehat kepada Direksi serta memastikan bahwa perusahaan melaksanakan GCG. Yuniarti (2014) mengungkapkan bahwa semakin banyak penempatan dewan komisaris dalam suatu perusahaan, maka akan semakin baik implementasi GCG dari perusahaan tersebut, sehingga akan meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan.

3. Direksi

Direksi sebagai organ perusahaan yang bertugas dan bertanggungjawab secara kolegal dalam pengelolaan perusahaan.

Masing-masing anggota direksi dapat melaksanakan tugas dan mengambil keputusan sesuai dengan pembagian tugas dan wewenangnya. KNKG (2006) menyebutkan bahwa agar pelaksanaan tugas direksi dapat berjalan secara efektif, salah satu prinsip yang perlu dipenuhi adalah komposisi direksi harus sedemikian sehingga memungkinkan pengambilan keputusan secara afektif, tepat, dan cepat serta dapat bertindak independent.

Wang dan Ong (2005), menemukan bahwa struktur dewan tidak mempengaruhi proses dewan, sementara proses dewan terkait dengan kinerja dewan. Lebih lanjut, Wang dan Ong mengungkapkan bahwa proses dewan lebih menjelaskan bagaimana tata kelola dari suatu perusahaan sehingga dalam penelitian ini, *board process* digunakan dalam mengungkapkan *good corporate governance*.

4. Board Process

Proses dewan didefinisikan sebagai kemampuan dewan untuk menjalankan perannya secara efektif dan transparan kepada publik. Pemantauan dan layanan adalah dua fungsi utama dewan dibawah teori agensi dan perencanaan strategi adalah tugas dewan yang paling penting di bawah model pilihan strategis, sementara perolehan atau penyediaan sumber daya menjadi perhatian utama. Wang dan Ong (2005) mengidentifikasi 3 dimensi yang luas dan penting dalam mempelajari proses dewan yaitu *Effort norms*, *Conflict*, dan *Presence and use of various skills*. Penguatan *effort*

norms akan membuat direktur lebih sadar dan lebih bersedia untuk berkontribusi pada kinerja dewan. Salah satu tolakukur yang menunjukkan *effort norms* adalah intensitas pertemuan dewan. Selain itu, tingkat *Conflict* cenderung membuat direktur dapat berperan dengan lebih baik serta *Presence and use of various skills* di dalam dewan akan menciptakan layanan dan hasil perancangan strategis yang dari kegiatan dewan.

2.1.2 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan (*ownership structure*) menjadi mekanisme penting dalam mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham (Yuniati dkk, 2016). Struktur kepemilikan adalah struktur kepemilikan saham, yaitu perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (*insiders*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor, atau dengan kata lain struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan (Pakekong, 2019).

1. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kondisi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain, manajer tersebut sekaligus pemegang saham perusahaan. Dalam teori agensi, kemungkinan persamasalahan yang timbul diantara principal dan agent disebabkan oleh kecilnya kepemilikan agent diperusahaan. Hal ini memungkinkan adanya tindakan oportunistik yang dilakukan oleh

manajer dimana manajer bertindak hanya untuk mementingkan dan menguntungkan diri sendiri.

2. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisir konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan sehingga suatu perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen.

2.1.3 Struktur Modal

Struktur modal (*capital structure*) merupakan imbalan antara modal asing atau hutang dengan modal sendiri (Sutrisno, 2017). Menurut Wijaya (2013), struktur modal adalah perbandingan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Jika pendanaan perusahaan berasal dari modal sendiri mengalami kekurangan (*depicit*) maka perlu pertimbangan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar yaitu hutang (*debt pinancing*).

Berkenaan dengan keputusan pendanaan perusahaan, menurut Cahyaningdyah (2017), terdapat 3 teori dasar yang menjelaskan mengenai struktur modal perusahaan, yaitu:

1. *Trade off theory*

Trade off theory menjelaskan bahwa terdapat struktur modal optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan jika biaya dan manfaat yang diperoleh dari tambahan utang mencapai keseimbangan. Biaya dan manfaat yang dimaksud adalah biaya utang dan manfaat dari penghematan pajak (Ghazouani, 2013). Jika biaya utang lebih tinggi dari penghematan pajak yang diterima akan mengakibatkan financial distress yang berujung pada kebangkrutan perusahaan.

2. *Pecking order theory*

Pecking order theory menjelaskan bahwa perusahaan akan membiayai modal perusahaan mula-mula dengan pendanaan internal (laba ditahan), utang, baru kemudian penerbitan saham. Pendanaan berdasarkan teori ini didasari oleh perbedaan asimetri informasi yang dimiliki pihak dalam (*insider*) dengan pihak luar (*outsider*). Perusahaan menggunakan prioritas pendanaan dari biaya yang paling rendah sampai pada biaya yang paling tinggi sehingga pada teori ini perusahaan sulit untuk dapat menetapkan struktur modal optimal.

3. *Market timing theory*

Market timing theory menjelaskan bahwa perusahaan akan menerbitkan ekuitas ketika harga saham (*market value*) perusahaan tinggi dan akan membeli kembali ekuitas ketika harga saham perusahaan rendah. Tujuan dilakukannya equity market timing adalah untuk memanfaatkan keuangan dari fluktuasi harga saham perusahaan.

Dalam mengukur struktur modal, Siegel dan Shim (2005), mengusulkan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor. Jadi rasio ini menunjukkan hubungan antara jumlah hutang yang diberikan oleh para kreditor dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan.

Debt to equity ratio juga mencerminkan tingkat risiko perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban perusahaan, sehingga investor tidak hanya berorientasi pada laba, namun juga memperhitungkan tingkat risiko yang dimiliki perusahaan tersebut.

2.2 *Cash holding*

Kas (*cash*) adalah asset perusahaan yang paling likuid dan memiliki tingkat keuntungan yang paling rendah dibandingkan kas tersebut diinvestasikan dalam bentuk aset lain yang lebih menguntungkan, seperti deposit berjangka, membeli obligasi perusahaan lain, dan sebagainya. Ketersediaan kas dalam perusahaan harus memenuhi angka yang cukup atau

optimal. Apabila jumlah kas terlalu besar, maka perusahaan melewatkan profit yang bisa dihasilkan dari kesempatan (*opportunity cost*) dalam berinvestasi. Namun, jika jumlah kas terlalu kecil bisa berdampak pada likuiditas perusahaan yang berujung pada ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Ketersediaan kas juga dapat membantu peningkatan penjualan dan keuntungan perusahaan serta menggambarkan kas yang ditahan (*cash holding*).

Cash holding merupakan uang tunai yang dimiliki perusahaan dalam memenuhi kegiatan sehari-harinya. Gill dan Shah (2012) mendefinisikan *cash holding* sebagai uang tunai di tangan atau yang siap tersedia untuk diinvestasikan pada aset fisik dan dibagikan kepada investor. John Maynard Keynes mengungkapkan dalam teori *liquidity preference*-nya (Sutrisno, 2017) bahwa terdapat 3 motif yang melatarbelakangi suatu perusahaan memegang kas yaitu:

1. *Transaction Motive* (Motif Transaksi)

Motif transaksi dimaksudkan adalah perusahaan memegang uang tunai untuk keperluan realisasi dari berbagai transaksi bisnisnya, baik transaksi yang rutin (*reguler*) maupun yang tidak rutin. Motif ini menjelaskan bahwa keuntungan utama dari *cash holding* adalah perusahaan dapat menurunkan biaya transaksi dengan menggunakan kas dari pada melikuidasi aset. Menurut Damodaran (2006), kas dibutuhkan untuk operasi menjadi sebuah fungsi dari variabel-variabel berikut:

a. *Cash oriented* dibandingkan *credit oriented business*

Perusahaan-perusahaan yang berada dalam bisnis *cash oriented* akan membutuhkan lebih banyak biaya untuk melaksanakan kegiatan operasi dalam perusahaan dari pada perusahaan-perusahaan dalam *credit oriented business*. Sebagai contoh bisnis *cash oriented* adalah bisnis makanan distributor bahan baku dan sebagainya.

b. Transaksi kecil dibandingkan dengan transaksi besar

Perusahaan yang mendapatkan pendapatan yang berasal dari transaksi-transaksi kecil seperti perusahaan ritel dan restoran cenderung memerlukan kas lebih banyak untuk bisnis dibandingkan dengan perusahaan yang pendapatannya berasal dari transaksi besar seperti proyek pembangunan jembatan, rumah dan sebagainya.

c. Sistem perbankan

Dengan semakin pesatnya perkembangan industri perbankan membuat orang-orang tidak perlu lagi membuat uang tunai. Hal ini akan berpengaruh terhadap menurunnya kebutuhan kas karena semua akses pembayaran atau transaksi perusahaan sudah melalui bank.

2. *Precautionary motive* (motif berjaga-jaga)

Motif berjaga-jaga dimaksudkan untuk mengantisipasi adanya kebutuhan-kebutuhan yang bersifat mendadak. Pada perusahaan, motif

ini bisa dilihat dari saldo kas minimum yang ditetapkan perusahaan. Demodaran (2006) menyatakan komponen motif berjaga-jaga dari cash balances untuk menjadi fungsi dari variabel-variabel berikut:

a. Volatilitas dalam perekonomian

Dalam kondisi ekonomi yang tidak stabil ada kemungkinan perusahaan akan menerima berbagai tekanan ekonomi sehingga perusahaan harus mengumpulkan lebih banyak kas.

b. Volatilitas dalam operasi

Dalam perekonomian tertentu, diharapkan perusahaan dengan arus kas operasi stabil untuk menahan saldo kas yang lebih tinggi untuk memenuhi kotijensi dari pada perusahaan dengan arus kas yang kurang stabil. Perusahaan teknologi sering memiliki saldo kas yang besar karena mereka yakin tentang laba yang akan diperoleh di masa depan.

c. Lingkungan yang kompetitif

Persaingan yang kuat dalam bisnis di mana perusahaan beroperasi membuat perusahaan-perusahaan tersebut lebih banyak memegang kas.

d. *Financial leverage*

Perusahaan yang memiliki rasio hutang yang lebih tinggi untuk setiap arus kas operasi cenderung memegang kas yang besar pula agar mengarah pada *cash balances* yang tinggi.

3. *Speculatif motive* (motif spekulatif)

Motif spekulasi memotifasi perusahaan memegang uang tunai dalam bentuk tunai karena adanya keinginan memperoleh keuntungan besar dari suatu kesempatan investasi,

2.3 *Goodwill*

Aset merupakan harta kekayaan yang dimiliki oleh suatu organisasi atau perusahaan. Jenis-jenis aset umumnya dibagi menjadi aset lancar (*current assets*), aset tetap (*fixed assets*), dan aset tidak berwujud (*intangible assets*). Aset lancar adalah bentuk aset yang dalam waktu singkat (kurang dari satu tahun) dapat diubah menjadi uang kas. Aset tetap adalah harta kekayaan milik perusahaan yang dapat diukur dengan jelas dan bersifat permanen. Sedangkan aset tidak berwujud adalah semua aset yang tidak dapat disimpan dalam bentuk persediaan dan dipegang bentuknya tetapi dapat dirasakan.

Aset tidak berwujud umumnya digolongkan menjadi dua kelompok besar yaitu yang dapat diidentifikasi (*identifiable*) seperti *patent*, *franchises*, *organization costs*, *computer software*, serta yang *unidentifiable* seperti *goodwill* (Belkaoui, 1993). Goodwill dalam PSAK (Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan) no 22 adalah suatu aset yang mencerminkan manfaat ekonomi masa depan yang timbul dari aset lainnya yang diperoleh dalam kombinasi bisnis yang tidak dapat diidentifikasi secara individual dan diakui secara terpisah. Jadi *goodwill* timbul karena suatu perusahaan mengakuisisi perusahaan lain dan *goodwill* diakui dari selisih harga beli perusahaan yang diakui terhadap nilai pasar wajar dari nilai bersih aset baik berwujud maupun

tidak berwujud yang dapat diidentifikasi. Kombinasi bisnis adalah suatu transaksi atau peristiwa lain di mana pihak pengakuisisi memperoleh pengendalian atas suatu atau lebih bisnis. Transaksi yang kadangkala disebut sebagai “penggabungan sesungguhnya” (*true merger*) atau “penggabungan setara” (*merger of equals*) juga merupakan kombinasi bisnis (IAI, 2010).

2.4 Model Keseimbangan *Return* saham: Five-Factor Model

Tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return* dengan mempertimbangkan faktor risiko investasi yang harus dihadapinya. *Return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya.

Sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama yaitu *capital gain (loss)* dan *yield*. *Capital gain* adalah kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham maupun surat utang jangka Panjang), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor (Tandelilin, 2001). Sedangkan *yield* merupakan merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodic dari suatu investasi. Jika berinvestasi pada suatu obligasi maka besarnya *yield* ditunjukkan dari bunga obligasi yang ditawarkan.

Return saham adalah tingkat pengembalian yang dinikmati oleh pemodal (investor) atas suatu investasi saham yang dilakukan (Ang, 1997). Tingkat pengembalian (*return*) yang diterima oleh investor (*actual return*) terkadang berbeda dengan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*),

sehingga dengan demikian diketahui bahwa setiap investor tidak dapat mengetahui secara pasti berapa besar tingkat *return* yang akan diterima. Keadaan seperti ini menunjukkan bahwa adanya risiko (*risk*) dalam melakukan kegiatan investasi. Untuk itu investor perlu suatu model perhitungan yang dapat membantu dalam meminimalisir ketidakpastian tersebut dengan dapat mengukur risiko suatu asset dan sekaligus dapat melihat *expected return*-nya. Model-model tersebut adalah sebagai berikut:

1. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Model perhitungan CAPM (*Capital asset pricing model*) pertama kali dicetuskan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965). Model ini merupakan model teoritis *asset pricing* pertama yang mengkonfirmasi bahwa koefisien *beta* mencerminkan risiko sistematis dan *expected return* pada asset berisiko berhubungan positif dengan *beta*. Jadi, menurut konsep CAPM, satu-satunya faktor yang mempengaruhi *return* saham adalah risiko sistematis (*beta*). Namun seiring berjalannya waktu, CAPM mulai menunjukkan kelemahannya yakni hasil *expected return* yang diberikan belum mampu menjelaskan *actual return* yang terjadi. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak hanya *beta* yang dapat menjelaskan *return* saham (*return saham*) melainkan ada factor-faktor penjelas lain yang dapat menjelaskan *return* saham dan akhirnya mengembangkan model *asset pricing* lain.

2. *Three-Factor Model*

Fama dan French (1992), mengembangkan model *asset pricing* dan mengemukakan bahwa *beta* bukan satu-satunya faktor yang dapat menjelaskan *cross-section variation* dalam *return*, tetapi *size* dan *book to market equity* juga penting dalam mempengaruhi *return*. *Size* berasosiasi negative terhadap *return* (perusahaan berukuran kecil memberikan *return* yang lebih tinggi daripada perusahaan berukuran besar), sedangkan *book to market* berasosiasi positif terhadap *return*. Model ini kemudian dikenal dengan *Three-Factor Model* dengan tiga faktor tersebut adalah *market* (CAPM), *size*, dan *book to market*.

Seiring berjalannya waktu, penelitian yang dilakukan oleh Titman, Wei, dan Xie (2004), serta Markx (2013), mengungkapkan bahwa *Three factor model* merupakan model yang belum lengkap untuk memprediksi *return* karena ketiga faktornya tidak dapat menjelaskan besarnya *varians* terhadap *return* terkait dengan *profitability* dan *investment*. Termotivasi dengan bukti-bukti tersebut, juga didasari oleh *valuation theory*, Fama dan French menambahkan faktor profitabilitas dan *investment* untuk melengkapi *three factor model* yang dinamakan dengan *Five-Factor Model*.

3. *Five-Factor Model*

Five-Factor Model merupakan model yang disempurnakan oleh Fama dan French (2015) untuk melengkapi model sebelumnya *Three-*

Factor Model dengan menambahkan faktor profitabilitas dan investasi.

Kelima faktor tersebut dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m_t} - R_{f_t}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + c_iCMA_t + e_{i,t}$$

Dimana

R_i = *Expected return* saham i periode t

R_{f_t} = *Return asset bebas risiko* periode t

α = *Intercept*

β_i = *Beta pasar atau koefisien regresi*

R_{m_t} = *Return pasar atau tingkat keuntungan pasar* periode t

SMB = *Small Minus Big*

HML = *High Minus Low*

RMW = *Robust Minus Weak*

CMA = *Conservative Minus Aggressive*

a. *Premi Risiko (Market)*

Premi risiko pasar (*market risk premium*/ RP_m) yang dinotasikan sebagai $RP_m = R_m - R_f$ didefinisikan sebagai selisih dan rata-rata seluruh saham yang beredar dengan *risk free rate* pada periode tertentu (Sudiyatno Dan Irsad, 2011).

b. *Size Factor (SMB)*

Size Factor merupakan skala perusahaan yang mencerminkan besar kecilnya suatu perusahaan. Total asset dapat digunakan sebagai indikator dari ukuran perusahaan (Suwito dan

Herawaty, 2005) dan karena total aset bernilai besar maka hal ini dapat disederhanakan dengan mentransformasikan ke dalam logaritma natural (Ghozali, 2006). Fama dan French menggunakan proksi *Small Minus Big* (SMB) untuk mengukur tambahan pengembalian secara historis yang diterima investor dalam berinvestasi pada perusahaan berukuran kecil dan perusahaan berukuran besar.

c. *Book-To-Market Ratio* (B/M)

Book-To-Market Ratio (B/M) adalah perbandingan antara nilai buku dengan nilai pasar (Fama & French, 1995). Nilai buku menunjukkan aktiva bersih yang dimiliki oleh pemegang saham (Hartono, 2010). Nilai pasar merupakan hasil perkalian antara jumlah saham yang beredar dengan harga saham pada akhir tahun (*close price*) setiap perusahaan. Fama dan French memproksikan *Book To Market Ratio* dengan *High Minus Low* (HML) pada portofolio. HML merupakan selisih *return* dari portofolio kelompok perusahaan *high* dengan perusahaan kelompok *low*.

d. Profitabilitas

Dalam penelitian ini, profitabilitas menggunakan ukuran profitabilitas lain yaitu rasio pendapatan dibagi dengan *shareholder equity* karena alasan ketersediaan data (Acaravci dan Karaomar, 2017). Profitabilitas yang diproksikan dengan *Rabust Minus Weak* (RMW) merupakan pemetahaan yang dilakukan oleh

Fama dan French dalam portofolio dimana RMW adalah selisih setiap bulan antara rata-rata *expected return* pada dua portofolio yang mempunyai *operating profitability* tinggi dengan rata-rata *return* pada dua portofolio yang mempunyai *operating profitability* rendah.

e. *Investment*

Investment menunjukkan tingkat investasi dari seluruh perusahaan dan nilai investasi diperoleh dengan melihat pertumbuhan total asset (Wijaya, Murhadi, dan Utami, 2017). Selanjutnya Fama dan French dalam portofolio memproksikan dengan *Conservative Minus Aggressive* (CMA) yang merupakan selisih setiap bulan antara rata-rata *return* pada dua portofolio dengan *conservative investment* dan rata-rata *return* pada dua portofolio dengan *aggressive investment* (Sutrisno dan Ekaputra, 2016).

2.5 Pengembangan Hipotesis

2.5.1 Pengaruh arsitektur keuangan terhadap *Return Saham*

Financial architecture terdiri dari *corporate governance*, struktur kepemilikan dan struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Suhadak, dkk (2019) mengungkapkan adanya pengaruh negatif *financial architecture* terhadap *return* saham yang diukur menggunakan perhitungan indeks komposit. Namun secara spesifik indikator dari

financial architecture memiliki beragam perspektif yang berpengaruh secara positif dan negatif pada *return* saham.

1. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Return Saham*

Corporate governance terdiri dari *Board Process*, Dewan Komisaris dan Dewan Direksi.

a. Pengaruh *Board Process* terhadap *return* saham

Schwartz-Ziv dan Weisbach (2013) mengatakan bahwa rapat dewan direksi berhubungan positif dengan kinerja perusahaan karena rapat dewan yang sering akan memberikan direktur kesempatan untuk mendiskusikan kinerja perusahaan. Oleh karena itu, rapat dewan direksi yang rutin dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan mengurangi masalah-masalah keagenan. Vafeas (1999b) menyatakan pertemuan dewan yang lebih tinggi dapat menghasilkan kualitas pemantauan manajerial yang lebih tinggi seperti banyaknya waktu untuk berunding, menetapkan strategi dan menilai kinerja manajerial, yang dengan demikian berdampak positif pada kinerja keuangan perusahaan. Hal ini sejalan dengan penemuan David Wang dan Ong, (2015) yang menyatakan adanya hubungan positif kuat antara rapat dewan terhadap kinerja keuangan sehingga berimplikasi pada *return* saham. Dengan demikian, hipotesis dalam penelitian ini adalah

H1a: *Board Process* berpengaruh positif terhadap *return* saham.

b. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap *return* saham

Dalam teori agensi, keberadaan dewan komisaris dapat meminimalisir konflik keagenan. Hal ini sejalan dengan hasil temuan Yuniarti (2014), Fuenzalida, dkk (2013), Maryanah (2011), Rani dkk (2013), Chen dkk (2004), dan Jauhar (2014) bahwa besarnya ukuran dewan komisaris akan meningkatkan pengawasan pada manajemen perusahaan sehingga meningkatkan kinerja perusahaan.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka dalam penelitian ini diambil hipotesis sebagai berikut:

H1b: Ukuran Dewan Komisaris berpengaruh positif terhadap *return* saham.

c. Pengaruh Ukuran Dewan Direksi terhadap *return* saham

Erkens dkk (2012), Gil dan Obradovich (2012), Connelly dkk (2012) dan Suhadak, dkk (2019) menyatakan adanya hubungan negative ukuran dewan direksi terhadap kinerja perusahaan, hal ini karena banyaknya jumlah dewan akan memperpanjang komunikasi yang mengakibatkan lamanya pengambilan keputusan atas suatu masalah.

Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H1c: Ukuran Dewan Direksi berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

2. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap *Return saham*

Struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

a. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *return* saham

Kokoreva dan Stepanova (2013) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan memiliki efek positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang menjelaskan secara silogisme bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hal ini dikarenakan kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerjanya karena mereka ikut memiliki perusahaan. Sehingga semakin besar kepemilikan saham oleh manajerial maka manajerial akan bekerja lebih proaktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini juga sejalan dengan hasil penelitian Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerjanya karena mereka ikut memiliki perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H2a: kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *return* saham

b. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *return* saham

Kepemilikan institusional berperan sebagai monitoring agent yang melakukan pengawasan optimal terhadap perilaku manajemen di dalam menjalankan perannya. Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict*. Dengan kata lain, semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga *agency conflict* yang terjadi di dalam perusahaan akan semakin berkurang dan nilai perusahaan akan semakin meningkat. Hasil ini juga dibuktikan dalam penelitian Nuraina (2010) yang mengungkapkan hubungan positif kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H2b: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap *return* saham.

3. Pengaruh Struktur Modal terhadap *Return* saham

Mudjijah dkk (2019) mengungkapkan struktur modal memiliki pengaruh positif pada nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan struktur modal merupakan komposisi sumber pendanaan antara hutang (eksternal) dan ekuitas (internal). Jika nilai struktur modal tinggi

maka perusahaan telah memanfaatkan lebih banyak dana eksternal dari pada dana internal untuk kegiatan operational. Perusahaan lebih leluasa dalam menjalankan kegiatan operasionalnya ketika mampu memanfaatkan hutang selagi penghematan pajak dan biaya lainnya lebih besar bila dibandingkan dengan biaya bunga. Selain itu, ketika perusahaan menggunakan hutang dalam operasionalnya, maka perusahaan dianggap memiliki kemampuan untuk meningkatkan kapasitas dan membayar hutang. Persepsi investor akan semakin positif dan akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini juga sejalan dengan hasil penelitian Hermuningsih (2013) dan Andawasatya dkk (2017) yang memperoleh hubungan positif struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H3: Struktur Modal berpengaruh positif terhadap *return saham*.

2.5.2 Pengaruh *Cash holding* terhadap *Return* saham

Penentuan tingkat *cash holding* perusahaan merupakan keputusan keuangan yang penting. Ketika arus kas masuk maka pengambilan keputusan berupa pembagian dividen, melakukan pembelian kembali saham, melakukan investasi atau menyimpannya untuk kepentingan perusahaan dimasa depan menjadi pertimbangan yang penting. Bates, Kahle, dan Stulz (2009) mendokumentasikan bahwa rata-rata perusahaan teknologi memiliki tingkat *cash holding* yang tinggi

dibandingkan perusahaan manufaktur. Samuel (2010) berpendapat bahwa perusahaan dengan *cash holding* yang tinggi lebih berisiko dan oleh karenanya searah dengan ekspektasi *return* yang tinggi pula. Hal ini juga disampaikan oleh Li, Li, Wang, dan Yu (2019) bahwa perusahaan dengan kas yang tinggi memiliki *expected return* yang tinggi dikarenakan *cash holding* yang tinggi mungkin sebagai indikasi bahwa perusahaan melakukan pengembangan untuk masa depan. Li (2011) mengkonfirmasi bahwa pengeluaran atas R&D memiliki hubungan yang positif dengan *return* saham di masa depan. Selain itu, Ang dkk (2019) menemukan bahwa ketika fokus pengeluaran perusahaan pada R&D maka *cash holding* menjadi substansi penting dan harus diperkuat.

Dalam penelitian ini, hipotesis yang dibangun adalah adanya hubungan positif antara *Cash holding* dengan *Return* saham karena banyaknya *cash holding* akan memacu manajemen perusahaan dalam melakukan pertumbuhan yang dengan demikian akan berdampak pada besarnya *return* yang diharapkan.

H4: *Cash holding* berpengaruh positif terhadap *return saham*

2.5.3 Pengaruh *Goodwill* terhadap *Return* saham

Penelitian terdahulu yang menghubungkan *Goodwill* dengan *Return* saham secara khusus telah dilakukan oleh Xin Liu dkk (2019) dan Wen He dkk (2019). Xin Liu dkk (2019) mempelajari bentuk penting dari asset tidak berwujud yang timbul dari merger dan akuisisi

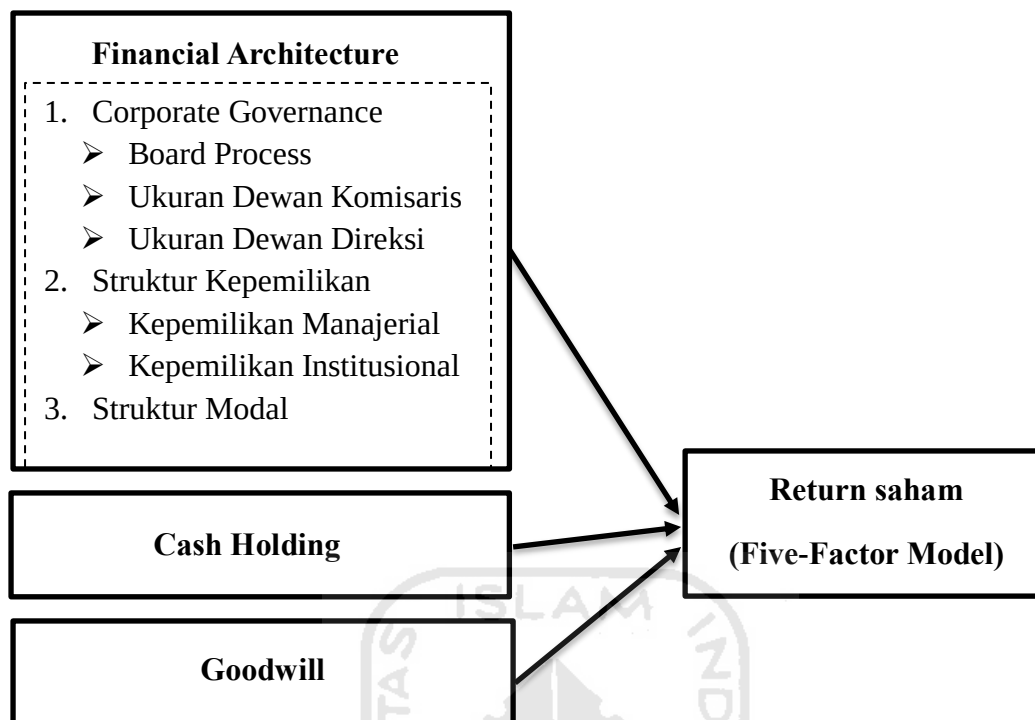
dimasa lalu pada penerapan harga asset dan ditemukan bahwa *goodwill-to-sales* memiliki hubungan yang negatif kuat pada *return saham*. Hal ini karena *goodwill-to-sales* yang merangkum informasi tentang nilai perusahaan tidak memiliki reaksi pada pasar saham, selain itu, nilai wajar goodwill tidak dapat diobservasi dan sulit untuk dievaluasi. Selanjutnya, He dkk (2019) mendokumentasikan bahwa perusahaan dengan saldo *goodwill* yang lebih besar memiliki risiko crash harga saham yang lebih tinggi ditahun-tahun mendatang.

Dari uraian diatas maka dalam penelitian ini hipotesis yang dibangun adalah sebagai berikut

H5: Goodwill berpengaruh negative terhadap *return* saham

2.6 Kerangka Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah dan kajian pustaka yang telah dijelaskan diatas, maka penelitian ini memiliki kerangka pemikiran sebagai berikut:



Gambar II.1 Kerangka Penelitian

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang masuk dalam indeks Kompas 100 periode Februari 2015 – Januari 2019. Adapun pemilihan sampel dilakukan menggunakan metode *purposive sampling* yang mempertimbangkan ketersediaan informasi yang dibutuhkan peneliti dalam penelitian ini. Pertimbangan atau kriteria sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Tercatat dalam Indeks Kompas 100 secara berturut-turut pada periode Februari 2015 – Januari 2019.
2. Perusahaan yang bukan termasuk dalam sektor keuangan.
3. Perusahaan memiliki variabel *Goodwill* dalam laporan keuangannya secara berturut-turut dari tahun 2015-2018.
4. Memiliki informasi atau ketersediaan data yang akan digunakan dalam penelitian ini.

Dengan pertimbangan dan kriteria diatas maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 25 perusahaan.

3.2 Data dan Sumber Data

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diambil dari *annual report* pada *website* resmi masing-masing perusahaan dari tahun 2015-2018. Jenis data dalam penelitian ini adalah data panel, di mana data tersebut merupakan gabungan antara data *time series* dan *cross section*.

3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel independent dalam penelitian ini adalah board process, dewan komisaris, dewan direksi, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan struktur modal yang merupakan bagian dari *Financial architecture*, serta cash holding dan goodwill. Adapun variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return* saham.

1. Board Process

Proses dewan didefinisikan sebagai kemampuan dewan untuk menjalankan perannya secara efektif dan transparan kepada publik. Proses dewan dalam penelitian ini diukur dalam frekuensi rapat dewan komisaris.

$$\text{Proses Dewan} = \sum \text{Frekuensi rapat dewan}$$

2. Dewan Komisaris

Ukuran dewan komisaris menunjukkan besarnya jumlah anggota yang ada pada dewan. Ukuran dewan dapat dihitung menggunakan rasio

$$\text{Ukuran Dewan Komisaris}$$

$$= \sum \text{anggota dewan komisaris perusahaan}$$

3. Direksi

Ukuran direksi menunjukkan besarnya jumlah anggota yang ada pada dewan direksi. Ukuran direksi dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Direksi} = \sum \text{Direksi}$$

4. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan yaitu manajer, direksi, dan komisaris yang dibagi dengan total saham yang beredar.

$$KM = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

5. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi. Ukuran kepemilikan institusi dapat diukur sebagai berikut:

$$KI = \frac{\sum \text{saham yang dimiliki institusi}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

6. Struktur Modal (*Capital Structure*)

Struktur modal adalah perbandingan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Ukuran struktur modal dalam penelitian ini menggunakan *Debt Equity Ratio* (DER)

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

7. *Cash Holding*

Cash holding adalah jumlah kepemilikan kas yang dimiliki oleh suatu perusahaan dan merupakan rasio keuangan yang membandingkan jumlah kas dan setara kas perusahaan dengan jumlah aktiva perusahaan. *Cash holding* dapat dihitung dengan persamaan berikut:

$$\text{Cash Holding} = \frac{\text{Kas} + \text{setara kas}}{\text{total asset}}$$

8. Goodwill

Goodwill adalah suatu asset yang mencerminkan manfaat ekonomi masa depan yang timbul dari asset lainnya yang diperoleh dalam kombinasi bisnis yang tidak dapat didefinisikan secara individual dan diakui secara terpisah. *Goodwill* timbul karena adanya kejadian merger atau akuisisi yang merupakan selisih harga beli perusahaan dengan nilai wajar perusahaan target. Dalam penelitian ini, nilai *goodwill* diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang dicantumkan perusahaan dan karena nilai *goodwill* bernilai besar maka dapat ditransformasikan dalam bentuk logaritma natural yang secara matematis ditulis sebagai berikut:

$$\text{Goodwill} = \ln(\text{Goodwill}_t)$$

9. Return saham

Return saham dalam penelitian ini diukur dengan *abnormal return* dimana *expected return*-nya menggunakan *five-factor model*. Secara berturut-turut persamaan *abnormal return* dan *expected return five-factor model* adalah sebagai berikut:

$$AR = r_i - E(R_i)$$

dengan

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i(R_m - R_f) + s_iSMB + h_iHML + r_iRMW + c_iCMA + e_i$$

Keterangan:

AR= *Abnormal Return*

r_i= *Return Actual*

$E(R_i)$ = Expected Return five-factor model

a. Return Pasar (R_m)

Return pasar dalam penelitian ini dihitung menggunakan data historis Indeks harga saham kelompok Kompas 100 yang secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

$$R_m = \frac{P_{m_t} - P_{m_{t-1}}}{P_{m_{t-1}}}$$

Dimana

R_m = Return Pasar

P_{m_t} = Indeks harga saham Kompas 100 pada periode t

$P_{m_{t-1}}$ = Indeks harga saham Kompas 100 pada periode $t - 1$

b. Risk Free Rate (R_f)

Risk free rate (R_f) atau tingkat bunga bebas risiko dalam penelitian ini diambil dari rata-rata data history Bank Indonesia yaitu BI rate dan BI 7-Day (Reverse) repo rate.

c. Small Minus Big (SMB)

SMB merupakan Size factor yaitu ukuran perusahaan yang dapat dilihat dari total aset perusahaan pada akhir tahun dan karena total aset bernilai besar maka ditransformasikan dalam bentuk logaritma natural. Secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

$$size = \ln(total\ aset)$$

d. *High Minus Low (HML)*

HML merupakan *Book to market ratio* yaitu perbandingan antara nilai buku dengan nilai pasar. Nilai *book* didapat dari laporan keuangan tahunan tiap perusahaan, sedangkan nilai pasar didapat dari perhitungan *market capitalization*. Secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{Book to Market Ratio} = \frac{\text{Book value}}{\text{market capitalization}}$$

dengan

$$\text{Book Value of firm} = \frac{\text{total aktiva} - \text{total hutang}}{\text{listed share}}$$

dan

$$\begin{aligned} \text{Market Capitalization} \\ = \text{harga saham penutupan} \times \text{share outstanding} \end{aligned}$$

e. *Robust Minus Weak (RMW)*

RMW merupakan Profitabilitas yang menggambarkan tingkat laba perusahaan yang pengukurannya menggunakan rasio *return on equity* (ROE), yaitu dengan membandingkan *net income* dengan *shareholder equity*.

$$\text{Profitability} = \frac{\text{net income}}{\text{shareholder equity}}$$

f. *Conservative Minus Aggressive (CMA)*

CMA merupakan *Investment* yang menunjukkan tingkat investasi yang dilakukan perusahaan dengan melihat pertumbuhan

total asset. Pertumbuhan asset adalah perubahan total asset yang dimiliki oleh perusahaan dari tahun ke tahun.

$$Investment = \frac{Total\ Aset_t - Total\ Aset_{t-1}}{Total\ Aset_{t-1}}$$

3.4 Metode Analisis Data

Metode yang digunakan dalam analisis data penelitian adalah uji asumsi klasik, analisis deskriptif dan analisis regresi data panel.

3.4.1 Uji Asumsi Klasik

Metode regresi dengan menggunakan metode persamaan kuadrat terkecil (OLS, *Ordinary Least Square*) dapat dijadikan alat untuk mengestimasi jika dalam asumsi model regresi linear telah memenuhi asumsi klasik yang terdiri dari uji asumsi heteroskedastisitas, uji asumsi multikolinearitas, dan uji asumsi autokorelasi. Uji-uji yang akan dilakukan oleh peneliti mengenai pengaruh dari variabel bebas yaitu *corporate governance* yang terdiri dari *board process*, ukuran dewan komisaris, dan ukuran dewan direksi, struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, struktur modal, *cash holding*, serta *goodwill* terhadap variabel terikat yaitu *return saham* dengan *size* dan ROE sebagai variabel kontrol. Berikut ini adalah uji-uji yang akan dilakukan oleh peneliti:

a) Uji Multikolinieritas

Uji Multikolonieritas akan melihat hubungan linear yang sempurna atau pasti diantara beberapa atau semua variabel dalam sebuah model regresi berganda. Model dikatakan baik apabila tidak

terjadi korelasi di antara variabel bebas. Multikolonieritas dapat dilihat dengan melakukan analisis terhadap matriks korelasi variabel-variabel bebas. Jika terjadi koefisien korelasi lebih 0,8 maka hal ini mengindikasikan adanya multikolonieritas.

b) Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini digunakan untuk melihat apakah dalam sebuah model regresi yang digunakan terjadi ketidaksamaan varians dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika nilai varians dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang liannya memiliki hasil yang berbeda, maka dikatakan telah terjadi heteroskedestisitas yang mengakibatkan penaksiran parameter pada model regresi tidak bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Suatu model regresi dikatakan baik apabila tidak terjadi heteroskedestisitas. Jika terjadi heteroskedastisitas dalam model maka *Weighted Least Square Method* (WLS) atau *Generalized Least Square* (GLS) dapat digunakan untuk mengurangi heteroskedastisitas antar unit *cross section*. Selanjutnya dengan model estimasi WLS/GLS maka asumsi klasik yang harus terpenuhi adalah non multikoloniaritas. Hal ini karena pada metode estimasi WLS/GLS telah mengakomodasi permasalahan heteroskedastisitas dan autokorelasi.

c) Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi memiliki tujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t - 1$. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi.

3.4.2 Pengujian Hipotesis: Regresi Data Panel

Data panel merupakan data yang dibentuk dari gabungan data *time series* dan data *cross section*. Untuk mengestimasi data panel maka terdapat tiga model yang dapat dipilih yaitu Model *Common Effect*, Model *Fixed Effect* dan Model *Random Effect*.

Untuk memilih model yang paling tepat digunakan dalam penelitian, terdapat tiga pengujian yang dapat dilakukan yaitu Uji Chow, Uji Hausman dan Uji Lagrange Multiplier. Dalam penelitian ini Uji Chow digunakan dalam menentukan model regresi data panel.

Uji *Chow* digunakan untuk mengetahui model yang terbaik antara *Fixed Effect* dibanding dengan *Common Effect* dengan melihat *residual sum of squares* (RSS) . Nilai F dapat dicari dengan formula (Widarjono, 2013: 362) :

$$F = \frac{\frac{RSS1 - RSS2}{m}}{\frac{RSS2}{n - k}}$$

Dimana:

RSS1 = *residual sum of squares* teknik *Common Effect*,

$RSS2$ = residual sum of squares teknik *Fixed Effect*,

m = pembatasan dalam didalam model tanpa variable dummy,

$n - k$ = jumlah observasi – jumlah parameter estimasi termasuk *intercept*.

H_0 adalah bahwa intersepnya sama. Jika hasil perhitungan uji $F \geq F(k - 1, n - k)$ berarti H_0 ditolak, artinya intersep untuk semua unit *cross section* tidak sama. Dengan demikian model *fixed effect* lebih tepat untuk mengestimasi persamaan regresi daripada model *common effect* (Widarjono, 2013: 363).

Adapun model regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$AR_i = \alpha + \beta_1 BP + \beta_2 UK + \beta_3 UD + \beta_4 CS + \beta_5 KM + \beta_6 KI + \beta_7 CH + \beta_8 GW + e$$

Dengan $AR_i = r_i - E(R_i)$

Keterangan:

AR_i = Abnormal return

r_i = return actual

$E(R_i)$ = expected return five-factor model

BP = Board Process

UK = Ukuran Dewan Komisaris

UD = Ukuran Dewan Direksi

CS = Capital Structure

KM = Kepemilikan Manajerial

KI= Kepemilikan Institusional

CH= Cash Holding

GW= Goodwill

Dari persamaan diatas, pengujian hipotesis dilakukan dengan Uji Parsial (Uji t). Uji Parsial (Uji t) dilakukan untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial dengan tiga derajat signifikansi yaitu 1%, 5% dan 10%. Pengambilan kesimpulannya adalah dengan melihat nilai signifikan yang dibandingkan dengan nilai α (5%) dengan ketentuan sebagai berikut (Ghozali, 2011: 98):

Jika nilai Sig < α maka H_0 ditolak

Jika nilai Sig > α maka H_0 diterima

Selanjutnya, Uji F ini dilakukan guna mengetahui pengaruh antara variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini secara bersama-sama. Uji F ini dilakukan dengan membandingkan hasil uji dengan nilai signifikansi α (Ghozali, 2011:98). Adapun pengambilan keputusan berdasar signifikansi:

Jika signifikansi > alfa maka H_0 diterima.

Jika signifikansi $\leq$ alfa maka H_0 ditolak.

Selanjutnya, Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel-variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai (R^2) yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam

menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2011: 97). Misalkan (R^2) menunjukkan angka 0,65 maka dapat ditarik kesimpulan bahwa pada penelitian ini variabel independen mempengaruhi variabel dependen sebesar 65% sedangkan sisanya sebesar 35% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak ada dalam penelitian.



BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini penulis akan menganalisis data yang telah terkumpul. Data yang telah dikumpulkan tersebut berupa data sekunder yang merupakan data panel dari 25 perusahaan pada periode 2015 sampai 2018. Data tersebut meliputi *return* pasar, *risk free rate*, *small minus big* (SMB), *high minus low* (HML), *robust minus weak* (RMW), dan *conservative minus aggressive* (CMA) yang akan dibentuk *expected return* Fama French *five-factor model* dalam mencari nilai *Abnormal return* dari hasil pengurangan *return* aktual dengan *expected return* tersebut. Selanjutnya data *board process*, dewan komisaris, direksi, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur modal, *cash holding* dan *goodwill* akan dihubungkan dengan *abnormal return* untuk mengetahui pengaruh dari variabel-variabel tersebut.

4.1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Statistik deskriptif bertujuan untuk mendeskripsikan atau memberikan gambaran terhadap objek yang diteliti melalui data sampel yang diambil. Berikut merupakan hasil statistik deskriptif dari variabel pembentuk variabel dependen (Tabel 4.1) dan variabel Independen (Tabel 4.2):

Tabel 4.1
Deskriptif Variabel Dependen

	RI	RISKPREM	SMB	HML	RMW	CMA
Mean	0.045218	-0.019264	31.26699	1.265858	0.206937	0.162965
Median	-0.070385	-0.012551	31.15245	0.561886	0.132173	0.094943
Maximum	4.016393	0.154932	33.47373	18.05503	1.358487	1.416601
Minimum	-0.705164	-0.206885	28.97457	0.060647	-0.171804	-0.250217
Std. Dev.	0.621422	0.147133	0.924692	2.586839	0.274972	0.264365
Skewness	3.486313	-0.072794	0.044275	4.884090	2.680187	2.987578
Kurtosis	20.07235	1.288423	3.000940	29.11332	10.74332	13.21656
Jarque-Bera	1417.012	12.29455	0.032675	3238.845	369.5524	583.6688
Probability	0.000000	0.002139	0.983795	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	4.521845	-1.926351	3126.699	126.5858	20.69374	16.29645
Sum Sq. Dev.	38.23035	2.143176	84.65053	662.4817	7.485346	6.918991
Observations	100	100	100	100	100	100

Pada tabel 4.1 diatas, *Return* aktual (R_i) yang diperoleh dari *return* yang terjadi untuk setiap tahun pada seluruh tahun observasi memiliki nilai *mean* sebesar 0,045218 yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian memiliki tingkat pengembalian rata-rata per tahun sebesar 0,045218 dengan nilai maksimumnya sebesar 4,016393. Adapun nilai terendah dari *return* aktual selama periode penelitian adalah sebesar -0,705164. Standar deviasi *return* aktual sebesar 0,621422 di mana nilai ini lebih dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data bervariasi atau heterogen.

Pada tabel 4.1, variabel *Risk Premium* (*Riskprem*) yang merupakan selisih antara *return* pasar dan *return* bebas risiko memiliki *mean* sebesar -0,019264 yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian rata-rata tidak terdapat tambahan *return* atas tingkat bebas risiko karena *return* pasar kurang dari *return* bebas risiko dengan selisih 0,019264. Adapun jumlah terendah dari risiko premium selama periode penelitian

adalah sebesar $-0,206885$ dan tertinggi sebesar $0,154934$. Adapun standar deviasi risiko premium sebesar $0,147133$ di mana nilai ini lebih dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data bervariasi atau heterogen.

Pada tabel 4.1, nilai *mean Small Minus Big (SMB)* yang merupakan logaritma natural dari total aset sebesar $31,26699$ yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian rata-rata perusahaan memiliki total aset sebesar 74,8 triliun, ukuran perusahaan terkecil dengan nilai 28,97457 atau memiliki total aset sebesar 3,8 triliun dan ukuran perusahaan terbesar dengan nilai 33,47373 atau memiliki total aset sebesar 332,9 triliun. Adapun standar deviasi *SMB* sebesar $0,924692$ di mana nilai ini kurang dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data tidak bervariasi atau homogen.

Pada tabel 4.1, nilai *mean* dari *Higt Minus Low (HML)* yang merupakan perbandingan antara nilai buku perusahaan dengan kapitalisasi pasar adalah $1,265858$. Hal ini berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian rata-rata memiliki nilai buku $1,265858$ kali lipat dari kapitalisasi pasarnya, tertingginya sebesar $18,05503$ dan *HML* terendah sebesar $0,561886$. Adapun standar deviasi *HML* sebesar $2,586839$ di mana nilai ini lebih besar dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data bervariasi atau heterogen.

Pada tabel 4.1, nilai *mean* dari variabel *Robust Minus Weak (RMW)* yang merupakan perbandingan *net income* dengan *shareholder equity* adalah $0,206937$ yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian rata-rata menghasilkan pendapatan $0,206937$ kali atas ekuitas atau 20% dari

ekuitas dan nilai tertinggi sebesar 1,358487 atau 135%. Adapun nilai terendah dari *RMW* selama periode penelitian adalah sebesar $-0,171804$ dan Standar deviasi dari *RMW* sebesar 0,274972 di mana nilai ini lebih dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data bervariasi atau heterogen.

Pada tabel 4.1, nilai *mean* dari *Conservative Minus Aggressive (CMA)* yang merupakan tingkat investasasi perusahaan dengan melihat pertumbuhan total asset adalah 0,162965. Hal ini berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian rata-rata memiliki pertumbuhan total aset sebesar 0,162965 dan tertinggi sebesar 1,416601. Adapun *CMA* terendah sebesar -0,250217 yang menunjukkan adanya penurunan total aset dari tahun sebelumnya. Adapun standar deviasi *CMA* sebesar 0,264365 di mana nilai ini lebih besar dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data bervariasi atau heterogen.

Selanjutnya, untuk hasil statistik deskriptif variabel Independen disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 4.2
Deskriptif Variabel Independen

[illegible]

Pada tabel 4.2 diatas, nilai *mean* dari variabel dependen yaitu abnormal *return* (AR01) yang merupakan selisih antara *return* aktual dengan *expected return* Fama French dalam pengujian seluruh tahun adalah sebesar 0,0000137 yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian memiliki nilai kelebihan *return* secara rata-rata dari yang seharusnya sebesar 0,0000137 dan nilai maksimumnya sebesar 4,089575. Adapun nilai terendah dari abnormal *return* selama periode penelitian adalah sebesar -1,138529 yang menunjukkan bahwa besarnya nilai *return* kurang dari *return* yang diharapkan dengan tingkat selisih 1,138529. Standar deviasi abnormal *return* sebesar 0,668530 dimana nilai ini lebih dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data bervariasi atau heterogen.

Pada tabel 4.2, nilai *mean* dari variabel *Board process* (BP) yang merupakan frekuensi rapat Direksi dalam pengujian seluruh tahun adalah sebesar 25,97 yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian rata-rata melakukan rapat direksi sebanyak 25 kali pertahun dan maksimalnya sebanyak 63 kali. Adapun jumlah terendah dari rapat dewan selama periode penelitian adalah sebanyak 4 kali dalam setahun. Adapun standar deviasi *board process* sebesar 13,97361 dimana nilai ini kurang dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data tidak bervariasi atau homogen.

Pada tabel 4.2, nilai *mean* dari variabel ukuran dewan komisari (UK) yang merupakan jumlah Dewan Komisaris dalam pengujian seluruh tahun adalah sebesar 5,95 yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode

penelitian rata-rata memiliki Dewan Komisaris sebanyak 5 orang dan maksimalnya sebanyak 12 orang. Adapun jumlah terendah dari Dewan Komisari selama periode penelitian adalah sebanyak 3 orang dalam setahun untuk suatu perusahaan. Adapun standar deviasi Dewan Komisaris sebesar 1,838835 dimana nilai ini kurang dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data tidak variatif atau homogen.

Pada tabel 4.2, nilai *mean* dari variabel ukuran Direksi (UD) yang merupakan jumlah Direksi dalam pengujian seluruh tahun adalah sebesar 6,58 yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian rata-rata memiliki Direksi sebanyak 6 orang dan maksimalnya sebanyak 11 orang. Adapun jumlah terendah dari Direksi selama periode penelitian adalah sebanyak 3 orang dalam setahun untuk suatu perusahaan. Adapun standar deviasi Direksi sebesar 1,621696 dimana nilai ini kurang dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data tidak variatif atau homogen.

Pada tabel 4.2 diatas, nilai *mean* dari variabel Struktur Modal (CS) yang merupakan perbandingan total hutang dengan modal sendiri dalam pengujian seluruh tahun adalah sebesar 1,638069 yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian memiliki nilai perbandingan pendanaan atas modal sendiri sebesar 1,638069 dan nilai tertinggi sebesar 13,54323. Adapun nilai terendah dari struktur modal selama periode penelitian adalah sebesar 0,186446 dan Standar deviasi dari struktur modal sebesar 2,065681 dimana nilai ini lebih dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data bervariasi atau heterogen.

Pada tabel 4.2 diatas, nilai *mean* dari variabel kepemilikan manajerial (KM) yang merupakan perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dengan jumlah saham yang beredar dalam pengujian seluruh tahun adalah sebesar 0,012730 yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian rata-rata saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajerial adalah sebesar 0,012730 atau 1,273% dan nilai tertinggi sebesar 23,975%. Adapun Standar deviasi dari kepemilikan manajerial sebesar 0,038670 dimana nilai ini lebih dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data bervariasi atau heterogen.

Pada tabel 4.2 diatas, nilai *mean* dari variabel kepemilikan institusional (KI) yang merupakan perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dengan jumlah saham yang beredar dalam pengujian seluruh tahun adalah sebesar 0,027289 yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian rata-rata saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak institusional adalah sebesar 0,027289 atau 2,7289% dan nilai tertinggi sebesar 15,5814%. Adapun Standar deviasi dari kepemilikan manajerial sebesar 0,039487 dimana nilai ini lebih dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data bervariasi atau heterogen.

Pada tabel 4.2 diatas, nilai *mean* dari variabel *cash holding* (CH) yang merupakan perbandingan antara jumlah kepemilikan kas atau setara kas yang dimiliki oleh perusahaan dengan total aset perusahaan tersebut dalam pengujian seluruh tahun adalah sebesar 0,12214 yang berarti bahwa pada 25 perusahaan selama periode penelitian memiliki nilai perbandingan kas atas

aset sebesar 0,12214 dan nilai tertingginya sebesar 0,332954. Adapun nilai terendah dari cash holding selama periode penelitian adalah sebesar 0,00133 dan Standar deviasi dari *cash holding* sebesar 0,080398 dimana nilai ini kurang dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data tidak variatif atau homogen.

Pada tabel 4.2, variabel *Goodwill* (GW) yang merupakan selisih antara harga beli perusahaan target dengan nilai wajar perusahaan target tersebut dalam bentuk akuisisi atau merger memiliki nilai *mean* logaritma natural sebesar 26,67935 atau 1,3 triliun. Hal ini menunjukkan rata-rata pada 25 perusahaan selama periode penelitian dalam melakukan merger atau akuisisi mengeluarkan dana sebesar 1,3 triliun dari harga wajar perusahaan target. Adapun nilai tertinggi *goodwill* selama periode penelitian sebesar 30,15383 atau 12,4 triliun dan nilai terendah sebesar 22,30164 atau 4,8 miliar. Standar deviasi dari *Goodwill* sebesar 1,751669 dimana nilai ini kurang dari rata-rata (*mean*) yang menunjukkan bahwa sebaran data tidak variatif atau homogen.

4.2 Hasil Expected Return dengan 5-Faktor Model

Nilai *Expected return* 5-factor model dalam menentukan abnormal *return* diperoleh dari membentuk persamaan regresi *ekpected return* 5-factor model di mana langkah awal adalah menempatkan *return* aktual sebagai variabel Y atau dependen dan variabel 5-faktor model yaitu risiko premium, SMB, HML, RMW, dan CMA sebagai variabel X atau Independen. Hasil regresi dari *ekspected return* 5-factor model adalah sebagai berikut:

Tabel 4.3
Hasil Regresi Expected Return dengan 5-Faktor Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.211440	3.773023	1.381237	0.1716
RISKPREM	0.664420	0.128762	5.160066	0.0000
SMB	-0.169050	0.119925	-1.409627	0.1631
HML	-0.058129	0.017300	-3.360074	0.0013
RMW	0.780693	0.361852	2.157494	0.0344
CMA	0.271692	0.167489	1.622148	0.1093
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.593552	Mean dependent var	-0.097050	
Adjusted R-squared	0.425167	S.D. dependent var	0.799163	
S.E. of regression	0.599773	Sum squared resid	25.18089	
F-statistic	3.524959	Durbin-Watson stat	3.092933	
Prob(F-statistic)	0.000009			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.307529	Mean dependent var	0.045218	
Sum squared resid	26.47340	Durbin-Watson stat	2.962128	

Tabel 4.3 diatas selanjutnya ditulis secara matematis adalah sebagai berikut:

$$E(R_i) = 5,21144 + 0,66442(R_m - R_f) - 0,16905(SMB) - 0,058129(HML) \\ + 0,780693(RMW) + 0,271692(CMA)$$

Berdasarkan data yang diperoleh dari setiap perusahaan pada periode penelitian berupa variabel Risk premium, SMB, HML, RMW dan CMA (Lampiran 2) maka selanjutnya variabel tersebut dimasukkan dalam persamaan regresi 5-faktor model diatas sehingga diperoleh nilai expected return sebagai berikut:

NO	Perusahaan	Tahun	E(Ri)	No	Perusahaan	Tahun	E(Ri)
1	ADRO	2015	-0,46217	51	JSMR	2017	0,10081597
2	ADRO	2016	-0,12382	52	JSMR	2018	-0,228353
3	ADRO	2017	-0,05892	53	KLBF	2015	0,12457564
4	ADRO	2018	-0,29411	54	KLBF	2016	0,30573721
5	ANTM	2015	-0,27408	55	KLBF	2017	0,32071924
6	ANTM	2016	-0,02656	56	KLBF	2018	0,11550716
7	ANTM	2017	0,0028	57	LPKR	2015	-0,2162578
8	ANTM	2018	-0,07318	58	LPKR	2016	-0,0492212
9	ASII	2015	-0,45045	59	LPKR	2017	-0,1447196
10	ASII	2016	-0,24654	60	LPKR	2018	-0,4938984
11	ASII	2017	-0,19492	61	PGAS	2015	-0,2170414
12	ASII	2018	-0,38502	62	PGAS	2016	-0,1186199
13	BHIT	2015	-0,45133	63	PGAS	2017	-0,1505713
14	BHIT	2016	-0,25797	64	PGAS	2018	-0,205465
15	BHIT	2017	-0,33936	65	PTBA	2015	-0,1244604
16	BHIT	2018	-0,65933	66	PTBA	2016	0,17506584
17	BWPT	2015	-0,17139	67	PTBA	2017	0,3997357
18	BWPT	2016	0,014753	68	PTBA	2018	0,18066824
19	BWPT	2017	0,078943	69	SCMA	2015	0,47934123
20	BWPT	2018	-0,12949	70	SCMA	2016	0,66104564
21	CPIN	2015	0,0075	71	SCMA	2017	0,61702992
22	CPIN	2016	0,161177	72	SCMA	2018	0,41150899
23	CPIN	2017	0,21176	73	TBIG	2015	0,57656954
24	CPIN	2018	0,112656	74	TBIG	2016	0,67853025
25	ESSA	2015	-0,39743	75	TBIG	2017	0,65946857
26	ESSA	2016	-0,45584	76	TBIG	2018	0,01644266
27	ESSA	2017	0,230095	77	TLKM	2015	-0,2351688
28	ESSA	2018	0,148813	78	TLKM	2016	-0,0563745
29	HMSP	2015	0,026488	79	TLKM	2017	-0,0093762
30	HMSP	2016	0,284011	80	TLKM	2018	-0,2635983
31	HMSP	2017	0,297383	81	TOWR	2015	0,20624781
32	HMSP	2018	0,13201	82	TOWR	2016	0,23676764
33	ICBP	2015	-0,01841	83	TOWR	2017	0,26002344
34	ICBP	2016	0,196429	84	TOWR	2018	0,19702616
35	ICBP	2017	0,209759	85	UNTR	2015	-0,2680872
36	ICBP	2018	0,040489	86	UNTR	2016	-0,0321068
37	INDF	2015	-0,33052	87	UNTR	2017	0,08052299
38	INDF	2016	-0,11835	88	UNTR	2018	-0,1013231
39	INDF	2017	-0,04985	89	UNVR	2015	0,90610059
40	INDF	2018	-0,24725	90	UNVR	2016	1,19574995
41	ISAT	2015	-0,35907	91	UNVR	2017	1,2349921
42	ISAT	2016	-0,04105	92	UNVR	2018	0,90408577
43	ISAT	2017	0,014445	93	WIKA	2015	0,0427659
44	ISAT	2018	-0,40402	94	WIKA	2016	0,21427098
45	JPFA	2015	-0,03834	95	WIKA	2017	0,135922
46	JPFA	2016	0,27987	96	WIKA	2018	-0,1173066
47	JPFA	2017	0,19865	97	WSKT	2015	0,27052154
48	JPFA	2018	0,108916	98	WSKT	2016	0,23769653
49	JSMR	2015	-0,10174	99	WSKT	2017	0,12981991
50	JSMR	2016	0,105869	100	WSKT	2018	-0,2251709

4.3 Hasil Uji Hipotesis

4.3.1 Model dengan Abnormal Return

Abnormal *return* yang merupakan variabel dependen dalam penelitian ini diperoleh dari selisih antara nilai *return* aktual dengan nilai *ekspected return* (Lampiran 3). Selanjutnya variabel independen *board process*, ukuran dewan komisaris, ukuran direksi, struktur modal, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *cash holding* dan *goodwill* akan dihubungkan dengan variabel dependen abnormal *return*.

a. Hasil Uji Asumsi Klasik

1. Uji Multikoloniaritas

Uji Multikoloniaritas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antar variabel independen pada model regresi. Berdasarkan olah data menggunakan Eviews 10 diperoleh tabel sebagai berikut:

Tabel 4.4
Uji Multikoloniaritas pada Model dengan Abnormal Return

	BP	UK	UD	CS	KM	KI	CH	GW
BP	1.000000	0.295952	-0.038896	0.150674	-0.083996	0.362973	0.099360	-0.296545
UK	0.295952	1.000000	0.351940	-0.133008	-0.047518	0.151312	0.078762	0.211505
UD	-0.038896	0.351940	1.000000	-0.242195	-0.109293	0.429846	0.181881	0.185000
CS	0.150674	-0.133008	-0.242195	1.000000	0.057073	0.133462	-0.385321	-0.029272
KM	-0.083996	-0.047518	-0.109293	0.057073	1.000000	-0.294519	-0.014920	0.287261
KI	0.362973	0.151312	0.429846	0.133462	-0.294519	1.000000	0.036716	-0.048100
CH	0.099360	0.078762	0.181881	-0.385321	-0.014920	0.036716	1.000000	-0.201343
GW	-0.296545	0.211505	0.185000	-0.029272	0.287261	-0.048100	-0.201343	1.000000

Berdasarkan tabel 4.3 terlihat nilai korelasi antar masing-masing variabel independen memiliki nilai kurang dari 0,8 yang

dapat disimpulkan bahwa model ini tidak mengandung multikonoloniaritas.

2. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah homokedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Pada penelitian ini, pengujian heteroskedastisitas menggunakan uji Glejser dan diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.5
Uji Heteroskedastisitas pada Model dengan Abnormal Return

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.839126	0.893707	0.938927	0.3503
BP	-0.006703	0.004246	-1.578681	0.1179
UK	-0.006904	0.031323	-0.220419	0.8260
UD	-0.062872	0.032809	-1.916280	0.0585
CS	-0.038531	0.025837	-1.491307	0.1393
KM	0.546573	1.394269	0.392014	0.6960
KI	4.380638	1.469786	2.980459	0.0037
CH	0.223830	0.666014	0.336074	0.7376
GW	0.002936	0.034541	0.085001	0.9324

Uji Glejser dilakukan dengan cara meregresikan antara variabel independen dengan nilai absolut residualnya. Jika nilai signifikansi antara independen dengan absolut residual lebih dari nilai signifikan yang disyaratkan yaitu 0,05 maka tidak terjadi masalah heteroskedastisitas. Hasil pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai variabel independen KI memiliki nilai probabilitas kurang dari signifakansi yang disyaratkan sehingga

dapat disimpulkan terdapat heteroskedastisitas dalam model ini. Selanjutnya dilakukan penyembuhan masalah heteroskedastisitas dengan pembobotan (*weighted*) dengan metode WLS/GLS sehingga uji asumsi klasik autokorelasi tidak digunakan karena metode WLS/GLS telah mengakomodasi permasalahan heteroskedastisitas dan autokorelasi.

b. Hasil Uji Regresi

Hasil pengujian pemilihan model *Common Effect* atau *Fixed Effect* dengan metode WLS/GLS menggunakan uji chow dapat dilihat sebagai berikut:

Tabel 4.6
Uji Chow pada Model dengan Abnormal Return

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.302166	(24,67)	0.0000

Tabel 4.6 diatas menunjukkan bahwa probabilitas *cross-section F* kurang dari 0,05 sehingga *Fixed Effect* yang terpilih dalam model regresi ini yang dapat ditampilkan sebagai berikut:

Tabel 4.7

Uji Regresi Berganda

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.093361	3.711880	2.180394	0.0327
BP	-0.014038	0.003473	-4.042678	0.0001
UK	-0.008559	0.047801	-0.179062	0.8584
UD	-0.000145	0.051237	-0.002826	0.9978
CS	-0.057141	0.023573	-2.424045	0.0181
KM	-0.234331	1.573449	-0.148928	0.8821
KI	1.758966	1.938994	0.907154	0.3676
CH	-0.532848	0.480737	-1.108397	0.2717
GW	-0.283486	0.135535	-2.091601	0.0403
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.873790	Mean dependent var	-0.281580	
Adjusted R-squared	0.813511	S.D. dependent var	1.334757	
S.E. of regression	0.565173	Sum squared resid	21.40118	
F-statistic	14.49571	Durbin-Watson stat	3.119466	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.425229	Mean dependent var	1.37E-05	
Sum squared resid	25.43905	Durbin-Watson stat	3.013479	

Berdasarkan tabel 4.7 diatas, diperoleh persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 AR = & 8,093361 - 0,014038(BP) - 0,008559(UK) - 0,000145(UD) \\
 & - 0,057141(CS) - 0,234331(KM) + 1,758966(KI) \\
 & - 0,532848(CH) - 0,283486(GW)
 \end{aligned}$$

Dari hasil persamaan regresi linear berganda dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Konstanta atau intersep

Berdasarkan hasil regresi di atas, diperoleh nilai konstanta sebesar 8,093361 yang menunjukkan bahwa abnormal *return* akan mengalami peningkatan sebesar 8,093361 jika variabel dependen konstan atau tetap.

2. *Board process*

Nilai koefisien regresi *Board process* (BP) adalah $-0,014038$ yang berarti bahwa setiap kenaikan BP sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif atau penurunan nilai abnormal *return* sebesar 0,014038 dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T atau uji parsial, BP memiliki probabilitas 0,0001 yang berarti nilai probabilitas $BP < 1\%$ sehingga diperoleh kesimpulan bahwa BP berpengaruh signifikan terhadap Abnormal *return* dengan tingkat signifikansi 1%.

3. Ukuran Dewan Komisaris

Nilai koefisien regresi Ukuran Dewan Komisaris (UK) adalah $-0,008559$ yang berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif atau penurunan nilai abnormal *return* sebesar 0,008559 dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T atau uji parsial dengan alfa (α) 10%, UK memiliki probabilitas 0,8584 yang berarti nilai probabilitas $UK > \alpha$ sehingga diperoleh kesimpulan

bahwa UK tidak berpengaruh signifikan terhadap Abnormal *return*.

4. Ukuran Direksi

Nilai koefisien regresi Ukuran Direksi (UD) adalah $-0,000145$ yang berarti bahwa setiap kenaikan jumlah Direksi sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif atau penurunan nilai abnormal *return* sebesar $0,000145$ dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T atau uji parsial dengan alfa (α) 10%, UD memiliki probabilitas $0,9978$ yang berarti nilai probabilitas $UD > \alpha$ sehingga diperoleh kesimpulan bahwa UD tidak berpengaruh signifikan terhadap Abnormal *return*.

5. Struktur Modal

Nilai koefisien regresi Struktur Modal (CS) adalah $-0,057141$ yang berarti bahwa setiap kenaikan Struktur modal sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif atau penurunan nilai abnormal *return* sebesar $0,057141$ dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T atau uji parsial, CS memiliki probabilitas $0,0185$ yang berarti nilai probabilitas $CS < \alpha$ (5%) sehingga diperoleh kesimpulan bahwa CS berpengaruh signifikan terhadap Abnormal *return* dengan tingkat signifikansi 5%.

6. Kepemilikan manajerial

Nilai koefisien regresi Kepemilikan Manajerial (KM) adalah $-0,234331$ yang berarti bahwa setiap kenaikan KM sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif atau penurunan nilai abnormal *return* sebesar $0,234331$ dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T atau uji parsial dengan alfa (α)10%, KM memiliki probabilitas $0,8821$ yang berarti nilai probabilitas $KM > \alpha$ sehingga diperoleh kesimpulan bahwa KM tidak berpengaruh signifikan terhadap Abnormal *return*.

7. Kepemilikan Institusional

Nilai koefisien regresi Kepemilikan Institusional (KI) adalah $1,758966$ yang berarti bahwa setiap kenaikan KI sebesar 1 satuan akan berpengaruh positif atau kenaikan nilai abnormal *return* sebesar $1,758966$ dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T atau uji parsial dengan alfa (α)10%, KI memiliki probabilitas $0,3676$ yang berarti nilai probabilitas $KI > \alpha$ sehingga diperoleh kesimpulan bahwa KI tidak berpengaruh signifikan terhadap Abnormal *return*.

8. Cash holding

Nilai koefisien regresi *Cash holding* (CH) adalah $-0,532848$ yang berarti bahwa setiap kenaikan CH sebesar 1

satuan akan berpengaruh negatif atau penurunan nilai abnormal *return* sebesar 0,532848 dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T atau uji parsial dengan alfa (α)10%, CH memiliki probabilitas 0,2717 yang berarti nilai probabilitas $CH > \alpha$ sehingga diperoleh kesimpulan bahwa CH tidak berpengaruh signifikan terhadap Abnormal *return*.

9. *Goodwill*

Nilai koefisien regresi *Goodwill* (GW) adalah -0,283486 yang berarti bahwa setiap kenaikan GW sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif atau penurunan nilai abnormal *return* sebesar 0,283486 dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T atau uji parsial, GW memiliki probabilitas 0,0403 yang berarti nilai probabilitas $GW < \alpha(5\%)$ sehingga diperoleh kesimpulan bahwa GW berpengaruh signifikan terhadap Abnormal *return* dengan tingkat signifikansi 5%.

i. Uji F (Uji Simultan)

Pengujian koefisien regresi secara simultan digunakan untuk melihat pengaruh dari keseluruhan variabel independen terhadap variabel dependen. Dari hasil pengujian diperoleh hasil probabilitas F-statistik sebesar 0,0000 yang berarti bahwa nilai F-statistik kurang dari taraf signifikansi 1% maka H_0 ditolak. Dengan hasil ini

maka diperoleh kesimpulan bahwa secara bersama-sama variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

ii. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi atau *goodness of fit* diperoleh nilai sebesar 0,87379. Hal ini berarti bahwa kontribusi seluruh variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sebesar 87,379% dan sisanya sebesar 12,621% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

4.3.2 Model Dengan Expected Return

Pada model regresi dengan variabel dependen *expected return 5-factor* Fama French diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.8

Uji Regresi Model Dengan Expected Return

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.846047	1.372966	0.616218	0.5398
BP	0.001018	0.002653	0.383640	0.7025
UK	0.006003	0.031206	0.192360	0.8480
UD	-0.011303	0.031479	-0.359065	0.7207
CS	-0.015755	0.027151	-0.580289	0.5637
KM	2.975177	0.824021	3.610560	0.0006
KI	0.824751	0.691786	1.192205	0.2374
CH	0.344481	0.280106	1.229824	0.2231
GW	-0.032432	0.049710	-0.652423	0.5164
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.870951	Mean dependent var	0.050936	
Adjusted R-squared	0.809315	S.D. dependent var	0.368645	
S.E. of regression	0.157535	Sum squared resid	1.662762	
F-statistic	14.13066	Durbin-Watson stat	2.393672	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.839873	Mean dependent var	0.045205	
Sum squared resid	1.865895	Durbin-Watson stat	2.219648	

Berdasarkan tabel 4.8 diatas dapat diketahui bahwa model regresi dengan variabel dependen *expected return 5-factor model* pada uji T atau uji parsial, di mana Kepemilikan Manajerial memiliki pengaruh yang signifikan dengan tingkat signifikansi 1%, sementara variabel lainnya tidak berpengaruh signifikan. Adapun secara bersama-sama (uji F) variabel independen (*Board process*, Ukuran Komisaris, Ukuran Direksi, Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Cash holding*, dan *Goodwill*) memiliki pengaruh terhadap variabel dependen (*expected return 5-factor model*) dan variabel independen menjelaskan *expected return 5-factor model* sebesar 87,0951% dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain.

4.3.3 Model Dengan *Return* Aktual

Model regresi pada variabel dependen *return* aktual diperoleh hasil sebagai berikut

Tabel 4.9

Uji Regresi Model dengan *Return* Aktual

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.148790	0.615894	0.241583	0.8096
BP	-0.002721	0.002363	-1.151407	0.2526
UK	-0.000249	0.018410	-0.013500	0.9893
UD	0.028210	0.020143	1.400502	0.1648
CS	-0.000117	0.015541	-0.007511	0.9940
KM	1.370097	1.021310	1.341509	0.1831
KI	1.127724	1.106909	1.018805	0.3110
CH	0.662721	0.390160	1.698588	0.0928
GW	-0.015017	0.024366	-0.616305	0.5392
Weighted Statistics				
R-squared	0.108509	Mean dependent var	-0.019400	
Adjusted R-squared	0.030136	S.D. dependent var	0.610378	
S.E. of regression	0.601044	Sum squared resid	32.87412	
F-statistic	1.384524	Durbin-Watson stat	2.472622	
Prob(F-statistic)	0.213855			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.035736	Mean dependent var	0.045218	
Sum squared resid	36.86414	Durbin-Watson stat	2.307761	

Tabel diatas dapat dilihat bahwa dengan mengganti variabel dependen dengan *return* aktual diperoleh hasil pada uji T atau uji parsial terdapat variabel CH (*cash holding*) berpengaruh signifikan positif terhadap *return* aktual dengan taraf signifikansi 10%, sementara variabel lainnya tidak berpengaruh signifikan. Adapun uji simultan (uji F) secara bersama-sama variabel independen (*Board process*, Ukuran Komisaris, Ukuran Direksi, Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Cash holding*, dan *Goodwill*) tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen

(*return* aktual) dan variabel independen menjelaskan *return* aktual sebesar 10,8509% dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain.

4.4 Pembahasan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan maka dapat disampaikan analisis hasil penelitian sebagai berikut:

4.4.1 Pengaruh *Board process* Terhadap *Return Saham*

Hasil penelitian pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa *board process* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham yang diukur dengan abnormal *return*. Hasil ini dapat diartikan bahwa besar atau kecilnya jumlah *board process* yang dilakukan perusahaan akan mampu memberikan pengaruh yang signifikan atas pengurangan nilai abnormal *return*.

Hasil ini berbeda dengan hipotesis yang dibangun dikarenakan peneliti cenderung menggunakan teori yang dibangun oleh Schwartz-Ziv dan Weisbach (2013), serta Wang dan Ong (2015). Namun hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitiann yang dilakukan oleh Vefas (1999a) yang menemukan bahwa hubungan negatif *board process* disebabkan oleh kurangnya produktivitas pertukaran ide pada waktu yang terbatas saat rapat serta mahalnya rapat dewan dalam bentuk waktu manajerial, biaya perjalanan, *refreshment*, dan biaya rapat direksi yang semua itu dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Hasil ini juga didukung oleh penemuan Petchsakulwong dan Jaansakul

(2018) bahwa banyaknya waktu pertemuan dewan akan meningkatkan biaya manajemen sehingga mengurangi rasio profitabilitas.

Adapun hasil perbandingan model regresi dengan *expected return* (tabel 4.8), *board proses* tidak memiliki pengaruh terhadap *expected return* dan pada model regresi dengan *return* aktual (tabel 4.9) diperoleh hasil yang sama yaitu *board process* pun tidak berpengaruh terhadap *return* aktualnya. Selanjutnya perbandingan dari ketiga model ini memberikan informasi bahwa variabel Board process tidak konsisten terhadap *return* saham.

4.4.2 Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap Return Saham

Hasil pengujian ukuran dewan komisaris terhadap *return* saham diperoleh hasil yang negatif dan tidak signifikan. Hasil ini dapat diartikan bahwa besarnya jumlah dewan direksi akan memberikan dampak pengurangan nilai abnormal *return* meskipun tidak signifikan.

Hasil ini berbeda dengan hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini namun sesuai dengan penelitian yang sudah dilakukan oleh peneliti sebelumnya yaitu Yermack (1996), Sundgren dan Wells (1998), Jensen (1993), Connelly dkk (2012) dan Suhadak (2019), yang menyatakan bahwa semakin banyak personil yang menjadi dewan komisaris dapat berakibat pada makin buruknya kinerja yang dimiliki perusahaan. Hal tersebut dikarenakan dengan makin banyaknya anggota dewan komisaris maka badan ini akan mengalami kesulitan dalam menjalankan

perannya, diantaranya kesulitan dalam komunikasi dan koordinasi antar anggota dewan komisaris.

Pada model dengan *expected return* (tabel 4.8), ukuran dewan komisaris tidak memiliki pengaruh yang signifikan dan hasil yang sama pun diperoleh pada model dengan *return* aktual (tabel 4.9) bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* aktual. Selanjutnya perbandingan dari ketiga model ini memberikan informasi bahwa variabel ukuran dewan komisaris konsisten terhadap *return* saham yaitu tidak berpengaruh signifikan baik terhadap *return* aktual, *expected return*, maupun *abnormal return*.

4.4.3 Pengaruh Ukuran Direksi Terhadap Return Saham

Hasil pengujian ukuran direksi terhadap *return* saham menunjukkan nilai yang negatif dan sejalan dengan hipotesis dalam penelitian ini namun tidak signifikan. Hal ini dapat diartikan bahwa penambahan ukuran dewan akan berdampak negatif atau memberikan penurunan nilai *abnormal return* namun penurunan nilai tersebut tidak signifikan.

Menurut Erkens dkk (2012), Gil dan Obradovich (2012), Connelly dkk (2012) dan Suhadak, dkk (2019) mengungkapkan bahwa hubungan negative ukuran dewan direksi disebabkan oleh banyaknya jumlah dewan direksi akan memperpanjang komunikasi yang mengakibatkan lamanya pengambilan keputusan atas suatu masalah.

Adapun hasil perbandingan model regresi dengan *ekspected return* menunjukkan bahwa ukuran dewan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *ekspected return* (tabel 4.8) dan hasil yang sama pun diperoleh pada model dengan *return* aktual (tabel 4.9) bahwa ukuran direksi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* aktual. Selanjutnya perbandingan dari ketiga model ini memberikan informasi bahwa variabel ukuran direksi konsisten terhadap *return* saham yaitu tidak berpengaruh signifikan baik terhadap *return* aktual, *expected return*, maupun *abnormal return*.

4.4.4 Pengaruh Struktur Modal Terhadap *Return* Saham

Hasil pengujian struktur modal terhadap *return* saham menunjukkan nilai yang negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besarnya nilai struktur modal akan memberikan dampak yang berkebalikan atas *abnormal return* yaitu berkurangnya nilai *abnormal return*. Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini disebabkan peneliti cenderung menggunakan dasar pemahaman dan penelitian yang telah dilakukan oleh Mudjijah (2019), Hermuningsih (2013) dan Andawasatya (2017). Namun hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Kadek (2013) dan Tri Wahyuni (2013) bahwa perusahaan lebih banyak menggunakan hutang untuk pendanaan perusahaan sehingga dapat berpengaruh terhadap penurunan nilai perusahaan.

Adapun hasil perbandingan model regresi dengan *ekspected return* menunjukkan bahwa struktur modal tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *ekspected return* (tabel 4.8) dan hasil yang sama pun diperoleh pada model dengan *return* aktual (tabel 4.9) di mana struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* aktual. Selanjutnya perbandingan dari ketiga model ini memberikan informasi bahwa variabel struktur modal tidak konsisten terhadap *return* saham.

4.4.5 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Return Saham

Hasil pengujian kepemilikan manajerial terhadap *return* saham menunjukkan nilai yang negatif dan tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa peningkatan atas kepemilikan manajerial akan mengurangi nilai abnormal *return* walaupun tidak signifikan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Haruman (2008) bahwa besarnya nilai kepemilikan manajerial akan menurunkan nilai perusahaan dan berdampak pada *return* saham. Penurunan nilai ini diakibatkan karena tindakan oportunistik yang dilakukan oleh para pemegang saham manajerial.

Kepemilikan manajerial menginginkan pendapatan yang tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan investasi perusahaannya, sehingga apabila kepemilikan manajerial tinggi maka akan cenderung pasar bereaksi negatif yang menyebabkan nilai perusahaan turun.

Adapun hasil perbandingan model regresi dengan *ekspected return* menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang

signifikan terhadap *ekspected return* (tabel 4.8), namun pada model dengan *return* aktual (tabel 4.9) kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* aktual. Selanjutnya perbandingan dari ketiga model ini memberikan informasi bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak konsisten terhadap *return* saham.

4.4.6 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap *Return* Saham

Hasil pengujian kepemilikan institusional terhadap *return* saham menunjukkan nilai positif dan tidak signifikan. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini dan berarti bahwa besarnya jumlah kepemilikan institusional akan berdampak pada kenaikan nilai abnormal *return* meskipun tidak signifikan.

Positifnya nilai kepemilikan institusional dijelaskan dalam penelitian Jensen & Meckling (1976) bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu yang dapat digunakan untuk mengurangi agency conflict. Dengan kata lain, semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga agency conflict yang terjadi di dalam perusahaan akan semakin berkurang dan nilai perusahaan akan semakin meningkat. Hasil ini juga dibuktikan dalam penelitian Nuraina (2010) yang mengungkapkan hubungan positif kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Adapun hasil perbandingan model regresi dengan *ekspected return* menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh

yang signifikan terhadap *ekspected return* (tabel 4.8) dan hasil yang sama pun diperoleh pada model dengan *return* aktual (tabel 4.9) di mana kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* aktual. Selanjutnya perbandingan dari ketiga model ini memberikan informasi bahwa variabel kepemilikan institusional konsisten terhadap *return* saham yaitu tidak berpengaruh signifikan baik terhadap *return* aktual, *expected return*, maupun *abnormal return*.

4.4.7 Pengaruh *Cash holding* Terhadap *Return* Saham

Hasil pengujian *cash holding* terhadap *return* saham menunjukkan nilai negatif namun tidak signifikan. Hal ini berarti semakin besarnya nilai *cash holding* akan berbanding terbalik dengan meningkatnya nilai *abnormal return*.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Oritz-Molina dan Phillips (2014) bahwa perusahaan dengan kas yang tinggi kurang berisiko karena dengan banyaknya uang tunai akan memberikan likuiditas yang lebih besar, oleh karena itu *abnormal return* untuk perusahaan tersebut lebih rendah.

Adapun hasil perbandingan model regresi dengan *ekspected return* menunjukkan bahwa *cash holding* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *ekspected return* (tabel 4.8), namun hasil yang berbeda ditampilkan pada model dengan *return* aktual (tabel 4.9) bahwa *cash holding* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* aktual pada tingkat signifikansi 10%. Selanjutnya perbandingan dari ketiga

model ini memberikan informasi bahwa variabel *cash holding* tidak konsisten terhadap *return* saham.

4.4.8 Pengaruh *Goodwill* Terhadap *Return* Saham

Hasil pengujian *goodwill* terhadap *return* saham menunjukkan kesimpulan sesuai dengan hipotesis yaitu negatif dan signifikan. Hal ini berarti besarnya nilai *goodwill* tidak memberikan pengaruh penambahan atas abnormal *return* melainkan penurunan nilai pada abnormal *return*. Hasil pengujian ini sesuai dengan penelitian Xin Liu dkk (2019) dan Wen He dkk (2019) bahwa nilai *goodwill* tidak memiliki reaksi pada pasar saham, selain itu nilai *goodwill* tidak dapat diobservasi dan sulit untuk dievaluasi.

Adapun hasil perbandingan model regresi dengan *ekspected return* menunjukkan bahwa *Goodwill* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *ekspected return* (tabel 4.8) dan hasil yang sama pun diperoleh pada model dengan *return* aktual (tabel 4.9) di mana *Goodwill* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* aktual. Perbandingan dari ketiga model ini memberikan informasi bahwa variabel *goodwill* tidak konsisten terhadap *return* saham.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis variabel arsitektur keuangan, *cash holding* dan *goodwill* terhadap *return* saham dengan menggunakan pendekatan Fama French *five factor model*. Sampel data yang digunakan adalah data panel dengan tahun observasi dari tahun 2015 sampai tahun 2018 pada 25 perusahaan yang termasuk dalam indeks *kompas 100*.

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis data, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Arsitektur keuangan (*financial architecture*) terdiri dari *Corporate Governance* (Dewan Komisaris, Dewan Direksi, dan *Board Process*), Struktur Modal, dan Struktur Kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Pada model dengan *abnormal return* terdapat dua variabel yaitu *Board Process* dan Struktur Modal yang memiliki pengaruh signifikan, sementara variabel lainnya tidak berpengaruh signifikan. Adapun model dengan *expected return* diperoleh hasil pada variabel kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang signifikan, sementara pada model dengan *return* aktual tidak terdapat variabel dari arsitektur keuangan yang berpengaruh secara signifikan. Selain itu, ditemukan bahwa variabel Dewan Komisaris, Dewan Direksi dan kepemilikan institusional pada perbandingan model menunjukkan hasil

yang secara konsisten tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

2. Cash Holding tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham yang diukur menggunakan model dengan *abnormal return*. Adapun pada model dengan *expected return*, *Cash holding* juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan, namun pada model dengan *return* aktual diperoleh hasil bahwa *Cash Holding* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* aktual. Perbandingan model ini juga memberikan informasi bahwa *cash holding* memiliki hasil yang tidak konsisten terhadap *return* saham.
3. Goodwill memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap *return* saham menggunakan model dengan *abnormal return*. Adapun model dengan *expected return* dan *return* aktual, *goodwill* tidak berpengaruh secara signifikan. Perbandingan model ini juga memberikan informasi bahwa *goodwill* memiliki hasil yang tidak konsisten terhadap *return* saham.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil analisis dan kesimpulan dapat diberikan saran sebagai berikut:

1. Bagi Peneliti selanjutnya:
 - Diharapkan memperluas observasi penelitian baik dari segi jumlah perusahaan yang digunakan maupun jumlah tahun observasi.

- Memperluas variabel bebas yang relevan dalam mengungkapkan return saham.
 - Mengkaji kembali kesesuaian model *expected return 5-factor* di Indonesia dalam mengungkapkan *return* saham perusahaan-perusahaan di Indonesia.
 - Rentan periode penelitian agar dibagi menjadi per triwulan, kuartal atau semester.
2. Bagi investor yang akan menanamkan investasinya pada suatu perusahaan sebaiknya harus benar-benar teliti dalam menganalisis saham sehingga mendapatkan keuntungan sesuai dengan yang diharapkan. Arsitektur keuangan, *cash holding* dan *goodwill* meskipun beberapa variabel tidak signifikan dalam mengungkapkan return saham baik menggunakan model dengan *abnormal return*, *expected return*, maupun *return* aktual namun tetap dapat dijadikan acuan karena ketiadaan pengaruh yang signifikan itu memberikan informasi kepada investor terkait variabel analisis yang sebaiknya tidak menjadi titik fokus pertimbangan dalam menentukan saham perusahaan mana yang akan dibeli.

DAFTAR PUSTAKA

- Acaravci, Kakilli,S., & Karaomer,Y., (2017). Fama-French Five Factor Model: Evidence From Turkey. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 7(6)
- Andawasatya, R., Indrawati, N. K., & Aisjah, S. (2017). The Effect Of Growth Opportunity, Profitability, Firm Size To Firm Value Through Capital Structure (Study At Manufacturing Companies Listed On The Indonesian Stock Exchange). *Imperial Journal of Interdisciplinary Research*, 3(2), 1887-1894.
- Ang, & Robert, (1997). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Indonesia: Mediasoft,
- Ang,T.C.C, Lam, F.Y.E.C, Ma,T.,dkk, (2019). What Is The Real Relationship Between Cahs Holdings And Stock Returns?. *International Review Of Economics And Finance*, 64, 513-528
- Bates,T.W., Kahle,K.M., & Stulz,R.M., (2009). Why Do U.S Firms Hold So Much More Cash Than They Used To?. *The Journal Of Finance*, 65, 1985-2021
- Belkaoui, & Ahmed,R., (1993). *Accounting Theory*. Florida: Harcourt Brace Company.
- Black,F., Jensen,M.C., & Scholes,M., (1972). *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Test. In Studies In The Theory Of Capital Markets*. New York: Praeger
- Cahyaningdyah, (2017). Trade Off Theory Dan Kecepatan Penyesuaian Ke Arah Target Leverage. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 9(2), 69-79
- Chen,K.C.W., Chen,Z., & Wei,K,CJ., (2004). *Corporate Governance, Agency Costs And Expected Stock Return: Evidence From Analysts' Earnings Forecasts*. Hong Kong University Of Science & Technology.
- Connelly,J.T., Limpaphayom,P., & Nagarajan, N.J., (2012). Form Versus Substance: The Effect Of Ownership Structure And Corporate Governance On Corporate Value In Thailand. *Journal Of Ranking & Finance*, 36(6), 1722-1742
- Damodaran,A., (2006), *Damodaran On Valuation*. New York: John Wiley And Sons
- Daniri,M.A., (2005). *Good Corporate Governance: Konsep Dan Penerapannya Di Indonesia*. Jakarta: Ray Indonesia.

- Erkens,D.H., Hung,M., & Matos,P., (2012). Corporate Governance In The 2007-2008 Financial Crisis: Evidence From Financial Institutions Worldwide. *Journal Of Corporate Finance*, 18(2), 389-411
- Fama,E.F. & Frech, K.R., (1992). The Cross Section of Expected Stock Retrun. *The Journal of Finance*, 67(2), 427-464
- Fama,E.F. & Frech, K.R., (1995). Size And Book To Market Factors In Earning And Returns. *Journal Of Finance*, 50 (1), 131-155
- Fama,E.F., & French,K.R., (2015). A Five-Factor Asset Pricing Model. *Journal Of Financial Economics*, 116: 1-22
- Fahmi,I., (2012). *Analisis Kinerja Keuangan*. Bandung: Alfabeta,.
- Fuenzalida,D., dkk, (2013). Good Corporate Governance: Does It Pay In Peru?. *Journal Of Business Research*, 66(10), 1758-1770
- Ghazouani,T., (2013). The Capital Structure Through The Trade Off Theory: Evidence From Tunisian Firm. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 3(3), 625-636
- Ghozali, I., (2006). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*.
- Gil,A., & Obradovich,J.,(2012). The Impact Of Corporate Governance And Financial Leverage On The Value Of American Firms. *International Research Journal Of Finance And Economics*, Issue 91(2012),46-56
- Gill,A., & Shah,C., (2012). Determinants Of Corporate Cash Holding: Evidence From Canada. *International Journal Of Economics And Fonance*, 4(1), 70-79
- Gujarati, D. N., & Porter, D. (2009). *Basic Econometrics* Mc Graw-Hill International Edition.
- He,W.,dkk, (2019). Goodwill and price crash risk: An International Study, Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3496064
- Hartono,J., (2010). *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE
- Hadi, Sutrisno, (2006). *Analisis Regresi*. Yogyakarta: Andi Offset
- Hariato,F., & Siswanto,S., (1998). *Perangkat & Teknik Analisis Investasi Di Pasar Modal*. Jakarta
- Haruman,T., (2008). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan Dan Nilai Perusahaan Survey Pada Perusahaan Manufaktur Di PT. Bursa Efek Indonesia. *SNA XI: Ikatan Akuntan Indonesia*

- Hermuningsih,S., (2013). Profitabilitas, Growth Opportunity, Capital Structure And The Firm Value. *Bulletin Of Monetary, Economics And Banking*. 16(2), 127-148.
- Hidayanti,E., & Sunyoto,S.,(2012). Amortisasi Goodwill. *WIGA: Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, 2(1), 36637.
- Hill,C.W.L., & Deeds,D.L., (1996). The Importance Of Industry Structure For The Determination Of Firm Profitability: A Neo-Austrian Perspective. *Journal Of Management Studies*, 33(4), 429-451.
- Ivashkovskaya,I., & Stevanova,A. (2011). Does Strategic Corporate Performance Depend On Corporate Financial Architecture? Empirical Study Of European, Russian And Other Emerging Market's Firms. *Journal Of Management And Governance*, 15(40), 603-616
- Jauhar, (2014). *Pengaruh Corporate Governance, Intellectual Capital Terhadap Financial Performance Dan Form Value (Studi Pada Perusahaan Sektor Perbankan Yang Terdaftar Di BEI Jakarta Tahun 2008-2012)*. (Desertasi). Fakultas Ilmu Administrasi, Universitas Brawijaya, Malang.
- Jensen,M., (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, And The Failure Of Internal Control Systems. *Journal Of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen,M.C., & Meckling,W., (1976). The Theory Of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3, 305-360
- Kadek,A., (2013). *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal Dan Profitabilitas Pada Nilai Perusahaan*. Tesis, Denpasar, Program Pascasarjana Universitas Udayana.
- Kokoreva,M., & Stepanova,A.,(2013). Financial Architecture and Corporate Performance: Evidence from Russia. Research Paper No.WP BRP, Higher School of Economics.
- KNKG, (2006). *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia, Kometa Nasional Kebijakan Governance*. Jakarta
- Li,E.X.N., Li,H., Wang,S., & Yu,C., (2019). Macroeconomic Risks And Asset Pricing: Evidence From A Dynamic Stochastic General Equilibrium Model. *Manajemen Science*, 65, 3585-3604
- Li,D., (2011). Financial Constraints, R&D Investment, And Stock Return. *Review Of Financial Studies*, 24, 2974-3007
- Lintner,J., (1965). The Valuation Of Risk Assets And The Selection Of Risky Investments In Stock Portfolios And Capital Budgets. *Review Of Economics And Statistics*, 47(1), 13-37

- Liu,X., Yin,C., & Zheng,W., (2019), The Invisible Burden: Goodwill And The Cross Section Of Stock Return, Available At SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3292675
- Marx,R.N., (2013). The Other Side of Value: The Gross Profitability Premium. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 1-28
- McGahan,A.M., & Porter,M.E., (1997). How Much Does Industry Matter, Really?. *Strategic Management Journal*, 18, 15-30.
- Myers,S.C.,(1999). Financial Architecture. *European Financial Management*, 5(2), 133-141
- Maryanah, & Amilin, (2011) Pengaruh Corporate Governance Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntabilitas*.
- Mudjijah,S., Khalid,Z., & Astuti,D.A.S., (2019). Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Yang Dimoderasi Variabel Ukuran Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*. 8(1)
- Nasution,M., & Setiawan,D., (2007). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Manajemen Laba Di Industri Perbankan Indonesia. Simposium Nasional Akuntansi X Makassar.
- Nuraina, E. (2010). *Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI)*. Disertasi, Sebelas Maret University.
- Ortiz-Molina,H., & Phillips,G.M., (2014). Real Asset Illiquidity And The Cost Of Capital. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 48, 1-32
- Pakekong,M.I., Murni,S., & Rate,V.P., (2019). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Asuransi Yang Terdaftar Di BEI Periode 2012-2016. *Jurnal EMBA*, 7(1), 611-620
- Palazzo,B., (2012), Cash Holding, Risk , And Expected Return. *Journal Of Financial Economic*, 104, 162-185
- Petchsakulwong,P., & Jansakul,N., (2018). Board Of Directors And Profitability Ratio Of Thai Non-Life Insurers. *Kasetsart Journal Of Social Science*, 39(1), 122-128.
- Peters,R.H., & Taylor,L.A., (2017). Intangible Capital And The Investment-Q Relation. *Journal Of Financial Economics*, 123(2), 251-272

- Rani, N., Yadav,S.S., & Jain,P.K., (2013). Impact Of Corporate Governance Score On Abnormal Returns Of Merger And Acquisitions. *Procedia Economics And Finance*, 5, 637-646
- Rahma, Alfiarti., (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Keputusan Pendanaan Dan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Periode 2009-2012). *Jurnal Bisnis Strategi*, 23(2)
- Schwartz-Ziv,M., & Weisbach,W., (2013). What Do Boards Really Do? Evidence From Minuters Of Board Meetings. *Journal Of Financial Economic*, 108(2), 349-366.
- Soebiantoro,S., (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9(1), 41-48.
- Sutrisno, (2017). *Manajemen Keuangan: Teori Konsep & Aplikasi*. Yogyakarta: Ekonisia
- Siegel,J.G., & Shim,J.K., (2005), *Kamus Istilah Akuntansi*. (Kurdi,M., Penerj). Jakarta: Elex Media Komputindo
- Suhadak, Rahayu,S.M., & Handayani,S.R., (2019). GCG, Financial Architecture On Return, Financial Performance And Corporate Value. *International Journal Of Productivity And Performance Management*
- Sundgren,S., dkk, (1998). Larger Board Size And Decreasing Firm Value In Small Firms. *Journal Of Financial Economics*, 48(1), 35-54.
- Singh, & Sudhir, (2012). Investor Irrational And Self-Defeating Behavior: Insights From Behavioral Finance. *Journal Of Global Business Management*, 8(1), 116-122
- Sharpe,W.F., (1964). Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk. *Journal Of Finance*, 19(3), 425-442
- Srimindarti,C., (2004). Balance Scorecard Sebagai Alternative Untuk Mengukur Kinerja. *Fokus Ekonomi*, 3(1)
- Sudiyatno, Bambang, & Irsad,M., (2011). Menguji Model Tiga Factor Fama Dan French Dalam Mempengaruhi Return Saham Studi Pada Saham LQ45 Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*, 18(2)
- Sutrisno, Bambang, & Ekaputra,I.A., (2016). Uji Empiris Model Asset Pricing Lima Factor Fama-French Di Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 20(3)

- Sujoko, & Soebiantoro,U., (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Internal Dan Eksternal Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 9
- Safitri,R., Hadjaat,M., & Nadir,M., (2018). Pengaruh Faktor Fundamental Terhadap Return Saham Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen Mulawarman*, 3(3)
- Sukandar,P.P., & Rahardja,R. (2014). Pengaruh Ukuran Dewan Direksi Dan Dewan Komisaris Serta Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Consumer Good yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2012). *Diponegoro Journal of Accounting*, 689-695.
- Suwito, E., & Herawaty, A. (2005). Ukuran Perusahaan, Rasio Profitabilitas Perusahaan, Rasio Leverage Operasi Perusahaan, Net Profit Margin Perusahaan terhadap Tindakan Perataan Laba yang Dilakukan oleh Perusahaan yang Terdaftar di BEJ. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VI, Solo, September*, 65-78.
- Tandelilin,E., (2001). *Analisis Investasi Dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta:BPFE
- Titman,S., Wei,K.C., & Xie,F., (2004). Capital Investments and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 677-700.
- Tursoy,T., Gunsel,N., & Rjoub,H., (2008). Macroeconomic Factors, the APT and the Istanbul Stock Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, (22), 51-57.
- Vefas,N., (1999a). Board Meeting Frequency and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142.
- Vefas,N., (1999b). The Nature Of Board Nominating Committees And Their Role In Corporate Governance. *Journal Of Business Finance & Accounting*, 26(1),199-225.
- Wahyuni,T., dkk., (2013). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Di Sektor Property, Real Estate & Building Construction Yang Terdaftar Di BEI Periode 2008-2012. *Jurnal Ilmiah Universitas Surayaba*, 2(1)
- Wardhani, Ratna., (2006). Mekanisme Corporate Governance Dalam Perusahaan Yang Mengalami Masalah Keuangan. *SNAIX: Ikatan Akuntan Indonesia*
- Wijaya,A., Dewi, & Mahatma,S., (2013). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 4(2), 358-372

- Wang,D., & Ong,C.H., (2005), Board Structure, Process And Performance: Evidence From Public-Listed Companies In Singapore, *Corporate Governance An International Review*, 13(2), 277-290
- Wijaya, Citra,S.,Murhadi, W.R.,& Utami,M., (2017). Analisis Fama French Five Factor Model Dan Tree Factor Model Dalam Menjelaskan Return Portofolio Saham. Universitas Surabaya
- Yermack, David., (1996). Higher Market Valuation Of Companies A Small Board Of Directors. *Journal Of Financial Economics*, 40, 185-202
- Yuniarti, C., 2014. *Pengaruh Good Corporate Govenance Terhadap Kinerja Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan High Profile Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2013*. Skripsi. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta
- Yuniati,M., Raharjo,K., & Oemar,A., (2016), Pengaruh Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang Profitabilitas Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2014, *Journal Of Accounting*, 2(2)



LAMPIRAN 1

Daftar Perusahaan Yang Menjadi Sampel Penelitian

No	Kode Saham	Name	Sektor
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	Agriculture
2	ADRO	Adaro Energy Tbk.	Mining
3	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk	Mining
4	ASII	Astra International Tbk.	Misc Industry
5	BHIT	MNC Investama Tbk.	Trade, Service & Investment
6	BWPT	Eagle High Plantations Tbk.	Agriculture
7	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Chemical Industry
8	ESSA	Surya Esa Perkasa Tbk.	Mining
9	HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.	Consumer Goods
10	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	Consumer Goods
11	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	Consumer Goods
12	ISAT	Indosat Tbk.	Infrastructure & Transportation
13	JPFA	JAPFA Comfeed Indonesia Tbk	Chemical Industry
14	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk.	Infrastructure & Transportation
15	KLBF	Kalbe Farma Tbk.	Consumer Goods
16	LPKR	Lippo Karawaci Tbk.	Property & Construction
17	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.	Infrastructure & Transportation
18	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	Mining
19	SCMA	Surya Citra Media Tbk.	Trade, Service & Investment
20	TBIG	Tower Bersama Infrastructure Tbk.	Infrastructure & Transportation
21	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.	Infrastructure & Transportation
22	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk.	Infrastructure & Transportation
23	UNTR	United Tractors Tbk.	Trade, Service & Investment
24	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	Consumer Goods
25	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.	Property & Construction
26	WSKT	Waskita Karya (Persero) Tbk.	Property & Construction

LAMPIRAN 2

Data regresi expected return dengan 5-faktor model

No	Perusahaan	Tahun	Ri	Riskprem	SMB	HML	RMW	CMA
1	ADRO	2015	-0,48500	-0,2068849	32,0400953	2,8	0,0450346	0,0304718
2	ADRO	2016	2,22857	0,0876764	32,1041793	0,9	0,0899885	0,0661820
3	ADRO	2017	0,09735	0,1549323	32,1562609	0,9	0,1311063	0,0534618
4	ADRO	2018	-0,50408	-0,1127778	32,2584105	1,6	0,1109866	0,1075492
5	ANTM	2015	-0,70516	-0,2068849	31,0440433	2,4	-0,0786633	0,3770900
6	ANTM	2016	1,72036	0,0876764	31,0316028	0,9	0,0035204	-0,0123634
7	ANTM	2017	-0,21875	0,1549323	31,0326942	1,2	0,0073824	0,0010919
8	ANTM	2018	4,01639	-0,1127778	31,1367704	0,2	0,0442989	0,1096851
9	ASII	2015	-0,23567	-0,2068849	33,1340533	0,5	0,1233907	0,0398598
10	ASII	2016	0,28295	0,0876764	33,1988120	0,4	0,1308164	0,0669016
11	ASII	2017	0,04403	0,1549323	33,3201839	0,5	0,1478996	0,1290447
12	ASII	2018	-0,03235	-0,1127778	33,4737275	0,5	0,1569828	0,1659586
13	BHIT	2015	-0,38078	-0,2068849	31,6046560	3,4	-0,0250869	0,1187798
14	BHIT	2016	0,03846	0,0876764	31,6436665	3,7	0,0350919	0,0397814
15	BHIT	2017	-0,36170	0,1549323	31,6656831	5,6	0,0217846	0,0222607
16	BHIT	2018	-0,52066	-0,1127778	31,6638798	8,1	0,0385845	-0,0018017
17	BWPT	2015	-0,61127	-0,2068849	30,5022575	1,5	-0,0272662	0,0780836
18	BWPT	2016	0,58382	0,0876764	30,4193819	0,7	-0,0625243	-0,0795343
19	BWPT	2017	-0,47414	0,1549323	30,4030564	1,1	-0,0388299	-0,0161929
20	BWPT	2018	-0,27434	-0,1127778	30,4137623	1,1	-0,0797678	0,0107634
21	CPIN	2015	-0,34260	-0,2068849	30,8372134	0,3	0,1458909	0,1832229
22	CPIN	2016	-0,07623	0,0876764	30,8175801	0,3	0,1571918	-0,0194419
23	CPIN	2017	-0,03226	0,1549323	30,8306160	0,3	0,1591991	0,0131212
24	CPIN	2018	1,09420	-0,1127778	30,9504703	0,2	0,2347194	0,1273326
25	ESSA	2015	-0,38318	-0,2068849	28,9745663	15,8	0,0266030	1,2040295
26	ESSA	2016	0,08000	0,0876764	29,8273126	18,1	0,0007347	1,3460811
27	ESSA	2017	0,46667	0,1549323	30,0397773	1,3	0,0103509	0,2367224
28	ESSA	2018	0,09524	-0,1127778	30,2253820	1,0	0,1609795	0,2039463
29	HMSP	2015	0,48499	-0,2068849	31,2688894	1,8	0,3236909	0,3393192
30	HMSP	2016	-0,07488	0,0876764	31,3807199	0,1	0,3734374	0,1183233
31	HMSP	2017	0,22857	0,1549323	31,3954964	0,1	0,3714285	0,0148862
32	HMSP	2018	-0,24286	-0,1127778	31,4726736	0,1	0,3828927	0,0802335
33	ICBP	2015	-0,07069	-0,2068849	30,9104509	0,4	0,1783831	0,0662545
34	ICBP	2016	0,18685	0,0876764	30,9949301	0,2	0,1962778	0,0881502
35	ICBP	2017	0,05952	0,1549323	31,0847956	0,2	0,1743316	0,0940271
36	ICBP	2018	0,19771	-0,1127778	31,1681224	0,2	0,2051680	0,0868969
37	INDF	2015	-0,31457	-0,2068849	32,1509768	0,9	0,0860242	0,0685678
38	INDF	2016	0,27823	0,0876764	32,0398663	0,6	0,1198620	-0,1051601
39	INDF	2017	-0,03785	0,1549323	32,1076701	0,7	0,1090167	0,0701552

40	INDF	2018	-0,03871	-0,1127778	32,2009557	0,8	0,0994024	0,0977753
41	ISAT	2015	0,34310	-0,2068849	31,6453934	0,4	-0,0877180	0,0400654
42	ISAT	2016	0,17808	0,0876764	31,5596791	0,4	0,0899798	-0,0821436
43	ISAT	2017	-0,25581	0,1549323	31,5561783	0,6	0,0878759	-0,0034947
44	ISAT	2018	-0,69502	-0,1127778	31,6039433	1,3	-0,1718043	0,0489241
45	JPFA	2015	-0,28652	-0,2068849	30,4735711	0,9	0,0858446	0,0908450
46	JPFA	2016	0,97959	0,0876764	30,5885855	0,6	0,2316885	0,1218896
47	JPFA	2017	-0,25926	0,1549323	30,6797665	0,7	0,1064867	0,0954673
48	JPFA	2018	0,47260	-0,1127778	30,7681674	0,4	0,2205818	0,0924259
49	JSMR	2015	-0,27431	-0,2068849	31,2344784	0,3	0,1066567	0,1527001
50	JSMR	2016	-0,24694	0,0876764	31,6107088	0,5	0,1103539	0,4567828
51	JSMR	2017	0,51659	0,1549323	32,0029062	0,4	0,1140370	0,4802298
52	JSMR	2018	-0,24912	-0,1127778	32,0428323	0,7	0,1008214	0,0407339
53	KLBF	2015	-0,29223	-0,2068849	30,2481554	0,2	0,1881185	0,1010630
54	KLBF	2016	0,13483	0,0876764	30,3540262	0,2	0,1886163	0,1116782
55	KLBF	2017	0,16552	0,1549323	30,4414016	0,2	0,1765687	0,0913063
56	KLBF	2018	-0,08709	-0,1127778	30,5294826	0,2	0,1632774	0,0920766
57	LPKR	2015	-0,08810	-0,2068849	31,3525265	1,0	0,0541383	0,0944179
58	LPKR	2016	-0,09820	0,0876764	31,4510096	1,3	0,0555998	0,1034958
59	LPKR	2017	-0,33605	0,1549323	31,6700664	3,3	0,0286998	0,2449020
60	LPKR	2018	-0,53818	-0,1127778	31,5391648	5,5	0,0677693	-0,1226959
61	PGAS	2015	-0,45644	-0,2068849	32,1262909	0,6	0,1332402	0,2662249
62	PGAS	2016	0,18087	0,0876764	32,1508913	0,6	0,0973391	0,0249055
63	PGAS	2017	-0,39236	0,1549323	32,0767185	1,0	0,0463722	-0,0714888
64	PGAS	2018	-0,18774	-0,1127778	32,3756803	0,9	0,1138823	0,3484582
65	PTBA	2015	-0,60220	-0,2068849	30,4579822	4,5	0,2193379	0,1404089
66	PTBA	2016	1,80899	0,0876764	30,5529332	1,8	0,1918430	0,0996050
67	PTBA	2017	0,06034	0,1549323	30,7214944	0,5	0,3295099	0,1836007
68	PTBA	2018	0,26471	-0,1127778	30,8162547	0,3	0,3147638	0,0993952
69	SCMA	2015	-0,11429	-0,2068849	29,1496507	0,1	0,4457323	-0,0386251
70	SCMA	2016	0,03704	0,0876764	29,2039220	0,1	0,4078214	0,0557710
71	SCMA	2017	-0,10145	0,1549323	29,3147884	0,1	0,2991216	0,1172457
72	SCMA	2018	-0,30483	-0,1127778	29,4455570	0,2	0,2890566	0,1397040
73	TBIG	2015	-0,36658	-0,2068849	30,7577672	0,3	0,9083673	0,0347457
74	TBIG	2016	-0,20952	0,0876764	30,7931263	0,4	0,8012803	0,0359916
75	TBIG	2017	0,29798	0,1549323	30,8734488	0,5	0,7343706	0,0836365
76	TBIG	2018	-0,41463	-0,1127778	31,0022316	1,1	0,1909552	0,1374430
77	TLKM	2015	0,09717	-0,2068849	32,7440505	0,3	0,2495719	0,1794102
78	TLKM	2016	0,19162	0,0876764	32,8218145	0,3	0,2763966	0,0808675
79	TLKM	2017	0,14729	0,1549323	32,9217296	0,3	0,2916347	0,1050771
80	TLKM	2018	-0,06015	-0,1127778	32,9598483	0,3	0,2299941	0,0388545
81	TOWR	2015	0,21483	-0,2068849	30,6951925	0,8	0,3861003	0,2425987
82	TOWR	2016	-0,20356	0,0876764	30,8509047	1,5	0,2841697	0,1684898
83	TOWR	2017	0,14286	0,1549323	30,5629334	0,9	0,2957186	-0,2502169

84	TOWR	2018	-0,07008	-0,1127778	30,7647580	0,2	0,2738682	0,2236334
85	UNTR	2015	-0,05307	-0,2068849	31,7535546	0,6	0,0711444	0,0236079
86	UNTR	2016	0,22126	0,0876764	31,7897671	0,5	0,1197617	0,0368762
87	UNTR	2017	0,62014	0,1549323	32,0409315	0,4	0,1614147	0,2855214
88	UNTR	2018	-0,29692	-0,1127778	32,3870309	0,6	0,2015473	0,4135431
89	UNVR	2015	0,03280	-0,2068849	30,3865873	0,1	1,2122164	0,1014851
90	UNVR	2016	0,05722	0,0876764	30,4491623	0,1	1,3584867	0,0645743
91	UNVR	2017	0,35680	0,1549323	30,5705223	0,1	1,3539603	0,1290313
92	UNVR	2018	-0,16544	-0,1127778	30,6026128	0,1	1,2020698	0,0326110
93	WIKI	2015	-0,29503	-0,2068849	30,6066734	0,4	0,1292740	0,2316812
94	WIKI	2016	-0,08986	0,0876764	31,0681177	0,6	0,0917810	0,5863634
95	WIKI	2017	-0,39689	0,1549323	31,4527643	1,1	0,0926826	0,4690951
96	WIKI	2018	-0,20433	-0,1127778	31,7124493	1,2	0,1204335	0,2965216
97	WSKT	2015	-0,00102	-0,2068849	31,0424695	0,4	0,1079522	1,4166011
98	WSKT	2016	0,46974	0,0876764	31,7488410	0,5	0,1080931	1,0266243
99	WSKT	2017	-0,13672	0,1549323	32,2149244	0,8	0,1846453	0,5937399
100	WSKT	2018	-0,40636	-0,1127778	32,4544556	1,3	0,1599179	0,2706534



LAMPIRAN 3

Data Regresi Model Dengan Abnormal Return

No	Perusahaan	Tahun	AR	BP	UK	UD	CS	KM	KI	CH	GW
1	ADRO	2015	-0,023	8	5	7	0,7771	0,1319	0,7923	0,1179	30,1538
2	ADRO	2016	2,352	11	5	7	0,7228	0,1333	0,7728	0,1651	29,9978
3	ADRO	2017	0,156	10	5	7	0,6654	0,1192	0,8202	0,1771	30,0061
4	ADRO	2018	-0,210	11	4	5	0,6410	0,1240	0,7953	0,1314	30,0727
5	ANTM	2015	-0,431	24	6	6	0,6573	0,0026	0,8293	0,2664	25,3459
6	ANTM	2016	1,747	21	6	6	0,6287	0,0026	0,8988	0,2543	25,3459
7	ANTM	2017	-0,222	29	6	6	0,6232	0,0007	0,8884	0,1849	25,3459
8	ANTM	2018	4,090	37	6	6	0,6873	0,0007	0,8941	0,1291	25,3459
9	ASII	2015	0,215	34	11	10	0,9397	0,0368	0,9393	0,1104	28,3111
10	ASII	2016	0,529	31	12	11	0,8716	0,0400	0,9526	0,1121	28,3111
11	ASII	2017	0,239	32	12	9	0,8912	0,0400	0,9306	0,1068	28,3019
12	ASII	2018	0,353	33	10	10	0,9770	0,0497	0,9578	0,0731	29,1151
13	BHIT	2015	0,071	12	6	7	1,3342	0,0590	0,6839	0,0755	28,9897
14	BHIT	2016	0,296	12	5	6	1,2883	0,0496	0,8126	0,0653	28,9812
15	BHIT	2017	-0,022	12	6	6	1,3467	0,0496	0,8150	0,0478	29,1038
16	BHIT	2018	0,139	12	6	7	1,3032	0,0460	0,8274	0,0403	29,1049
17	BWPT	2015	-0,440	12	5	5	1,6402	0,0022	0,6859	0,0712	27,7749
18	BWPT	2016	0,569	15	4	3	1,5968	0,0097	0,6859	0,0080	27,7749
19	BWPT	2017	-0,553	16	5	5	1,5866	0,0198	0,7464	0,0053	27,7749
20	BWPT	2018	-0,145	24	5	5	1,7874	0,0226	0,7470	0,0013	27,7749
21	CPIN	2015	-0,350	12	5	7	0,9486	0,0023	0,9204	0,0674	26,0674
22	CPIN	2016	-0,237	12	4	7	0,7097	0,0022	0,9892	0,1035	26,8209
23	CPIN	2017	-0,244	12	3	7	0,5616	0,0032	0,9920	0,0731	26,8209
24	CPIN	2018	0,982	12	3	6	0,4257	0,0004	0,9955	0,1014	26,8209
25	ESSA	2015	0,014	4	4	5	0,5175	0,1026	0,5909	0,0406	26,5124
26	ESSA	2016	0,536	7	4	5	2,1827	0,0381	0,5535	0,1358	26,4861
27	ESSA	2017	0,237	12	4	5	2,8772	0,1698	0,6249	0,0485	26,4978
28	ESSA	2018	-0,054	12	4	5	1,8559	0,2398	0,6063	0,1140	26,5644
29	HMSP	2015	0,459	12	6	8	0,1872	0,0000	0,9818	0,0452	24,8246
30	HMSP	2016	-0,359	12	5	8	0,2438	0,0000	0,9880	0,1189	24,8246
31	HMSP	2017	-0,069	12	5	8	0,2647	0,0000	0,9888	0,1739	24,8246
32	HMSP	2018	-0,375	12	6	8	0,3180	0,0000	0,9881	0,3330	24,8246
33	ICBP	2015	-0,052	14	6	9	0,6208	0,0000	0,9962	0,2883	27,9845
34	ICBP	2016	-0,010	18	6	9	0,5622	0,0000	0,9962	0,2897	27,9845
35	ICBP	2017	-0,150	12	6	9	0,5557	0,0000	0,9973	0,2782	27,9845
36	ICBP	2018	0,157	19	6	8	0,5135	0,0000	0,9978	0,1375	28,2053
37	INDF	2015	0,016	15	8	10	1,1296	0,0157	0,9847	0,1424	29,0114
38	INDF	2016	0,397	19	8	10	0,8701	0,0157	0,9846	0,1626	29,0114
39	INDF	2017	0,012	19	8	10	0,8768	0,0157	0,9820	0,1549	29,0095
40	INDF	2018	0,209	18	8	9	0,9340	0,0166	0,9798	0,0913	29,0944

41	ISAT	2015	0,702	21	10	5	3,1759	0,0000	0,9975	0,0654	27,9322
42	ISAT	2016	0,219	22	10	4	2,5860	0,0000	0,9977	0,0364	27,9958
43	ISAT	2017	-0,270	24	10	4	2,4195	0,0000	0,9972	0,0331	28,0990
44	ISAT	2018	-0,291	29	10	5	3,3786	0,0000	0,9886	0,0197	28,0827
45	JPFA	2015	-0,248	7	4	5	1,8086	0,0000	0,5795	0,0525	24,9737
46	JPFA	2016	0,700	12	5	5	1,0539	0,0107	0,6298	0,1403	24,9737
47	JPFA	2017	-0,458	12	6	5	1,3043	0,0153	0,6298	0,0823	24,9737
48	JPFA	2018	0,364	12	6	5	1,2554	0,0143	0,6409	0,0472	25,2610
49	JSMR	2015	-0,173	47	6	6	1,9692	0,0067	0,9850	0,0905	24,4573
50	JSMR	2016	-0,353	50	6	6	2,2744	0,0039	0,9432	0,0771	24,4573
51	JSMR	2017	0,416	46	6	6	3,3135	0,0164	0,9865	0,0868	24,4573
52	JSMR	2018	-0,021	45	6	6	3,0803	0,0232	0,9718	0,0721	24,4573
53	KLBF	2015	-0,417	25	7	5	0,2522	0,0093	0,5669	0,1985	26,4044
54	KLBF	2016	-0,171	23	7	5	0,2216	0,0093	0,5651	0,1902	26,4044
55	KLBF	2017	-0,155	27	7	6	0,1959	0,0093	0,5678	0,1676	26,4044
56	KLBF	2018	-0,203	24	7	6	0,1864	0,0809	0,5697	0,1738	26,4044
57	LPKR	2015	0,128	38	8	8	1,1847	0,0000	0,9475	0,0445	26,9630
58	LPKR	2016	-0,049	43	6	8	1,0658	0,0000	0,9583	0,0713	26,9630
59	LPKR	2017	-0,191	37	5	7	0,9013	0,0000	0,9358	0,0447	27,0931
60	LPKR	2018	-0,044	16	4	7	0,9555	0,0000	0,9426	0,0365	27,0931
61	PGAS	2015	-0,239	58	6	6	1,1487	0,0007	0,9856	0,1748	24,6958
62	PGAS	2016	0,299	32	6	6	1,1558	0,0006	0,9737	0,1908	24,8531
63	PGAS	2017	-0,242	50	6	5	0,8985	0,0000	0,9495	0,1394	24,7731
64	PGAS	2018	0,018	63	5	4	1,4796	0,0000	0,9441	0,1657	24,9112
65	PTBA	2015	-0,478	44	6	6	0,8190	0,0083	0,8647	0,1844	25,3490
66	PTBA	2016	1,634	17	6	6	0,7604	0,0034	0,8815	0,1978	25,3490
67	PTBA	2017	-0,339	33	6	6	0,5933	0,0017	0,8681	0,1617	25,3490
68	PTBA	2018	0,084	30	6	6	0,4858	0,0011	0,8829	0,2607	25,3490
69	SCMA	2015	-0,594	30	5	4	0,3376	0,0308	0,9810	0,1502	26,8323
70	SCMA	2016	-0,624	35	5	5	0,3010	0,0308	0,9832	0,0943	26,8484
71	SCMA	2017	-0,718	34	5	5	0,2225	0,0308	0,9875	0,0434	27,0316
72	SCMA	2018	-0,716	30	5	5	0,2029	0,0308	0,9852	0,1351	27,0316
73	TBIG	2015	-0,943	34	5	5	13,3322	0,0121	0,9715	0,0130	27,0756
74	TBIG	2016	-0,888	34	4	5	13,5432	0,0128	0,9796	0,0155	27,0043
75	TBIG	2017	-0,361	35	4	5	7,0362	0,0128	0,9807	0,0159	26,7464
76	TBIG	2018	-0,431	39	4	5	6,9123	0,0128	0,9732	0,0076	26,7838
77	TLKM	2015	0,332	47	7	8	0,7786	0,0043	0,9703	0,1692	27,1956
78	TLKM	2016	0,248	48	7	8	0,7018	0,0090	0,9771	0,1657	27,1956
79	TLKM	2017	0,157	57	7	8	0,7701	0,0049	0,9771	0,1267	27,1956
80	TLKM	2018	0,203	59	7	8	0,7578	0,0082	0,9910	0,0846	27,1956
81	TOWR	2015	0,009	12	3	7	3,2733	0,0000	0,9805	0,1822	26,6181
82	TOWR	2016	-0,440	12	3	7	2,1522	0,0000	0,9815	0,1546	26,6181
83	TOWR	2017	-0,117	12	3	7	1,6421	0,0209	0,9803	0,1252	25,7525
84	TOWR	2018	-0,267	12	3	7	1,8581	0,0735	0,9761	0,0420	26,6101

85	UNTR	2015	0,215	31	6	6	0,5724	0,0006	0,9424	0,2497	26,8095
86	UNTR	2016	0,253	35	6	7	0,5014	0,0006	0,9485	0,3041	26,8095
87	UNTR	2017	0,540	37	6	7	0,7305	0,0004	0,9567	0,2532	26,8095
88	UNTR	2018	-0,196	35	6	7	1,0382	0,0532	0,9813	0,1156	28,6942
89	UNVR	2015	-0,873	19	4	8	2,2585	0,0010	0,9892	0,0399	24,8492
90	UNVR	2016	-1,139	21	5	9	2,5597	0,0001	0,9889	0,0223	24,8492
91	UNVR	2017	-0,878	22	5	9	2,6546	0,0000	0,9903	0,0214	24,8492
92	UNVR	2018	-1,070	21	6	9	1,5762	0,0001	0,9885	0,0180	24,8492
93	WIKA	2015	-0,338	39	7	7	2,6046	0,0589	0,9551	0,1306	22,3016
94	WIKA	2016	-0,304	43	6	6	1,4880	0,0089	0,9503	0,2981	22,3016
95	WIKA	2017	-0,533	52	6	6	2,1222	0,0609	0,9045	0,2463	22,3016
96	WIKA	2018	-0,087	27	7	7	2,4405	0,0096	0,8983	0,2359	22,3016
97	WSKT	2015	-0,272	35	6	6	2,1233	0,4669	0,7729	0,1818	27,9608
98	WSKT	2016	0,232	30	7	6	2,6621	0,3252	0,7729	0,1734	28,1680
99	WSKT	2017	-0,267	28	6	6	3,3022	0,3641	0,9531	0,0622	28,4356
100	WSKT	2018	-0,181	44	7	7	3,3061	0,0348	0,9045	0,0872	28,3221



LAMPIRAN 4

Uji Glejser Expected Return 5-Faktor Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.703303	1.810711	1.492951	0.1388
RISKPREM	0.130687	0.338565	0.386003	0.7004
SMB	-0.072180	0.057256	-1.260658	0.2106
HML	-0.012851	0.023095	-0.556425	0.5792
RMW	-0.385810	0.193694	-1.991854	0.0493
CMA	-0.037520	0.215563	-0.174056	0.8622

LAMPIRAN 5

Uji Chow Metode WLS/GLS Pada Expected Return 5-Faktor Model

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.692925	(24,70)	0.0464

LAMPIRAN 6

Uji Glejser Pada Model Regresi Dengan Expected Return

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.104342	0.950344	1.162045	0.2493
BP	0.001400	0.001390	1.007829	0.3172
UK	-0.038161	0.014606	-2.612768	0.0111
UD	0.044101	0.015815	2.788565	0.0069
CS	-0.023805	0.009273	-2.567074	0.0125
KM	0.043964	0.334033	0.131617	0.8957
KI	-0.500989	0.372785	-1.343909	0.1835
CH	-0.024425	0.165711	-0.147398	0.8833
GW	-0.038833	0.034778	-1.116592	0.2682

LAMPIRAN 7

Uji Chow Metode WLS/GLS Pada Model Regresi Dengan Expected Return

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.636540	(24,67)	0.0000

LAMPIRAN 8

Uji Glejser Pada Model Regresi Dengan Return Aktual

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.797260	0.868179	0.918313	0.3609
BP	-0.007955	0.004124	-1.928790	0.0569
UK	0.008080	0.030428	0.265547	0.7912
UD	-0.063876	0.031872	-2.004146	0.0480
CS	-0.018074	0.025099	-0.720100	0.4733
KM	1.005918	1.354443	0.742680	0.4596
KI	4.165865	1.427803	2.917676	0.0044
CH	0.548901	0.646990	0.848392	0.3984
GW	-0.000647	0.033554	-0.019275	0.9847

LAMPIRAN 9

Uji Chow Metode WLS/GLS Pada Model Regresi Dengan Return Aktual

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.470928	(24,67)	0.1101