

---

## PENGARUH KUALITAS TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP KOS KAPITAL SAHAM SYARIAH DI BURSA EFEK INDONESIA

Uswatun Hasanah

Universitas Jenderal Soedirman

Corresponding author: [uswatun.hasanah@unsoed.ac.id](mailto:uswatun.hasanah@unsoed.ac.id)

**Abstract:** *Corporate governance (CG) is a key differentiating factor that influences a company's readiness to enter the capital market, including the ASEAN integrated capital market. CG is also a measure for investors to participate in creating shareholder value, both for companies consisting of Islamic and conventional stocks. Shareholder value can be created through the influence of CG on the cost of capital (CoC). This study aims to examine the differences in the quality of corporate governance of Islamic and conventional stock issuers, as well as examine the effect of the quality of corporate governance on the cost of capital of Islamic stocks and conventional stocks. This study uses a sample of companies from all non-financial industries listed on the IDX which were selected using a purposive sampling technique. Data analysis uses panel data and hypothesis testing uses the t test. The test results show that 1) the quality of corporate governance of issuers of Islamic stocks is statistically better than the quality of corporate governance of conventional stock issuers, and 2) the effect of corporate governance on the cost of capital of issuers of Islamic stocks is statistically not stronger than the effect of corporate governance on cost of capital of conventional stock issuers. Thus, this study contributes to the corporate governance literature and the Islamic capital market literature.*

**Keywords:** *corporate governance, shareholder value, ACGS, CoC, Islamic stocks*

### PENDAHULUAN

Tata kelola perusahaan (*corporate governance/CG*) menjadi faktor kunci pembeda yang mempengaruhi kesiapan perusahaan agar dapat memasuki pasar modal, termasuk di pasar modal integrasi ASEAN. CG juga menjadi ukuran investor untuk berpartisipasi dalam penciptaan nilai perusahaan. Standar CG perusahaan di ASEAN akan menjadi prioritas utama dalam upaya penguatan daya saing global dan meningkatkan visibilitas ASEAN sebagai kelas asset (ADB, 2014).

Nilai perusahaan (*shareholder value*) dapat tercipta melalui pengaruh CG terhadap kos kapital (*cost of capital/CoC*). Pengukuran kos kapital merupakan pendekatan alternatif untuk menguji hubungan antara CG dengan nilai perusahaan (Ramly dan Rashid, 2010; Bozec dan Bozec, 2011). Sejumlah literatur menunjukkan bukti secara empiris bahwa implementasi tata kelola perusahaan berpengaruh negatif terhadap kos kapital saham perusahaan yang terdaftar di pasar modal (Claessens, 2006; Chen, Chen, dan Wei, 2009; Tarjo, 2010; Rebecca dan Siregar, 2012; Tran, 2014; Zhu, 2014). Walaupun begitu, nilai perusahaan yang tercipta dari pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kos kapital saham dari literatur tersebut masih terbuka untuk penelitian lebih lanjut.

Setidaknya terdapat dua hal yang perlu dicermati dari literatur terdahulu: 1) ukuran kualitas tata kelola perusahaan masih bervariasi, dan 2) pengaruh pada kos kapital yang diteliti hanya saham konvensional. Pertama, biasanya peneliti menilai tata kelola perusahaan yang baik berdasarkan mekanisme atau atribut tata kelola yang dimiliki perusahaan. Padahal, cakupan tata kelola perusahaan memuat dimensi yang komprehensif, jika dikaitkan dengan prinsip tata kelola menurut praktik terbaik (*best practices*) yang diakui secara internasional. Sebagai alternatif, kualitas tata kelola seharusnya diukur menggunakan pemeringkatan, yaitu indeks atau skor (*score*) agar seluruh dimensi praktik tata kelola terbaik dapat direfleksikan dari indeks tersebut (Bozec dan Bozec, 2011; Regalli dan Soana, 2012; Ramly, 2012). Beberapa peneliti di Indonesia menggunakan indeks persepsi yang dikeluarkan institusi independen yang sesuai dengan kualifikasi pasar modal di negara ini. Pemerintah melalui Otoritas Jasa Keuangan (OJK) bekerjasama dengan institusi terkait telah menerbitkan pedoman tata kelola perusahaan yang

---

sesuai dengan ASEAN CG Scorecard (ACGS), dalam rangka menuju integrasi pasar modal ASEAN. Untuk itu dibentuk pula lembaga riset yang bertugas menghitung skor tata kelola perusahaan di Indonesia (yaitu *Indonesian Institute for Corporate Directorship*, IICD). Walaupun demikian, masih sedikit peneliti yang menggunakan ACGS untuk memprediksi kos kapital (Rebecca dan Siregar, 2012). Padahal, ACGS merupakan alternatif pengukuran kualitas tata kelola perusahaan yang sesuai untuk memasuki integrasi pasar modal ASEAN.

Kedua, riset yang sudah ada pada waktu itu hanya memprediksi pengaruh tata kelola terhadap modal (*cost of equity capital*) saham konvensional atau kos hutang (*cost of debt*) saja secara terpisah, belum memperhitungkan dampaknya terhadap kos kapital yang terdiri dari kos ekuitas dan kos hutang emiten saham syariah, khususnya di pasar modal syariah Indonesia. Misalnya, riset oleh Juniarti dan Nurmala (2012), menggunakan indeks persepsi tata kelola perusahaan/*corporate governance perception index* (CGPI) di Indonesia. Akan tetapi dihubungkan hanya dengan kos hutang (*cost of debt*) pada perusahaan emiten saham konvensional. Kos kapital bukan sekedar tingkat bunga saja, namun, mengandung unsur faktor keuangan lainnya seperti yang terefleksi dari model *weighted average cost of capital*/WACC (Simmons-Süer, 2015). Oleh karena itu dalam penelitian ini menggunakan WACC untuk mengukur kos kapital emiten saham syariah dan saham konvensional.

Keterbatasan riset yang memprediksi pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kos modal atau kos hutang saja adalah ketidaktepatan pengukuran kos kapital sebagai alternatif penilaian perusahaan. Apabila kos kapital hanya diprosikan kos modal saja, ataupun kos hutang saja, maka dikhawatirkan tidak bisa menggambarkan kos kapital secara utuh, melainkan hanya parsial saja. Apalagi belum banyak peneliti yang menguji pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kos kapital saham syariah, yaitu rata-rata berbobot (WACC) dari kos modal (*cost of equity capital*) dan kos hutang (*cost of debt*) perusahaan emiten saham syariah. Padahal, seiring perkembangan pasar modal syariah di Indonesia, banyak perusahaan yang mendaftarkan diri sebagai emiten saham syariah, tetapi belum diketahui apakah pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital emiten saham syariah berbeda dengan saham konvensional. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital saham syariah.

Sebagai syarat sahamnya dapat diperdagangkan di pasar modal syariah, emiten wajib masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan OJK dan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Terdaftarinya saham emiten dalam DES setelah melalui sejumlah *screening* (seleksi) dapat dipandang sebagai signal bahwa perusahaan bukan hanya memiliki tata kelola yang baik, tetapi juga telah mengimplementasikan tata kelola yang lebih baik daripada perusahaan emiten saham konvensional. Semakin tinggi kualitas tata kelola perusahaan, semakin rendah kos kapitalnya, pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan (Bozec dan Bozec, 2011). Walaupun investor menuntut return yang tinggi, kos kapital yang rendah menunjukkan tingkat minimum pengembalian yang diminta investor atas investasinya pada perusahaan, sehingga memotivasi perusahaan untuk menambah modal dari bursa efek, baik saham maupun obligasi.

Perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang baik, mampu mengurangi asimetri informasi antara pemangku kepentingan (*stakeholders*) dengan manager, sehingga menikmati rendahnya kos kapital. Menurut teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976), dalam hubungan prinsipal (*principals*) dan agen (*agent*) terdapat konflik kepentingan yang disebabkan asimetri informasi antara pemangku kepentingan (selaku prinsipal) dengan manager (selaku agen). Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa tata kelola perusahaan yang baik menjadi jaminan kembalian (*return*) investasi bagi investor.

Tata kelola perusahaan berkaitan dengan pembagian kekuasaan dan tanggung jawab, sehingga risiko pengelolaan perusahaan dapat diperkecil. Selain itu, tata kelola perusahaan yang baik diperlukan untuk meningkatkan pasar yang efisien, transparan dan konsisten dengan peraturan-peraturan yang ada (KNKG, 2006). Tata kelola perusahaan yang didukung semangat

---

menjalankan usaha tanpa melanggar prinsip syariah, akan selalu mengutamakan kepentingan orang lain (pemangku kepentingan) dibandingkan kepentingan sendiri (manager). Melalui keikutsertaan dalam pemeringkatan tata kelola dan penyaringan (*screening*) saham syariah, perusahaan atau emiten memberi signal bahwa tata kelola perusahaan telah dijalankan secara transparan, sesuai peraturan yang ada secara konsisten, serta sesuai prinsip syariah. Dengan demikian return saham syariah lebih terjamin.

Pasar yang sedang berkembang (*emerging market*) memiliki karakteristik berbeda dengan pasar di negara maju, sehingga praktik tata kelola perusahaan di *emerging market* juga khas (Claessens dan Yurtoglu, 2013). Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia berawal pada tahun 1997, sebagai bagian dari BEI (*Indonesia Stock Exchange/IDX*), dan aturan pengelolannya berdasarkan fatwa DSN-MUI tentang prinsip syariah dan mekanisme perdagangan pada tahun 2011. Perbedaan saham syariah dan konvensional terletak pada emiten saham yang bidang usahanya harus sesuai prinsip syariah. Label syariah yang ditempelkan pada instrumen pasar modal, memberikan jaminan keamanan bagi investor dengan tingkat religiusitas tinggi, yang selalu memperhatikan kehalalan usahanya. Pengaruh religiusitas terhadap kos pendanaan modal (*equity financing*) telah diuji secara empiris dalam penelitian El Ghouli et al. (2012) dan menunjukkan bahwa lingkungan tempat kedudukan perusahaan yang lebih religius menikmati kos pendanaan modal yang lebih rendah.

Dalam konteks lingkungan pasar modal syariah, tingkat religiusitas investor dan emiten akan menentukan ekuilibrium return ekspektasian atas saham syariah pada titik minimum meskipun kos monitoring rendah, sehingga risiko lebih kecil dan kos kapital perusahaan emiten saham syariah akan lebih rendah dari saham konvensional. Dengan demikian, prospek saham syariah cukup menjanjikan, mengingat Indonesia merupakan negara muslim terbesar di dunia. Berdasarkan data dari BEI, pertumbuhan investor saham syariah selama periode Januari-Oktober 2014 sebesar 190,7%, lebih tinggi dari pertumbuhan tahun 2013 sebesar 51% (IDX, 2015). Hal ini bisa menjadi insentif perusahaan untuk memenuhi permintaan pasar, di samping untuk memperbaiki struktur modalnya, dengan menyediakan instrumen perdagangan di pasar modal syariah, baik berupa saham biasa maupun obligasi syariah. Perusahaan perlu menghitung kos kapital atas bauran efek (surat berharga) yang dipasarkan agar dapat menyesuaikan dengan kemampuan perusahaan ketika harus membayar dividen saham maupun imbal hasil obligasi. Secara intuitif, di luar pertimbangan lain, perusahaan emiten dapat membandingkan kos kapital saham syariah dengan saham konvensional untuk memutuskan apakah akan masuk dalam DES atau tidak di satu sisi, dan di sisi lain investor dapat memutuskan untuk berinvestasi pada saham syariah atau tidak.

Chen et al. (2009) menyatakan bahwa mekanisme tata kelola perusahaan digunakan untuk mengurangi kos keagenan sehingga dapat menurunkan kos kapital. Pemangku kepentingan dapat mengurangi biaya monitoring perusahaan dengan membagi tanggung jawab pengelolaan perusahaan kepada fungsi-fungsi dalam struktur tata kelola yang baik. Dengan demikian risiko perusahaan menjadi lebih kecil sehingga kos kapital juga mengecil. Informasi mengenai kos kapital, walaupun sulit dihitung, dapat dijadikan acuan dalam menilai risiko investasi dan nilai perusahaan (yaitu semakin kecil kos kapital, risiko kecil dan nilai perusahaan tinggi), sehingga merupakan signal bagi investor untuk membeli, menahan atau menjual saham. Begitu pula pengungkapan sukarela yang tersirat dalam kualitas penerapan tata kelola perusahaan, maupun pengumuman terdapatnya saham perusahaan dalam DES, merupakan informasi yang dianggap berita baik (*good news*) sehingga akan mempengaruhi keputusan investor (Tarjo, 2010). Semakin tinggi kualitas tata kelola perusahaan mendorong semakin banyak informasi yang diungkapkan perusahaan kepada publik. Informasi dan pengungkapan ini akan berpengaruh pada kos kapital (Botosan, 2000; Easley dan O'Hara, 2004; Christensen, de la Rosa, dan Feltham, 2010; Clinch dan Lombardi, 2011). Literatur terdahulu masih menggunakan latar belakang (*setting*) konvensional, masih sedikit yang mengaitkan dengan prinsip pasar modal syariah sebagai pasar yang sedang berkembang. Apabila perusahaan emiten saham

---

syariah dipandang memiliki pengungkapan informasi yang lebih banyak dari emiten saham konvensional, termasuk *voluntary disclosure*, patut diduga bahwa pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital saham syariah lebih kuat daripada saham konvensional. Pertanyaan yang muncul kemudian adalah, apakah kualitas tata kelola perusahaan emiten saham syariah lebih baik dari emiten saham konvensional? Apakah pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital saham syariah lebih kuat daripada pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital saham konvensional?

Penelitian ini bertujuan menguji perbedaan kualitas tata kelola perusahaan emiten saham syariah dan konvensional, serta menguji pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital saham syariah dan saham konvensional, agar dapat menjadi pertimbangan bagi emiten sekaligus investor yang ingin berpartisipasi dalam pasar modal syariah. Mengingat pemerintah Indonesia melalui OJK sedang mempromosikan pasar modal syariah di Bursa Efek Indonesia. Pasar modal syariah di Indonesia bukan merupakan pasar yang berdiri sendiri, melainkan memiliki mekanisme pencatatan serta perdagangan efek yang sama dengan pasar modal konvensional. Namun demikian, saham yang diperdagangkan harus sesuai dengan fatwa DSN-MUI tentang prinsip syariah dan mekanisme perdagangan (Fatwa No. 80/DSN-MUI/III/2011). Di samping itu, Indonesia menjadi tolok ukur keberhasilan (*benchmark*) bagi negara-negara ASEAN. Keberhasilan Indonesia menghidupkan pasar modal syariah untuk meningkatkan kinerja pasar modal Indonesia secara keseluruhan, akan mengantarkan pada perkembangan pasar modal regional ASEAN. Menghadapi era masyarakat ekonomi ASEAN (MEA), Indonesia telah bersepakat bersama Malaysia, Singapura, Thailand, Philipina, dan Vietnam untuk membuka pasar modal terintegrasi, yaitu *ASEAN Capital Market Forum (ACMF)*. Namun, pasar modal Indonesia masih tertinggal dari Singapura dan Thailand. Kendala yang dihadapi adalah terkait rendahnya rata-rata nilai transaksi efek harian. Hal ini dapat diatasi dengan meningkatkan jumlah emiten dan jumlah investor, misalnya melalui pengelolaan pasar modal syariah. Tata kelola perusahaan menjadi daya tarik bagi investor untuk berinvestasi di pasar modal, adanya dewan syariah dalam struktur tata kelola emiten saham syariah dipandang lebih baik dalam tata kelola perusahaan dibandingkan emiten saham konvensional, sedangkan kos kapital yang lebih kecil menjadi pertimbangan emiten untuk memperoleh manfaat dari pasar modal, saham syariah dan obligasi dengan sistem bagi hasil tanpa bunga tetap (*riba*) menghasilkan kos kapital rata-rata berbobot yang lebih kecil bagi dibandingkan saham konvensional dan obligasi yang menjanjikan return yang tetap.

Studi ini berkontribusi pada literatur tata kelola perusahaan dan literatur pasar modal syariah melalui 1) menggunakan pengukuran kualitas tata kelola perusahaan berupa peringkatan dari *IICD Corporate Governance Conference and Award* yang dilaksanakan oleh *Indonesian Institute Corporate Directorship* sesuai dengan *ASEAN Corporate Governance Scorecard*, baik untuk emiten saham syariah maupun saham konvensional, dan 2) menunjukkan perbedaan pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital emiten saham syariah dan konvensional dalam konteks pasar modal Indonesia. Dengan demikian kemanfaatan hasil studi ini dapat memberi tilikan (*insight*) bagi peneliti, pengambil keputusan investasi, serta badan regulasi pasar modal terkait.

## LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan besar memilih untuk mengungkapkan informasi yang lebih banyak dengan tujuan, 1) sebagai upaya mengurangi biaya keagenan, 2) dapat menanamkan modal pada berbagai jenis usaha, 3) lebih mudah memasuki pasar modal, dan 4) memperoleh pinjaman bank. Keempat tujuan tersebut dapat dicapai apabila perusahaan memiliki kualitas mekanisme tata kelola perusahaan yang baik. Definisi tata kelola perusahaan bervariasi sangat luas, sehingga dikelompokkan dalam dua kategori (Claessens dan Yortuglu, 2013). Pertama, tata kelola perusahaan dapat didefinisikan sebagai seperangkat pola berperilaku, yaitu perilaku aktual perusahaan, dalam ukuran seperti kinerja, efisiensi,

---

pertumbuhan, struktur keuangan, dan perlakuan terhadap pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya. Kedua, tata kelola perusahaan merupakan rerangka normatif, yaitu aturan dalam operasi perusahaan yang datang dari berbagai sumber seperti sistem legal, sistem yudisial, pasar modal, dan pasar faktor (tenaga kerja). Menurut La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer dan Vishny (2000), definisi tata kelola perusahaan adalah seperangkat mekanisme untuk melindungi investor luar dari tindakan ekspropriasi oleh pihak di dalam perusahaan. Jadi, tata kelola perusahaan meliputi mekanisme berdasarkan rerangka normatif yang mencakup perilaku aktual perusahaan dalam hal hak pemegang saham, perlakuan setara, peran pemangku kepentingan, pengungkapan dan transparansi, serta tanggung jawab dewan. Rerangka normatif ini mengikuti prinsip praktik terbaik secara internasional yang disepakati OECD.

Pengungkapan informasi akuntansi dan non-akuntansi (baik informasi mandatori maupun sukarela) melalui laporan tahunan, konten laman (*website*) perusahaan, dan sumber informasi lainnya, membantu pemangku kepentingan agar dapat memperoleh informasi mengenai tata kelola perusahaan. Menurut Suwardjono (2006: 583) teori pensignalan (*signalling theory*) melandasi pengungkapan yang dilakukan perusahaan di luar yang diwajibkan oleh standar akuntansi atau peraturan. Scott (2015: 503) mendefinisikan signal sebagai tindakan manager tipa tinggi yang dirasa tidak rasional bagi manager tipa rendah. Berbagai signal terkait akuntansi misalnya, proporsi laba ditahan ketika melakukan *Initial Public Offering* (IPO), kualitas audit, ramalan (*forecast*), struktur modal perusahaan, kebijakan deviden, kebijakan akuntansi, dan sebagainya. Investor akan mudah menangkap signal tersebut dan menggunakannya sebagai pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi. Namun, investor yang aktif akan mencari signal yang berupa informasi privat, yaitu informasi yang diperoleh dengan upaya tambahan, misalnya mendekati pihak yang diduga memiliki informasi dari dalam perusahaan ataupun menggunakan analisis keuangan, manager portofolio, dan ahli yang lain. Mengingat sumber informasi dari pihak di dalam perusahaan mengarah pada *insider trading* yang dilarang keras dalam pasar modal, investor akan mencari sumber informasi tambahan dari pihak lain yang terpercaya, misalnya dari badan pemeringkat tata kelola perusahaan, DSN-MUI, OJK maupun analisis saham syariah. Dengan demikian, selain memiliki tata kelola yang sesuai prinsip praktik terbaik, perusahaan emiten saham syariah memberi signal berupa jaminan kehalalan usaha dan tingkat returnnya (karena terdaftar dalam DES), sehingga pengungkapan informasi pada emiten saham syariah lebih banyak dari pada emiten saham konvensional.

Secara umum, tata kelola perusahaan emiten saham syariah dan konvensional tidak berbeda. Namun, perusahaan yang menerbitkan saham syariah, berarti secara sukarela (*voluntary*) telah mendaftarkan diri untuk mengikuti seleksi di badan regulator, dalam hal ini OJK dan DSN-MUI. Informasi pemeringkatan tata kelola perusahaan dan penerbitan saham syariah merupakan informasi privat yang dapat ditangkap investor sebagai berita baik (*good news*) dan meningkatkan kredibilitas manajemen perusahaan. Berdasarkan peraturan OJK, emiten saham syariah wajib mengungkapkan informasi tambahan dalam Prospektus bahwa: a) dalam anggaran dasar telah ditentukan kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip syariah di pasar modal, b) jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan, aset yang dikelola, akad, dan cara pengelolaan emiten tersebut tidak bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal, dan c) emiten memiliki anggota direksi dan komisaris yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip syariah.

DES adalah kumpulan efek yang tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal. Efek berupa saham yang diterbitkan oleh emiten atau perusahaan publik melalui dua tahap seleksi untuk dapat dikategorikan atau sesuai kriteria syariah, yaitu 1) *business screening* dan 2) *financial screening* (Islam, 2015). Tahap *business screening* meliputi pemilihan emiten berdasarkan jenis kegiatan usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Sedangkan, tahap kedua adalah menyeleksi saham yang lolos tahap pertama dengan mempertimbangkan rasio total hutang dibandingkan total aset tidak melebihi 45 persen, dan

---

rasio total pendapatan bunga dan total pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan total pendapatan usaha dan total pendapatan lainnya tidak lebih dari 10 persen.

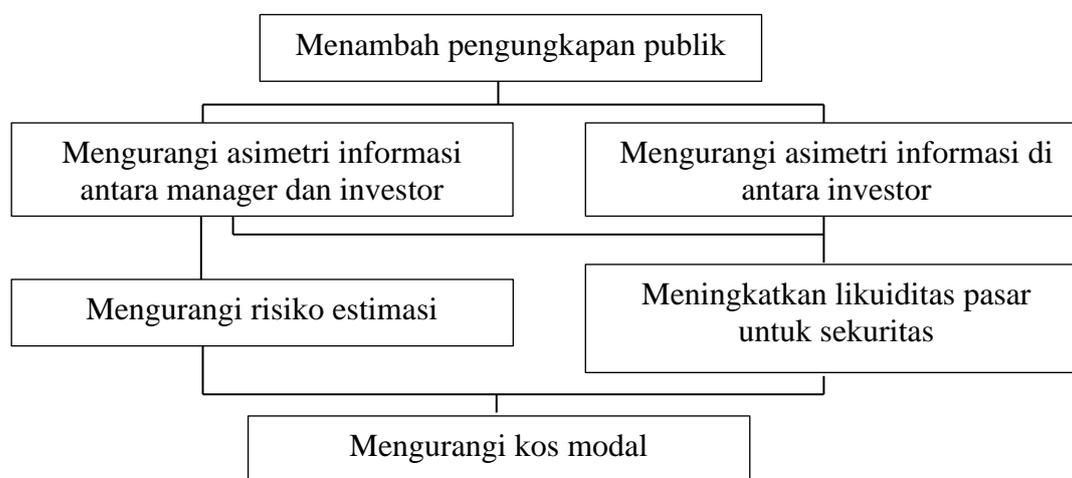
Adapun jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip syariah menurut keputusan ketua BAPEPAM LK No. KEP-181/BL/2009, peraturan No. IX.A.13 tentang penerbitan efek syariah antara lain:

1. Perjudian dan permainan yang tergolong judi.
2. Perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain: a) perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa; dan b) perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu.
3. Jasa keuangan ribawi, antara lain: a) bank berbasis bunga, dan b) perusahaan pembiayaan berbasis bunga.
4. Jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maisir*), antara lain asuransi konvensional.
5. Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan antara lain:
  - a) Barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*), misalnya mengandung unsur babi
  - b) Barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan DSN-MUI, misalnya diperoleh karena mencuri dan/atau
  - c) Barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat, misalnya minuman keras dan rokok.
6. Melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*)

Perusahaan yang secara sukarela menerbitkan saham syariah berkesempatan mengungkapkan lebih banyak informasi mengenai tata kelola perusahaan sehingga asimetri informasi lebih dapat diminimalisasi. Pengungkapan informasi mengenai adanya dewan syariah dan pengungkapan mengenai kehalalan operasional perusahaan, setidaknya merupakan informasi tambahan yang tidak ditemukan dalam perusahaan konvensional. Apabila dicermati lebih lanjut, prinsip penerapan tata kelola perusahaan secara umum sejalan dengan prinsip syariah, yaitu keterbukaan (*transparency*), akuntabilitas (*accountability*), pertanggungjawaban (*responsibility*), independensi (*independency*), dan kewajaran (*fairness*). Dengan demikian, emiten saham syariah telah menerapkan prinsip yang sama untuk dua tujuan sekaligus, yaitu mematuhi ketentuan syariah dan melaksanakan praktik tata kelola perusahaan yang baik.

Literatur akuntansi keuangan berargumen bahwa pengungkapan informasi berbasis-pasar berpusat pada manager. Alasannya adalah informasi tingkat tinggi yang dilepas dapat memperbaiki reputasi manager, menurunkan risiko estimasi investor, dan mengurangi kos kapital perusahaan (Scott, 2015:505). Prinsip keterbukaan dalam tata kelola perusahaanlah yang memungkinkan pelepasan informasi tingkat tinggi, seperti pengungkapan dewan komisaris, komite audit, hingga besaran remunerasi bagi dewan komisaris.

Botosan (2000) memaparkan bukti bahwa keuntungan akhir pengungkapan informasi yang lebih banyak di pasar modal adalah mampu menurunkan kos modal (*cost of equity capital*), sehingga menaikkan harga saham. Konsep ini, secara ringkas dapat digambarkan sebagai berikut:



Sumber: Christine A. Botosan (2000)

Gambar 1. Rerangka manfaat pengungkapan (*disclosure*)

Tarjo (2010) mengkaji secara teoretis dan menelaah berdasarkan bukti empiris dari literatur terdahulu. Terdapat dua pendapat mengenai pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kos kapital. Dalam hal ini transparansi pengungkapan pelaporan keuangan sebagai indikator tata kelola perusahaan. Pendapat pertama menyatakan bahwa peningkatan tingkat pengungkapan berhubungan negatif dengan kos kapital. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan tingkat pengungkapan mampu menaikkan permintaan sekuritas perusahaan dan harga pasar sehingga mengurangi kos kapital. Pendapat yang lain adalah terdapat hubungan positif antara tingkat pengungkapan dan kos kapital. Argumen tersebut didasari pemikiran bahwa peningkatan tingkat pengungkapan akan meningkatkan volatilitas dan berakibat meningkatkan risiko dan kos kapital. Penulis cenderung mengikuti pendapat pertama, karena hasil akhir tata kelola perusahaan yang baik adalah penciptaan nilai perusahaan yang diungkapkan secara luas kepada publik. Scott (2015:506-508) merangkum beberapa cara yang dapat ditempuh perusahaan agar mendapat manfaat atas pengungkapan superior: 1) meningkatkan kemampuan investor untuk melakukan diversifikasi, 2) meningkatkan likuiditas, dan 3) mengurangi risiko estimasi investor. Pengungkapan superior mencakup pengungkapan sukarela dan pengungkapan oleh pihak ketiga, misalnya analis maupun badan pemeringkat.

Tran (2014) menggunakan beberapa atribut tata kelola perusahaan, yaitu: kualitas informasi keuangan, struktur kepemilikan, dan struktur dewan. Pemisahan kepemilikan dan kontrol menyebabkan masalah keagenan. Kos keagenan merupakan pengorbanan untuk mengharmoniskan hubungan pemangku kepentingan (*shareholders* selaku prinsipal) dengan manager (selaku agen). Pengurangan asimetri informasi berdampak pada pengurangan kos keagenan dan pada akhirnya memperkecil kos kapital. Namun, pengukuran atribut tidak sama dengan pengukuran kualitas tata kelola, karena hanya memotret struktur tata kelola saja. Padahal tata kelola mencakup dimensi yang luas dan menyesuaikan prinsip praktik terbaik di regional tertentu, misalnya ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) maupun OECD. Metoda penskoran ACGS menjumlahkan skor level 1, yaitu indeks dari badan pemeringkat setempat (yaitu IICD di Indonesia), dan level 2 meliputi skor bonus dan penalti.

Rebecca dan Siregar (2012) meneliti pengaruh *Corporate Governance Index*, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional terhadap kos modal dan kos hutang di Indonesia. Hasilnya menunjukkan korelasi negatif antara tata kelola perusahaan dan kos modal dan kos hutang. Perusahaan yang terdaftar di bursa dengan indeks tata kelola perusahaan yang baik memiliki kos modal dan kos hutang lebih rendah. Hubungan negatif signifikan ini juga ditemukan dalam konteks Canada (Bozec dan Bozec, 2011), dan konteks internasional (Zhu, 2014).

---

Mazzota & Veltri (2014) menggunakan CG score sebagai indikator kualitas tata kelola, dan juga menggunakan pengukuran kos modal yaitu *Dividend Discounted Model* untuk konteks Italia. Hasilnya konsisten dengan penelitian lainnya, bahwa CG score berpengaruh signifikan pada kos modal. Hasil yang lebih menjelaskan hubungan kualitas tata kelola perusahaan dengan kos modal, diperoleh dari penelitian Ramly (2012), yang menemukan bahwa indeks tata kelola perusahaan komprehensif mampu mengurangi kos modal. Hasil ini mendukung penelitian Chen et al. (2009), bahwa tata kelola di tingkat perusahaan, yang diukur dengan indeks CLSA, berpengaruh negatif signifikan terhadap kos modal di pasar yang sedang berkembang. Pengaruh tersebut lebih besar pada negara yang relatif lemah perlindungan investornya. Lebih lanjut, pada pasar yang sedang berkembang, tata kelola tingkat perusahaan dan perlindungan investor tingkat negara saling bersubstitusi dalam mengurangi kos modal.

Rebecca & Siregar (2012) meneliti pengaruh *Corporate Governance Index*, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional terhadap kos modal dan kos hutang yang hasilnya mendukung literatur terdahulu untuk konteks Indonesia. Adapun Juniarti dan Natalia (2012), menggunakan indeks persepsi tata kelola perusahaan yang dikeluarkan badan pemerangkat tata kelola perusahaan di Indonesia sebagai ukuran kualitas tata kelola perusahaan untuk membuktikan adanya hubungan tata kelola perusahaan dengan kos hutang. Jadi, walaupun terdapat perbedaan hasil pengujian pengaruh tata kelola terhadap kos modal dari literatur terdahulu, penggunaan indeks untuk mengukur kualitas tata kelola perusahaan secara komprehensif masih relevan.

Baik teori keagenan maupun teori pensignalan, menekankan pentingnya informasi bagi pemangku kepentingan atau pelaku pasar. Begitu pula teori investasi, yang salah satu asumsinya adalah terdapat kondisi ketidakpastian (*uncertainty*) dalam investasi, sehingga dibutuhkan informasi untuk membuat keputusan investasi optimal. Perusahaan memiliki kesempatan investasi yang berbeda, sesuai dengan kinerja dan nilai perusahaan. Hal ini tercermin dari harga pasar saham perusahaan di pasar modal. Nilai perusahaan biasanya diukur menggunakan ukuran kinerja pasar maupun akuntansi. Secara alternatif, nilai tercipta ketika perusahaan menikmati pengurangan kos modal (Ramly dan Rashid, 2010). Kos modal adalah tingkat diskonto yang digunakan untuk mencapai return minimum yang diproyeksikan atau dengan kata lain, tingkat pengembalian dari dana yang diharapkan. Terdapat dua pendekatan untuk mengestimasi kos modal (Botosan, 2000). Pertama, pendekatan tradisional menggunakan model yang tidak mengakomodasi peran informasi dan tanpa memperhitungkan hasil yang diestimasi. Misalnya CAPM yang mendefinisikan return ekspektasian sebagai jumlah tingkat risiko bebas ekspektasian dan beta pasar estimasian perusahaan dan premium risiko pasar ekspektasian. Menurut Botosan (2000), CAPM berasumsi bahwa variasi dari beta pasar saja yang menjelaskan perbedaan kos modal antar perusahaan. Kedua, model yang memasukkan informasi *forward-looking*, atau kos modal ekspektasian. Misalnya formula EBO yang digunakan Botosan (2000).

Teori pasar sekuritas efisien menyatakan bahwa harga saham memiliki properti yang menonjol (Scott, 2015: 120). Efisiensi pasar (*market efficiency*) berkaitan dengan sistem informasi atau mekanisme penyediaan informasi di pasar saham yang digunakan oleh pelaku pasar untuk menentukan harga saham (Suwardjono, 2006: 489). Jika pasar dikatakan efisien, maka harga saham merefleksikan secara penuh (*fully reflect*) informasi yang tersedia secara publik atau sinyal tertentu yang ditangkap semua pelaku pasar saham sehingga tercipta ekuilibrium baru.

Pasar modal syariah Indonesia memperdagangkan saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) maupun Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), merupakan pasar yang efisien (Adhinegara, 2015). Terbukti dari pergerakan saham JII selama periode pengamatan mengikuti pola acak (*random walk*), sesuai asumsi teori pasar efisien. Hal ini membatasi investor untuk mendapatkan keuntungan yang konsisten dengan cara spekulasi. Artinya, perdagangan saham JII tidak melanggar prinsip syariah. Selaras dengan kondisi pasar efisien, untuk memprediksi saham syariah dapat menggunakan analisis model CAPM (Isnurhadi, 2014), karena model ini terbukti

---

cukup akurat dalam memprediksi return saham syariah dan konvensional (diwakili indeks LQ45).

Sebagaimana telah dijelaskan mengenai ketentuan saham syariah, emiten saham syariah bukan hanya perusahaan yang secara jelas menyebutkan landasan usaha syariah dalam anggaran dasarnya, namun, bisa jadi perusahaan konvensional, tetapi usaha yang dijalankan tidak melanggar prinsip syariah dan lolos seleksi DES. Emiten saham syariah memiliki rasio total pendapatan bunga per total aset tidak melebihi 45 persen, dan rasio total pendapatan bunga dan total pendapatan tidak halal lainnya per total pendapatan usaha dan total pendapatan lainnya tidak lebih dari 10 persen. Dengan demikian, dapat diduga bahwa emiten saham syariah, memiliki kualitas tata kelola perusahaan yang berbeda dengan emiten saham konvensional. Hal ini dikarenakan tata kelola perusahaan emiten saham syariah telah memenuhi aturan di pasar modal, dan juga memberi signal bahwa saham yang diterbitkannya tidak melanggar prinsip syariah. Signal tersebut ditangkap sebagai kejelasan informasi yang dapat mengurangi asimetri informasi, sekaligus berita baik bagi investor dan pasar modal Indonesia, sehingga harga saham dengan cepat menemukan ekuilibrium baru. Berbeda dengan emiten saham konvensional, informasi yang dimiliki investor terbatas pada kualitas tata kelola perusahaan saja, sehingga signal ini direspon investor, namun tidak lebih besar dari saham syariah. Dengan demikian kualitas tata kelola perusahaan emiten saham syariah lebih baik daripada emiten saham konvensional, dan tingkat pengaruh kualitas tata kelola perusahaan emiten saham syariah terhadap kos kapitalnya lebih kuat daripada tingkat pengaruh kualitas tata kelola perusahaan emiten saham konvensional terhadap kos kapital saham konvensional.

Tidak semua perusahaan dapat menjadi emiten saham syariah. Padahal, setiap perusahaan emiten saham di pasar modal disyaratkan memiliki kualitas tata kelola perusahaan yang baik. Emiten saham syariah telah melewati seleksi yang lebih ketat untuk berpartisipasi di pasar modal dibandingkan dengan emiten saham konvensional, sehingga patut diduga memiliki kualitas tata kelola perusahaan yang lebih baik. Adapun karakteristik investor muslim yang mengharapkan keamanan berinvestasi di pasar modal, yaitu tidak melanggar syariat Islam, akan lebih memilih investasi yang tidak berisiko tinggi dan berasal dari perusahaan emiten saham syariah yang tata kelolanya dianggap lebih baik. Dengan demikian dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut:

**H1.** *Kualitas tata kelola emiten saham syariah lebih baik daripada saham konvensional*

**H2.** *Pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kos kapital lebih kuat pada saham syariah dibandingkan saham konvensional*

## **METODA PENELITIAN**

### ***Pengambilan Sampel dan Pengumpulan Data***

Studi ini menggunakan sampel perusahaan seluruh industri non-keuangan yang terdaftar di BEI yang dipilih menggunakan teknik *purposive sampling*. Perusahaan non-keuangan mempunyai pilihan pendanaan aktivitas perusahaan yang bersumber dari saham maupun obligasi di pasar modal. Ketentuan syariah membatasi besarnya hutang berbasis bunga pada emiten saham syariah, sehingga perusahaan keuangan konvensional tidak mempunyai kesempatan lolos dalam seleksi DES. Oleh karena itu, semua perusahaan keuangan tidak disertakan untuk mendapatkan perbandingan yang proporsional antara emiten saham syariah dan saham konvensional. Sampel yang diikuti harus memenuhi kriteria: 1) perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI selama kurun waktu 2011-2015, 2) selalu menyampaikan laporan keuangan dan laporan tahunan dalam kurun waktu 2011-2015 dan memiliki *website*, 3) emiten saham syariah yang digunakan sebagai sampel adalah emiten yang terdaftar dalam ISSI selama periode 2011-2015 tanpa putus (tidak pernah dikeluarkan dari DES), sebaliknya saham konvensional adalah saham yang tidak pernah terdaftar dalam DES, 4) seluruh perusahaan sampel terdaftar dalam *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD). Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 35 emiten saham syariah dan 8 emiten saham konvensional.

Data mengenai kualitas tata kelola perusahaan emiten syariah dan konvensional diperoleh dari perhitungan skor ASEAN CG Scorecard, sedangkan data mengenai laporan keuangan diperoleh dari laporan tahunan perusahaan melalui laman IDX maupun OSIRIS, periode 2011-2015 (lima tahun).

**Definisi operasional dan Pengukuran Variabel**

1. Variabel independen yang digunakan adalah kualitas tata kelola perusahaan diukur menggunakan peringkatan berdasarkan pada ASEAN CG Scorecard (ACGS).

Instrumen penilaian terdiri dari 200 lebih pertanyaan yang mengacu pada prinsip-prinsip CG yang dikembangkan oleh OECD yang meliputi: 1) hak-hak pemegang saham; 2) perlakuan yang setara terhadap pemegang saham; 3) peran pemangku kepentingan; 4) pengungkapan dan transparansi; dan 5) tanggungjawab dewan. Penggunaan scorecard ini disamping untuk meningkatkan praktik CG yang baik di Indonesia, juga dapat digunakan untuk membandingkan kinerja praktik tata kelola emiten di Indonesia dengan lima negara ASEAN lainnya.

Tabel 1. Pengukuran Skor ACGS

		Jumlah Pertanyaan	Bobot	Skor
Level 1	Bag. A	25	10	$ACGS = \sum \frac{\text{Jml Pertanyaan dijawab}}{\text{Total Pertanyaan}} \times \text{bobot}$
	Bag. B	18	15	
	Bag. C	22	10	
	Bag. D	41	25	
	Bag. E	74	40	
Level 2	Bonus	11	28	
	Penalti*	23	(50)	

\*Maksimal skor = 128, penalti menjadi pengurang skor

2. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kos kapital, yaitu tingkat minimum arus kas ekspektasian dari investor (kreditur) atas penanaman modal (hutang). Kos kapital terdiri dari kos modal (*cost of equity capital*) dan kos hutang (*cost of debt*). Kos modal (*rE*) dihitung menggunakan model estimasi CAPM (Bozec & Bozec, 2011):

$$rE = Rf + \beta [E(Rm) - Rf] \dots\dots\dots(1)$$

Implementasi CAPM membutuhkan tingkat bebas risiko *Rf*, estimasi sensitivitas return saham terhadap perubahan return pasar ( $\beta$ ), premium ekuitas yang merupakan selisih antara *expected excess return* dengan tingkat bebas risiko ( $E(Rm) - Rf$ ).

Kos hutang setelah pajak dihitung menggunakan rumus (Bandi, 2007):

$$CoD = kd(1-T) \dots\dots\dots(2)$$

*Kd* merupakan tingkat return yang diminta kreditur (yaitu total biaya bunga dibagi total hutang berbunga) dan *T* adalah besarnya pajak.

Rata-rata berbobot (weighted average) dihitung menggunakan rumus Bozec & Bozec (2010) yang disesuaikan:

$$WACC = wd \text{ CoD} + ws \text{ rE} \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan:

- WACC = *Weighted Average of Cost of Capital*  
 wd = bobot hutang (*weight of debt*)  
 kd = kos hutang sebelum-pajak (*cost of debt before tax*)  
 T = tingkat pajak marginal  
 CoD = kos hutang (*cost of debt*)  
 ws = bobot ekuitas biasa (*weight of common equity*)  
 rE = kos ekuitas biasa (*cost of common equity*)

Variabel kontrol yang digunakan dalam studi ini mengikuti riset terdahulu oleh Rebecca & Siregar (2012) dan Ramly (2012) terdiri dari ukuran perusahaan (SIZE), leverage (LEV), dan rasio market-to-book (MTB). Ukuran perusahaan (SIZE) menggunakan log total aset sebagai perhitungannya. Perusahaan besar berpotensi memperkecil risiko dan kos kapital, sehingga diharapkan kos kapital berkorelasi negatif dengan SIZE. Leverage (LEV) mengukur tingkat hutang, yaitu nilai buku hutang jangka panjang dibagi total aset. Leverage yang tinggi berpotensi memperbesar risiko kebangkrutan dan meningkatkan kos modal, sehingga terdapat hubungan positif antara leverage dengan kos modal dan kos hutang. Rasio *market-to-book* (MTB) digunakan sebagai proksi kesempatan bertumbuh, yaitu nilai pasar ekuitas dibagi nilai buku. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi di satu sisi meningkatkan risiko, tetapi di sisi lain menghasilkan arus kas masa depan yang lebih tinggi, return saham yang lebih tinggi dan kos kapital yang rendah. Oleh karena itu MTB berhubungan negatif dengan kos kapital. Bozec & Bozec (2011) menambahkan efek tetap (*fixed effects*) sebagai variabel kontrol dalam regresinya, berupa jenis perusahaan (FIRM) dan tahun (YEAR) untuk menangkap heterogenitas perusahaan yang *unobserved* namun mempengaruhi tata kelola dan kos kapital.

### ANALISIS DATA DAN PENGUJIAN HIPOTESIS

Hipotesis 1 diuji menggunakan alat uji statistis t-test untuk mengetahui adakah perbedaan rata-rata skor kualitas tata kelola perusahaan emiten saham syariah dari rata-rata skor saham konvensional. Apabila rata-rata skor CG perusahaan emiten saham syariah lebih besar daripada rata-rata skor CG emiten saham konvensional, maka hipotesis 1 tidak dapat ditolak.

Adapun hipotesis 2 diuji dalam beberapa langkah, 1) menggunakan analisis panel data karena data tata kelola perusahaan dan data keuangan mengandung elemen *cross-section* dan *time series*, 2) menggunakan model persamaan regresi untuk menguji pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kos kapital saham konvensional dan saham syariah. Model regresi panel data tersebut memuat kualitas tata kelola perusahaan (ACGS) dan beberapa variabel kontrol (SIZE, LEV, MTB), serta efek tetap (FIRM dan YEAR) yang memengaruhi kos capital (WACC), berdasarkan pengembangan dari Bozec & Bozec (2011), Rebecca & Siregar (2012) dan Ramly (2012), yaitu:

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACGS + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 MTB_{it} + [fixed\ effect] + \mu$$

Pada pengujian pertama, kos kapital dalam model tersebut menggunakan hasil perhitungan WACC (persamaan 3) saham syariah sebagai variabel dependen. Kemudian sebagai perbandingan, pengujian kedua menggunakan kos kapital (WACC) saham konvensional. Terlebih dulu dilakukan uji asumsi klasik, setelah itu menyajikan hasil analisis deskriptif.

Langkah berikutnya adalah (3) uji beda dua beta dari hasil pengujian pertama dan kedua terhadap beta hasil regresi pertama (saham syariah) dan beta hasil regresi kedua (saham konvensional). Uji beta ini menggunakan rumus t-test yang dimodifikasi (Hartono, 2004). Hipotesis kedua diterima jika t hasil perhitungan ini lebih besar dari t table (Gujarati, 2009).

$$t = \frac{\hat{\beta}_k^{(1)} - \hat{\beta}_k^{(2)}}{\sqrt{\frac{SSE^{(1)} + SSE^{(2)}}{df^{(1)} + df^{(2)}} \cdot \left[ \frac{(\hat{\beta}_k^{(1)})^2 \cdot (df^{(1)})}{(t^{(1)})^2 \cdot (SSE^{(1)})} + \frac{(\hat{\beta}_k^{(2)})^2 \cdot (df^{(2)})}{(t^{(2)})^2 \cdot (SSE^{(2)})} \right]}} \dots (6)$$

Keterangan:

$\beta_k^{(1)}$  = koefisien beta dari pengujian pertama

$\beta_k^{(2)}$  = koefisien beta dari pengujian kedua

$SSE^{(1)}$  = Sum of Squared pengujian pertama

$SSE^{(2)}$  = Sum of Squared pengujian kedua

$df^{(1)}$  = *degree of freedom*, yaitu jumlah observasi dikurangi jumlah variable pada pengujian pertama

$df^{(2)}$  = *degree of freedom*, yaitu jumlah observasi dikurangi jumlah variable pada pengujian kedua

$t^{(1)}$  = *t-statistic* pengujian pertama

$t^{(2)}$  = *t-statistic* pengujian kedua

## HASIL DAN DISKUSI

### Statistik Deskriptif

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif dari data penelitian pengaruh kualitas tata kelola perusahaan (ACGS) terhadap kos kapital (WACC). Kualitas tata kelola perusahaan yang diprosikan dengan skor dari *Asean Corporate Governance Scorecard (ACGS)* diperoleh dengan melakukan analisis konten laporan tahunan yang dipublikasikan perusahaan. ACGS meliputi 200 pertanyaan terkait mekanisma tata kelola perusahaan yang terbagi dalam lima bagian, lalu jumlah skor masing-masing bagian dikalikan bobot yang sudah ditentukan dan dijumlah hingga bobotnya mencapai 100%. Skor terendah pada perusahaan emiten saham syariah adalah 42,61 dan tertinggi 100,27 dengan rata-rata 66,25. Emiten saham konvensional yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai terendah 51,52, tertinggi 71,46 dan rata-rata skor sebesar 61,68. Deviasi standar skor ACGS baik emiten saham syariah maupun konvensional menunjukkan bahwa skor yang dimiliki emiten-emiten tersebut sangat variatif.

Adapun kos kapital diperoleh dari perhitungan rata-rata berbobot atas kos ekuitas (*rE*) dan kos hutang (*CoD*) perusahaan yang dijadikan sampel. Emiten saham syariah memiliki nilai terendah rata-rata berbobot kos kapital sebesar -0,006, tertinggi 4,088 dan rata-rata 0,886. Emiten saham konvensional memiliki nilai terendah -0,671, tertinggi 6,170 dan rata-rata 1,688. Nilai kos kapital emiten saham syariah dan konvensional sangat variatif.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	Emiten Saham Syariah				Emiten Saham Konvensional			
	Min	Maks	Mean	Dev. Std.	Min	Maks	Mean	Dev. Std.
WACC	-0,006	4,088	0,886	0,939	-0,671	6,170	1,688	1,879
ACGS	42,610	100,270	66,250	9,629	51,520	71,460	61,682	6,439
SIZE	5,500	11,220	9,568	1,320	6,040	10,800	9,464	1,422
LEV	0,000	209,000	18,250	26,944	0,000	69,000	25,850	21,059
MTB	0,410	58,480	4,774	8,726	2,100	45,470	10,961	10,961

Hipotesis 1 diuji menggunakan alat uji statistis t-test sampel independen untuk mengetahui adakah perbedaan rata-rata skor kualitas tata kelola perusahaan emiten saham syariah dari rata-rata skor saham konvensional. Sebelum melakukan pengujian, harus dipastikan residual terdistribusi normal dan variansnya homogen. Ternyata, pada model regresi data panel

kelompok emiten saham syariah diperoleh residual yang tidak terdistribusi normal. Oleh karena itu model regresi data panel dimodifikasi dengan mentransformasi data WACC yang semula berbentuk persentase menjadi bentuk logaritma, sehingga menghasilkan residual yang terdistribusi normal.

Hasil pengujian menunjukkan varians homogen, terlihat dari uji Lavene yang signifikan ( $F = 1,439$ ; prob.  $0,232$ ). Artinya tidak terdapat perbedaan varians skor kualitas tata kelola perusahaan emiten saham syariah dan emiten saham konvensional. Adapun hasil uji  $t$  menunjukkan rata-rata emiten saham syariah terbukti memiliki skor kualitas tata kelola perusahaan yang lebih tinggi ( $66,25$ ) dari rata-rata skor kualitas tata kelola perusahaan emiten saham konvensional ( $61,68$ ), dengan nilai  $t$  signifikan sebesar  $2,849$  (probabilitas  $0,005$  lebih kecil dari  $0,05$ ). Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kualitas tata kelola emiten saham syariah lebih baik daripada saham konvensional tidak dapat ditolak.

Adapun hipotesis 2 diuji dengan membandingkan koefisien regresi atau beta pada persamaan (5) yang dilakukan dalam beberapa tahap. Pada pengujian pertama, kos kapital dalam model tersebut menggunakan hasil perhitungan WACC saham syariah sebagai variabel dependen. Karena model tersebut melanggar asumsi normalitas (probabilitas Jarque-Bera kurang dari  $0,05$ ), maka ditangani dengan mentransformasi WACC menjadi bentuk LogWACC, sehingga dihasilkan residual berdistribusi normal dan koefisien korelasi signifikan (tabel 3). Menggunakan model *fixed effect*, terbukti kualitas tata kelola perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kos kapital saham syariah.

Kemudian, pengujian kedua menggunakan kos kapital (WACC) saham konvensional sebagai variabel dependen. Berbeda dengan pengujian pertama, uji asumsi klasik terpenuhi namun tidak diperoleh hasil yang signifikan jika memasukkan efek tetap FIRM dan YEAR. Namun, jika menggunakan model *Common Effect* terbukti bahwa pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital saham konvensional adalah negatif signifikan. Walaupun begitu, setelah melakukan uji Chow diketahui model terbaik adalah *Fixed Effect* dibandingkan *Common Effect*.

Tabel 3. Hasil regresi

	Saham Syariah			Saham Konvensional		
	Koefisien	t	prob.	Koefisien	t	prob.
Intersep	-48.956	-3.075	0.004***	12.581	0.582	0.568
LOGACGS	-2.344	-2.633	0.012**	-3.860	-0.699	0.493
SIZE	4.371	3.390	0.002***	0.263	0.182	0.857
LOGLEV	0.077	0.386	0.701	0.155	0.639	0.531
LOGMTB	4.205	1.733	0.090*	0.141	0.472	0.643
R-squared	92%			95%		
Adj R-squared	85%			92%		
SSE	9.711			3.995		
F-statistic	13.428 (prob. 0.000)			26.489 (prob. 0.000)		
Tot. Observasi	79			33		

\*\*\*signifikan pada 1%, \*\*signifikan pada 5%, \*signifikan pada 10%

Berikutnya, uji beta dari hasil pengujian pertama (saham syariah) dan kedua (saham konvensional), untuk menguji hipotesis kedua. Sehubungan hasil analisis emiten saham syariah menunjukkan pengaruh negatif signifikan, sedangkan saham konvensional tidak sama, maka uji beta tidak dapat dilanjutkan karena akan menghasilkan keputusan yang bias. Jika memperhatikan koefisien beta, antara persamaan regresi saham syariah ( $-2,344$ ) dan saham konvensional ( $-3,860$ ) dan membandingkan nilai absolutnya, koefisien beta saham konvensional lebih tinggi daripada koefisien beta saham syariah. Tetapi perbedaan tersebut sulit

diperbandingkan jika salah satunya tidak signifikan. Artinya pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital emiten saham syariah dan saham konvensional cenderung sama-sama berpengaruh negatif, namun secara statistis tidak signifikan.

Nilai uji F persamaan pertama sebesar 13,428 (prob. 0,000) dan persamaan kedua sebesar 26,489 (prob. 0,000), menunjukkan bahwa kualitas tata kelola perusahaan bersama variable kontrol ukuran perusahaan, *leverage* dan rasio *market to book* berpengaruh terhadap kos kapital secara simultan. Adapun  $R^2$  pengujian pertama sebesar 92% dan pengujian kedua 95% mengindikasikan bahwa porsi pengaruh variabel independen yang diteliti cukup besar, karena faktor lain yang mempengaruhi kos kapital tetapi tidak masuk dalam model sebesar 18% untuk saham syariah dan 15% untuk saham konvensional. Namun belum dapat ditarik simpulan untuk hipotesis kedua karena uji t untuk masing-masing variabel pengujian kedua secara statistis tidak signifikan.

Dengan demikian hasil penelitian ini menunjukkan bahwa, walaupun kualitas tata kelola perusahaan emiten saham syariah dan saham konvensional berbeda, namun kualitas tata kelola perusahaan emiten saham syariah dan saham konvensional sama-sama kuat mempengaruhi kos kapital emiten saham syariah dan saham konvensional.

## SIMPULAN

Berdasarkan hasil dan analisis pengujian statistis mengenai pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital emiten saham syariah dan saham konvensional di atas, dapat disimpulkan bahwa:

1. Hal ini ditunjukkan dengan hasil uji t yang signifikan dan nilai rata-rata skor tata kelola perusahaan emiten saham syariah yang lebih tinggi dibandingkan rata-rata skor tata kelola perusahaan emiten saham konvensional.
2. Pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kos kapital emiten saham syariah secara statistis tidak lebih kuat daripada pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kos kapital emiten saham konvensional.

## Implikasi

1. Sudah selayaknya semua emiten saham, baik saham syariah maupun saham konvensional di pasar modal bersaing untuk saling menjaga kualitas tata kelola perusahaannya. Bagi perusahaan, tingginya kualitas tata kelola dapat menekan rata-rata berbobot kos kapitalnya, sehingga diharapkan mampu meningkatkan nilai perusahaan alternatif di mata investor, selain ditentukan oleh *earning power* dan risiko.
2. Bagi investor, walaupun kos kapital perusahaan yang rendah menunjukkan rendahnya risiko dan return investasi, perusahaan dengan kualitas tata kelola yang tinggi lebih menjamin keberlangsungan usaha dan integritas perusahaan. Investor dapat menangkap signal *good news* dari emiten saham syariah, bahwa perusahaan lebih efisien karena hanya sedikit atau bahkan tidak menanggung beban bunga akibat hutang jangka panjang yang cukup besar.

## Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian awal sehingga memiliki berbagai keterbatasan. Diantaranya kemungkinan hasil analisis yang bias masih tinggi yang mengarah pada pengambilan kesimpulan yang salah. Oleh karena itu penelitian selanjutnya dapat menguji ulang terkait perbedaan pengaruh kualitas tata kelola perusahaan terhadap kos kapital antara emiten saham syariah dan saham konvensional. Penelitian ini juga hanya berdasar pada data sekunder. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan preferensi investor terkait saham syariah dalam rangka pengembangan pasar modal syariah di Indonesia khususnya.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Adam, M., Mukhtaruddin, Soraya, N., & Yusrianti, H. (2015). Good corporate governance and cost of debt: Listed companies on Indonesian Institute for Corporate Governance. *Asian Social Science*, 11(25), 58-77. doi:10.5539/ass.v11n25p58
- Al-Suhaibani, M., Naifar, N. (2014). Islamic Corporate Governance: Risk-Sharing and Islamic Preferred Shares. *Journal of Business Ethics*, 124:623-632
- Bandi. (2007). Determining the Cost of Capital (CC). *Handout* diunduh pada 11 Desember 2015
- Botosan, Christine A. (2000). Evidence That Greater Disclosure Lowers the Cost of Equity Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12.4.
- Bozec, Y., & Bozec, R. (2010). Overall governance and cost of capital: Evidence from Canada using panel data. *Journal of Global Business Management*, 6(1), 1-11. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/867266638?accountid=13771>
- Bozec, Y., Bozec, R. (2011). Corporate governance quality and the cost of capital. *International Journal of Corporate Governance*, Vol. 2, No. 3/4, pp. 217-236.
- Chan, M. C., Watson, J., & Woodliff, D. (2014). Corporate governance quality and CSR disclosures. *Journal of Business Ethics*, 125(1), 59-73. doi:<http://dx.doi.org/10.1007/s10551-013-1887-8>
- Adhinegara, B. Y. 2015. Efisiensi Pasar Jakarta Islamic Index. *Muamalah Journal of Islamic Economics and Business*, Vol. 12, No. 1, pp. 1-8
- Chen, K.C.W., Chen, Z.H., Wei, K.C.J. (2009). Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, pp. 273-289.
- Christensen, P. O., de la Rosa, L. E., Feltham, G. A. (2010). Information and the Cost of Capital: An *Ex Ante* Perspective. *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 3. Pp. 817-848
- Claessens, S. (2006). Corporate Governance and Development. *The World Bank Research Observer*, 21 (1), 91-122.
- Claessens, S., Yurtoglu, B.B. (2013). Corporate Governance in Emerging Markets. *Emerging Market Review*, 15, 1-33.
- Clinch, G., Lombardi, B. (2011). Information and the cost of capital: The Easley-O'Hara (2004) model with endogenous information acquisition. *Australian Journal of Management*, Vol. 36, No. 1, pp. 5.
- Easley, D., O'Hara, M. (2004). Information and The Cost of Capital. *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 4.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Ni, Y., Pittman, J., Saed, S. (2012). Does Religion Matter to Equity Pricing? *Journal of Business Ethics*, Vol. III, No. 4, pp. 491-518.
- Gujarati, D. N., Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. 5th Edition. McGraw Hill. Pp. 247. New York.
- Hartono, Jogiyanto. (2004). *Psychology of Finance: How, Why and When Investor Revise Their Beliefs to Company Information and Their Implications to Firm's Announcement Policy*. Pp. 183-186. Yogyakarta.
- IAI. (2007). Kerangka Dasar Penyusunan dan Pelaporan Laporan Keuangan dalam *Standar Akuntansi Syariah*. Jakarta.
- IDX. (2015). Pasar Modal Syariah Indonesia. *Handout* dalam sosialisasi pasar modal syariah Indonesia tanggal 9 Juni 2015 di Yogyakarta.
- Islam, Asep M. S. (2015). Sembilan Hal Penting tentang Saham Syariah. *Artikel Website*. <http://www.syariahsaham.com/2015/06/9-hal-yang-perlu-anda-ketahui-tentang.html>, diakses tanggal 5 Februari 2016.
- Jensen, M.C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Juniarti, Natalia, T.L. (2012). Corporate Governance Perception Index (CGPI) and Cost of Debt. *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 No. 18, Special Issue September.
- Kaspereit, T., Lopatta, K., & Zimmermann, J. (2015). Does compliance with the German corporate governance code pay off? *The Journal of Risk Finance*, 16 (3), 344-376. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/1686958574?accountid=13771>
- KNKG. (2006). *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta: Komite Nasional Kebijakan Governance.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny. (2000). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Mazzotta, R., Veltri, S. (2014). The relationship between corporate governance and the cost of equity capital. Evidence from the Italian stock exchange. *J. Manag. Gov*, Vol. 18, pp. 419-448

- 
- Rebecca, Y., & Siregar, S. V. (2012). *Pengaruh Corporate Governance Index, Kepemilikan Keluarga, dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI*. Paper Simposium Nasional Akuntansi XV, Banjarmasin.
- Regalli dan Soana. 2012. Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Companies. *International Journal of Business Administration*, Vol. 3, No. 2.
- Ramly, Z. (2012). Impact of Corporate Governance Quality on the Cost of Equity Capital in an Emerging Market: Evidence from Malaysian Listed Firms. *African Journal of Business Management*, Vol. 6(4), pp. 1733-1748.
- Ramly, Z, Rashid H. M. A. (2010). Critical Review of Literature on Corporate Governance and Cost of Capital: The Value Creation Perspective. *African Journal of Business Management*, Vol. 4, No. 11.
- Scott, William R. (2015). *Financial Accounting Theory*. 7<sup>th</sup> edition. Pearson Canada Inc.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Simmons-Süer, B. (2015). Cost of capital and US investment: Does financing matter after all? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2015.11.008>
- Suwardjono. (2006). *Teori Akuntansi Perencanaan Laporan Keuangan*. Edisi ketiga. BPFE. Yogyakarta.
- Tarjo. (2010). Mekanisme Tata Kelola Korporat: Mampukah Menurunkan Cost of Equity Capital? *Jurnal Investasi*, Vol. 6, No. 1, Juni, hal. 47-59.
- Tran, D.H. (2014). Multiple Corporate Governance Attribute and the Cost of Capital – Evidence from Germany. *The British Accounting Review*, Vol. 46, pp. 175-197.
- Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: an International Study. *International Review of Finance*, Vol. 14, No. 3, pp. 393-429. <http://www.tradingeconomics.com/indonesia/corporate-tax-rate> diakses pada 5 Desember 2016

APPENDIKS

Lampiran 1. Output SPSS untuk uji t

Group Statistics

Emiten	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
ACGS Syariah	167	66,2501	9,62939	,74514
Konvensional	40	61,6823	6,43861	1,01803

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
ACGS	Equal variances assumed	1,439	,232	2,849	205	,005	4,56787	1,60347	1,40646	7,72928
	Equal variances not assumed			3,621	86,171	,000	4,56787	1,26160	2,05996	7,07578