

## **PERAN MEDIASI REPUTASI PERUSAHAAN TERHADAP HUBUNGAN UKURAN DEWAN DIREKSI DAN RETURN SAHAM**

**Robert Jao<sup>\*1</sup>, Fransiskus Eduardus Daromes<sup>2</sup>, Benhard Yono<sup>3</sup>**

<sup>1,2,3</sup> Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Atma Jaya Makassar, Sulawesi Selatan, Indonesia

e-mail: [jao\\_robert@hotmail.com](mailto:jao_robert@hotmail.com)

### **ABSTRAK**

Ukuran yang besar dari dewan direksi bermanfaat bagi perusahaan untuk membentuk reputasi dan menjadi sinyal baik bagi investor. Penelitian ini memiliki tujuan menginvestigasi pengaruh ukuran dewan direksi terhadap *return* saham baik secara langsung maupun secara tidak langsung melalui reputasi. Populasi dalam penelitian ini berupa semua perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2015-2018. Penggunaan metode *non-probability* secara *purposive* terpilih 32 perusahaan sebagai sampel dalam penelitian ini. Data yang digunakan berupa data sekunder terdiri dari laporan tahunan, *corporate image index*, dan harga saham penutupan. Untuk menguji hipotesis digunakan metode analisis jalur dan uji sobel. Hasil analisis menyatakan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap reputasi perusahaan. Ukuran dewan direksi dan reputasi perusahaan berpengaruh secara positif namun tidak signifikan terhadap *return* saham. Penelitian ini juga menemukan bahwa pengaruh dewan direksi terhadap *return* saham tidak dapat dimediasi oleh reputasi perusahaan.

**Kata Kunci:** Ukuran Dewan Direksi, Reputasi Perusahaan, *Corporate Image Index*, *Return Saham*

### **ABSTRACT**

*The large size of the board of directors establishes a reputation building for the company and is a good signal for investors. This study aims to investigate the impact of the size of the board of directors on stock returns both directly and indirectly through corporate reputation. The population in this study are all manufacturing sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during 2015-2018. The use of the non-probability method was selected by purposely 32 companies as samples in this study. The data used in the form of secondary data consists of annual reports, corporate image index, and closing stock prices. To test the hypothesis used the method of path analysis and the Sobel test. The results of the analysis stated that the size of the board of directors positively and significantly affected the corporate reputation. The size of the board of directors and the corporate reputation have a positive but not significant effect on stock returns. This research also found that the board of directors' impact on stock returns cannot be mediated by corporate reputation.*

**Keywords:** Board of Directors, Corporate Reputation, Corporate Image Index, Stock Returns

## **1. PENDAHULUAN**

Investor memiliki tujuan memperoleh keuntungan yang sebanding dengan investasi yang dilakukan [1]. Sebelum berinvestasi, investor akan berupaya dalam mendapatkan semua informasi yang relevan tentang perusahaan. Ini dilakukan dalam rangka mengurangi risiko yang tidak diinginkan dan memperoleh keuntungan yang sesuai dengan yang diharapkan [2]. Dalam memutuskan berinvestasi, salah satu informasi yang menjadi bahan pertimbangan investor adalah dewan direksi. Informasi terkait dewan direksi dapat memberikan gambaran tentang kapabilitas dari sebuah perusahaan [3].

Kemampuan dewan direksi merupakan faktor penentu keberhasilan perusahaan dalam mencapai tujuan. Ajang Indonesia Most Admire CEO Award tahun 2017 merupakan bentuk penghargaan dari Warta Ekonomi untuk dewan direksi yang dianggap dapat menggambarkan citra dan kualitas kepemimpinan. Berdasarkan kriteria yang terdiri dari *Leadership Image*, *Professional Image*, *Personal Image*, *Performance Image*, *Global Competitiveness Image*, dan *Social Image* terpilih 90 direktur terbaik yang dibagi dalam beberapa sektor. Direktur terbaik menunjukkan reputasi, komitmen, kerja keras, dan keahliannya untuk mengelola perusahaan sehingga perusahaan mampu mengalami pertumbuhan dari waktu ke waktu [4]. Informasi terkait dewan direksi merupakan refleksi nyata dari kualitas dan standar perusahaan [5] dan menjadi informasi relevan bagi investor [3].

Peranan dewan direksi sangat penting dalam menetapkan strategi perusahaan dan menjadi penghubung antara perusahaan dengan lingkungan eksternalnya [6]. Hubungan lingkungan eksternal perusahaan dibangun menggunakan kemampuan koneksi dan jaringan untuk mengurangi ketidakpastian lingkungan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan sumber daya perusahaan [7]. Pengetahuan dan jaringan eksternal yang dimiliki oleh manajemen menjadi sinyal yang positif bagi investor. Untuk memberikan sinyal yang ditujukan bagi investor terkait kualitas perusahaan dibutuhkan ukuran dewan direksi yang besar sebab ukuran tersebut dapat menggambarkan bahwa perusahaan memiliki banyak metode untuk menghubungkan pihak eksternal dengan perusahaan [5].

Kualitas perusahaan yang baik memotivasi investor untuk menanamkan modal. Akan tetapi, penelitian-penelitian sebelumnya belum ditemukan hasil yang konsisten. Hasil penelitian terdahulu menjelaskan bahwa pengangkatan dewan direksi mendapatkan reaksi yang positif di pasar modal [8]. Hasil yang berbeda menunjukkan banyak atau sedikitnya

anggota direksi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham sebab ukuran tersebut tidak menjadi strategi efektif untuk dipertimbangkan oleh investor [6].

Dari sisi ketergantungan sumber daya, perusahaan mendapatkan manfaat apabila memiliki anggota dewan direksi yang banyak. Ukuran yang besar menunjukkan bahwa manajemen memiliki ketersediaan pengetahuan dan sumber daya perusahaan yang banyak. Selain itu, perusahaan mampu meningkatkan keragaman seperti pengalaman, keterampilan, *gender*, dan kebangsaan [6]. Di sisi lain, ukuran tersebut menimbulkan tantangan dalam mengomunikasikan dan mengoordinasikan pekerjaan sehingga berpengaruh pada keefektifan pengambilan keputusan [9]. Penundaan pengambilan keputusan strategis manajemen menyebabkan dewan direksi mengalami disfungsi, dan pada akhirnya akan menambah volatilitas kinerja perusahaan [10].

Perusahaan yang mempunyai jumlah direksi yang banyak menunjukkan adanya beragam latar belakang yang memungkinkan perusahaan untuk menciptakan reputasi perusahaan [11], [12], karena kapasitasnya untuk memengaruhi persepsi efektivitas perusahaan [3]. Perspektif ketergantungan sumber daya memandang bahwa perusahaan membutuhkan keterampilan khusus dan keahlian sebagai sarana untuk mengurangi ketidakpastian dalam perekonomian. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa jumlah direksi perusahaan memengaruhi reputasi perusahaan secara positif [5], [12]. Namun, hasil yang kontradiksi menemukan proporsi direktur ahli bisnis dalam dewan direksi berpengaruh negatif terhadap reputasi setelah melewati titik tertentu [3].

Reputasi perusahaan yang terbentuk dari persepsi efektivitas perusahaan selanjutnya menjadi sinyal baik bagi investor. Sinyal baik tersebut disebabkan bahwa reputasi perusahaan adalah pendorong utama kinerja berkelanjutan perusahaan [13]. Beberapa hasil penelitian terdahulu menemukan adanya pengaruh yang positif dari reputasi perusahaan terhadap nilai pasar maupun *return* saham [13], [14], [15], [16]. Namun, hasil yang bertentangan menemukan pengaruh negatif reputasi perusahaan terhadap kinerja saham [17]. Hal ini menunjukkan belum ada hasil yang konsisten terkait hubungan antara reputasi perusahaan dan *return* saham.

Penelitian ini menempatkan reputasi perusahaan menjadi variabel mediasi dan *return* saham menjadi variabel dependen. Ukuran dewan direksi menggambarkan latar belakang dan pengalaman yang memengaruhi persepsi efektivitas perusahaan bagi investor. Risiko investasi yang rendah menghasilkan reputasi perusahaan yang baik. Reputasi yang baik

meningkatkan harga saham dan *return* saham. Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi pengaruh dewan direksi secara langsung dan tidak langsung melalui reputasi perusahaan terhadap *return* saham.

## **2. METODE PENELITIAN**

Hubungan variabel ukuran dewan direksi, reputasi, dan *return* saham dapat dijelaskan menggunakan teori dependensi sumber daya dan teori sinyal. Perusahaan harus memiliki sumber daya (*resources*) agar dapat tetap bertahan (*survive*). Namun, perusahaan menjadi tergantung pada lingkungannya untuk memenuhi kebutuhan sumber dayanya. Perusahaan dapat mengurangi ketergantungan pada lingkungan dengan memanfaatkan sumber daya yang berasal dari dalam. Teori dependensi sumber daya menyatakan bahwa hubungan inter-organisasional mampu mengurangi ketergantungan perusahaan karena berhubungan dengan fungsi penyediaan sumber daya oleh dewan direksi [18]. Dewan direksi memiliki empat manfaat bagi perusahaan, antara lain memberikan informasi berupa saran atau pendapat, menghubungkan perusahaan dengan lingkungannya atas akses informasi, dan memiliki jalur khusus terhadap sumber daya, serta legitimasi [18]. Untuk memenuhi kebutuhan perusahaan yang bervariasi, peran dewan direksi penting sebagai salah satu upaya untuk memastikan sumber daya perusahaan tersedia.

Dewan direksi dapat menggunakan koneksi dan jaringan yang dimiliki untuk membangun relasi dengan pihak eksternal perusahaan. Hubungan tersebut menggambarkan bahwa *top management* memiliki jaringan dan koneksi yang banyak. Umumnya investor lebih memilih perusahaan yang memiliki banyak direksi karena dapat memberikan beberapa cara untuk mempertemukan perusahaan dengan pihak eksternalnya. Teori sinyal yang mempertegas arti pentingnya informasi perusahaan terhadap keputusan investasi pihak eksternal perusahaan [19]. Investor beranggapan bahwa ukuran dari dewan direksi menjadi indikator pokok mengenai kualitas suatu perusahaan.

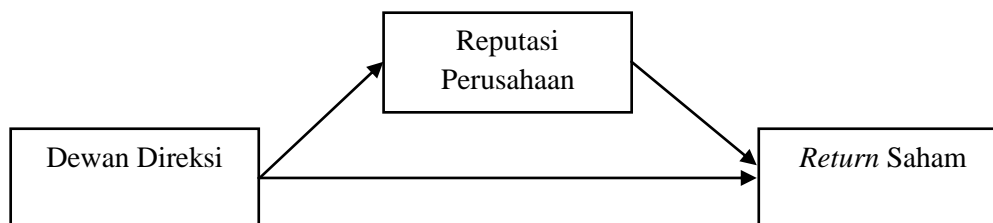
Ukuran yang besar dari dewan direksi mengindikasikan perusahaan mempunyai direktur dengan beragam latar belakang dan pengalaman. Pengalaman dan profil dewan direksi merupakan sumber daya yang penting bagi perusahaan, seperti pengalaman profesional, keahlian, keterampilan, kompetensi, pengetahuan, saluran informasi dan komunikasi, dan kredibilitas, yang pada gilirannya meningkatkan efektivitas perusahaan dalam pemecahan masalah serta tantangan perusahaan dan pengambilan keputusan strategi.

Selain itu, dewan direksi juga memiliki reputasi tersendiri yang membantu meningkatkan reputasi perusahaan. Persepsi *stakeholders* yang lebih baik kemudian akan meningkatkan reputasi perusahaan.

Investor memperoleh sinyal dari reputasi perusahaan yang baik, yaitu perusahaan mempunyai aktivitas, pencapaian, dan prospek yang baik sehingga risiko investasi dalam perusahaan rendah. Sinyal reputasi mengenai efektivitas perusahaan terlihat dalam membuat keputusan yang lebih efektif dalam lingkungan yang kompleks. Sinyal ini merupakan relevan bagi investor mengenai kemampuan perusahaan. Reputasi perusahaan dihargai oleh investor karena latar belakang dan pengalaman dewan direksi secara luas dilihat sebagai refleksi nyata dari kualitas dan standar perusahaan.

Dampak jangka panjang dari reputasi perusahaan pada kinerja pasar selanjutnya menandakan peluang perdagangan bagi investor dalam menanamkan atau menginvestasikan modalnya pada saham. Perdagangan yang meningkat akan mendorong naiknya harga saham dan minat terhadap saham. Tingginya harga dari saham perusahaan dapat meningkatkan *return* saham dari sebuah perusahaan.

Sesuai uraian di atas, maka kerangka pikir teoretis yang menyatakan korelasi antar variabel dari teori ketergantungan sumber daya dan teori sinyal sebagai berikut:



**Gambar 1. Kerangka Pemikiran Teoretis**

Penelitian ini termasuk jenis eksplanatori dengan tujuan menguji apakah teori atau hipotesis yang telah ada sebelumnya diperkuat atau ditolak. Populasi meliputi perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) sepanjang tahun 2015-2018. Pemilihan sampel dilakukan secara *purposive*. Ringkasan sampel terpilih ditampilkan pada tabel 1 berikut ini.

**Tabel 1. Ringkasan Seleksi Sampel Penelitian**

| No.  | Kriteria Seleksi Sampel  | Jumlah Sampel |
|--|--|---------------|
| 1  | Perusahaan sektor manufaktur di BEI selama periode 2015-2018                 | 166           |
| 2  | Perusahaan yang tidak mempunyai <i>corporate image index</i> tahun 2015-2018 | (110)         |
| 3  | Perusahaan yang memiliki data dalam mata uang asing atau tidak lengkap       | (22)          |
| 4  | Data yang <i>outlier</i>   | (2)           |
| Jumlah perusahaan yang menjadi sampel                                      |  | 32            |
| Jumlah data observasi (32 perusahaan dikalikan 4 tahun periode pengamatan) |  | 128           |

Sumber: Data Diolah (2019)

Jenis data berupa data dokumenter berupa ukuran dewan direksi, *Corporate Image Index* (CII), dan harga saham penutupan akhir tahun. Sumber data sekunder berasal dari laporan tahunan diperoleh melalui [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), [www.imacaward.com](http://www.imacaward.com), serta [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com). Data dikumpulkan dengan menggunakan metode observasi yang menganalisis isi dari laporan tahunan (*annual report*) dari perusahaan yang menjadi sampel, harga saham penutupan yang diperoleh dari situs yahoo finance, dan indeks *Corporate Image Index* (CII) yang dipublikasikan oleh Frontier Consulting Group. Variabel independen penelitian ini adalah ukuran dewan direksi sedangkan variabel dependen adalah *return* saham. Selain itu, penelitian ini memiliki variabel mediasi berupa reputasi perusahaan.

Dewan direksi sebagai organ yang penting di dalam perusahaan mempunyai peran untuk penentuan kebijakan dan strategi baik jangka waktu pendek maupun panjang. Salah satu karakteristik dewan direksi adalah ukuran atau jumlah orang yang menjadi direksi [5], [12], [20], [21]. Ukuran dewan direksi dihitung berdasarkan banyaknya anggota yang duduk sebagai direksi di struktur organisasi pada periode t, termasuk presiden direktur atau direktur utama (CEO).

Reputasi merupakan evaluasi keseluruhan *stakeholders* terhadap suatu perusahaan dari waktu ke waktu [22]. Penelitian ini menggunakan *Corporate Image Index* (CII) untuk mengukur reputasi perusahaan [16], [23], [24], [25]. Skor tersebut diperoleh dari indeks CII yang dipublikasikan oleh Frontier Consulting Group sejak tahun 2010 di Indonesia. Indeks ini mencakup 110 kategori industri di Indonesia. Indeks CII ini mewakili penilaian berbagai *stakeholders* karena responden meliputi 3.000 responden yang terdiri dari manajemen 40%, pemegang saham dan investor 30%, jurnalis 20%, dan publik atau masyarakat 10%. Para responden tersebut membuat penilaian melalui *Corporate Image Index Framework* yang terdiri dari *quality, performance, repsonsibility, dan attractiveness*.

*Return* saham merupakan hasil yang didapatkan investor berdasarkan keputusan investasi yang dilakukan. [26]. Untuk mengukur atau mengevaluasi kinerja pasar, dalam penelitian ini digunakan tingkat pengembalian yang aktual atau realisasi (*actual return*) [27], [28]. Ketika harga saham pada akhir periode lebih tinggi dibandingkan awal periode, maka investor dinyatakan mendapatkan keuntungan atau *capital gain* dan sebaliknya investor mendapatkan kerugian atau *capital loss* ketika harga saham akhir periode lebih rendah dari harga saham awal periode. Formula untuk tingkat pengembalian aktual atau realisasi (*actual return*), yaitu:

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan:

- $R_{it}$  : *Return* aktual atau realisasi dari saham perusahaan i pada waktu ke t
- $P_{i,t}$  : Harga saham perusahaan i pada hari t
- $P_{i,t-1}$  : Harga saham perusahaan i pada hari t-1

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 3.1. Hasil Penelitian

Statistik deskriptif bertujuan mendapatkan gambaran perusahaan yang masuk dalam sampel penelitian secara keseluruhan dengan menganalisis dan menyajikan data secara kuantitatif. Hasil pengolahan statistik deskriptif yang terdiri dari angka minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), serta standar deviasi disajikan pada tabel 2.

**Tabel 2. Statistik Deskriptif**

| Variabel             | N   | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|----------------------|-----|---------|---------|------|----------------|
| Ukuran Dewan Direksi | 128 | 3.00    | 11.00   | 6.07 | 2.33           |
| Reputasi Perusahaan  | 128 | .32     | 2.81    | 1.39 | .70            |
| <i>Return</i> Saham  | 128 | -.64    | .51     | .06  | .19            |

Sumber: Data diolah (2019)

Sampel ukuran dewan direksi menampilkan nilai tertinggi sebesar 11 dan terendah sebesar 3. Nilai *mean* 6.07 serta standar deviasi 2.33. Artinya bahwa rata-rata dari sampel mempunyai direksi sebanyak 6 (enam) orang. Nilai penyimpangan lebih rendah dari *mean* mengindikasikan data penelitian tersebar karena penyimpangan data dewan direksi lebih rendah dari nilai rata-ratanya.



Reputasi perusahaan menunjukkan nilai tertinggi 2.81, nilai terendah 0.32, dan nilai rata-rata 1.39 serta standar deviasi 0.67. Rata-rata sampel perusahaan untuk variabel reputasi perusahaan cukup baik sebab menunjukkan nilai lebih dari 1. Nilai standar deviasi lebih kecil daripada *mean* mengindikasikan data penelitian ini tersebar karena penyimpangan skor reputasi perusahaan lebih rendah dari nilai rata-rata.

*Return* saham menunjukkan nilai tertinggi 0.51 dan nilai terendah -0.64. Nilai *mean* 0.06 dan standar penyimpangan 0.19. Artinya rata-rata tingkat pengembalian aktual dari saham perusahaan sampel 6%. Standar penyimpangan lebih tinggi dari nilai rata-rata mengindikasikan bahwa beberapa data *return* saham menyimpang dari nilai rata-rata atau cukup bervariasi.

Untuk menguji hipotesis digunakan model regresi dalam analisis jalur (*path analysis*) untuk memprediksikan hubungan antar variabel independen, mediasi, dan dependen. Hasil analisis jalur untuk penelitian ini ditampilkan pada tabel 3 berikut ini.

**Tabel 3. Hasil Analisis Persamaan Jalur (*Path Analysis*)**

| <b>Struktur Model</b> | <b>Standardized Beta</b> | <b>Sig.</b> | <b>Keterangan</b> |
|-----------------------|--------------------------|-------------|-------------------|
| Substruktur Satu      |                          |             |                   |
| UKD → REP             | .464                     | .000        | Signifikan        |
| Substruktur Dua       |                          |             |                   |
| UKD → RET             | .176                     | .076        | Tidak Signifikan  |
| REP → RET             | .095                     | .335        | Tidak Signifikan  |

Sumber: Data diolah (2019)

Dewan direksi mempunyai koefisien sebesar 0.464 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0.000, yang lebih kecil dari 0.05. Artinya, dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap reputasi perusahaan. Oleh karenanya, pernyataan hipotesis satu tentang ukuran dewan direksi berpengaruh signifikan terhadap reputasi perusahaan diterima.

Dewan direksi mempunyai koefisien sebesar 0.176 dan probabilitas signifikansi sebesar 0.076, yang lebih besar dari 0.05. Artinya, dewan direksi memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *return* saham. Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa dewan direksi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham ditolak.

Reputasi perusahaan mempunyai pengaruh sebesar 0.095 dan probabilitas sebesar 0.335, lebih besar dari 0.05. Artinya, reputasi perusahaan berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *return* saham. Oleh sebab itu pernyataan hipotesis ketiga tentang reputasi perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham ditolak.



Hasil pengujian statistik baik pengaruh langsung maupun pengaruh tidak langsung, serta pengaruh total disajikan pada tabel 4.

**Tabel 4. Perhitungan Pengaruh Langsung, Tidak Langsung, dan Total Pengaruh**

| Pengaruh Variabel   | Pengaruh Langsung | Pengaruh Tidak Langsung | Total Pengaruh |
|---------------------|-------------------|-------------------------|----------------|
| UKD → REP           | .464              | -                       | .464           |
| REP → RET           | .095              | -                       | .095           |
| UKD → RET (Via REP) | .176              | .044                    | .220           |

Sumber: Data diolah (2019)

Pengaruh ukuran dewan direksi dengan *return* saham melalui reputasi dihitung dari hasil perkalian koefisien  $0.464 \times 0.095 = 0.044$ . Penjumlahan pengaruh langsung 0.176 dan pengaruh tidak langsung 0.044 menghasilkan total pengaruh 0.220.

Untuk menentukan signifikansi pengaruh tidak langsung antara variabel independen dan variabel dependen melalui variabel mediasi, digunakan uji sobel. Jika nilai *p-value* < 0.05 maka disimpulkan bahwa variabel reputasi berhasil memediasi hubungan antara variabel ukuran dewan direksi terhadap variabel *return* saham. Hasil uji sobel disajikan pada tabel 5.

**Tabel 5. Hasil Uji Sobel (Sobel Test)**

| Pengaruh Tidak Langsung | Koefisien   | Standard Error | <i>p-value</i> |
|-------------------------|-------------|----------------|----------------|
| UKD → RET (Via REP)     | .133 ; .027 | .0023 ; .0026  | .3415          |

Sumber: Data diolah menggunakan *program statistics sobel test calculators* (2019)

Tabel 5 menggambarkan ukuran dewan direksi berpengaruh terhadap *return* aktual melalui reputasi dengan nilai probabilitas signifikansi  $0.3415 > 0.05$ . Pengaruh ukuran dewan direksi terhadap reputasi perusahaan dengan signifikansi  $0.000 < 0.05$  sedangkan pengaruh reputasi perusahaan terhadap *return* saham dengan signifikansi  $0.335 > 0.05$ . Dengan demikian, reputasi perusahaan belum berhasil memediasi pengaruh dewan direksi terhadap *return* saham aktual. Oleh karena itu, hipotesis keempat tentang reputasi perusahaan memediasi pengaruh ukuran dewan direksi terhadap *return* saham tidak diterima.

### **3.2. Pembahasan**

Hasil penelitian yang pertama menemukan bahwa ukuran dewan direksi mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap reputasi perusahaan. Ukuran dewan direksi yang semakin besar berdampak pada reputasi yang dimiliki perusahaan juga cenderung mengalami peningkatan. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian ukuran dewan direksi yang besar mampu mendorong kemampuan perusahaan dalam berinteraksi dengan lingkungan [12] dan menawarkan berbagai pengalaman yang lebih luas sehingga menunjukkan reputasi perusahaan yang lebih baik [5].

Teori dependensi sumber daya menjelaskan bahwa dewan direksi memberikan sumber daya yang bernilai bagi perusahaan. Dewan direksi berasal dari berbagai industri dan area fungsional yang berbeda sehingga membawa latar belakang, pengalaman, keahlian, dan hubungan yang berharga kepada perusahaan. Latar belakang dan pengalaman menyediakan sumber daya berharga bagi perusahaan seperti pengalaman profesional, keahlian, keterampilan, kompetensi, pengetahuan, saluran informasi dan komunikasi, dan kredibilitas yang digunakan untuk mengambil keputusan, pemecahan masalah dan tantangan yang dihargai oleh para *stakeholder* [3].

Hasil penelitian yang kedua menemukan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh secara positif namun tidak signifikan terhadap *return* saham. Besar atau kecilnya ukuran dewan direksi tidak berpengaruh cukup kuat terhadap *return* saham. Hasil tersebut selaras dengan beberapa penelitian terdahulu yang menemukan bahwa ukuran dewan direksi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham sebab bagi investor, ukuran dewan direksi bukan menjadi strategi yang efektif untuk dipertimbangkan [1], [6]. Namun, hasil ini bertolak belakang dengan penelitian lain yang menyatakan bahwa ukuran dari dewan direksi mempunyai pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *return* saham [29].

Semestinya ukuran dewan direksi bisa menjadi tanda untuk para investor karena menggambarkan kualitas perusahaan yang tinggi. Tetapi, ukuran ini belum menjadi sinyal positif kepada investor. Menurut investor, ukuran dewan direksi bukan strategi efektif untuk dipertimbangkan [6]. Disisi lain, tingkat kepercayaan investor masih relatif rendah terhadap efektivitas kinerja dewan direksi [1].

Hasil penelitian ketiga menemukan bahwa reputasi perusahaan memiliki pengaruh secara positif tetapi tidak signifikan terhadap *return* saham aktual. Reputasi perusahaan tidak berpengaruh cukup kuat terhadap *return* saham. Hasil tersebut selaras dengan penelitian

sebelumnya yang menemukan bahwa pengumuman *corporate image award* belum mendapat reaksi dari pasar dalam bentuk *abnormal return*, frekuensi, serta volume perdagangan saham [30]. Namun, hasil ini tidak konsisten dengan yang ditemukan bahwa citra perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham karena investor merespon positif terhadap perusahaan yang memiliki citra yang positif [16].

Reputasi perusahaan dalam bentuk skor *Corporate Image Index* (CII) mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai *quality, performance, responsibility*, dan *attractiveness* yang baik. Reputasi yang baik semestinya memberikan sinyal bagi para investor di pasar modal bahwa reputasi akan mendorong kinerja berkelanjutan. Tetapi, reputasi perusahaan tidak menjadi sinyal positif bagi para investor, karena saat berinvestasi investor tidak memperhatikan informasi tentang meningkat atau menurunnya reputasi perusahaan. Hal ini disebabkan peringkat reputasi dalam skor CII berlaku bagi seluruh perusahaan baik yang terdaftar maupun tidak terdaftar di BEI sehingga dalam pengambilan keputusan investasi informasi tersebut kurang relevan bagi investor [30]. Reputasi perusahaan dapat memengaruhi kinerja pasar perusahaan melalui profitabilitas daripada memiliki pengaruh langsung pada pasar saham perusahaan [31].

Hasil penelitian keempat dengan menggunakan uji Sobel menunjukkan reputasi perusahaan tidak mampu memediasi hubungan dewan direksi dengan *return* saham. Besarnya ukuran dewan direksi dapat memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai latar belakang dan pengalaman yang dapat memengaruhi persepsi efektivitas perusahaan karena dihargai oleh para investor. Persepsi efektivitas perusahaan yang lebih baik akan mengarah pada peningkatan reputasi perusahaan. Namun, reputasi perusahaan tidak dapat menjadi sinyal informasi yang kuat bagi para investor. Hal ini disebabkan oleh investor tidak mempertimbangkan informasi reputasi perusahaan terkait meningkat atau menurunnya reputasi sebagai informasi yang relevan pada saat ingin berinvestasi. Investor belum memiliki kepercayaan yang kuat bahwa perusahaan terkemuka memiliki risiko investasi yang kecil sebagai hasil dari persepsi efektivitas perusahaan.

#### **4. KESIMPULAN**

Kesimpulan dari penelitian ini ialah ukuran dewan direksi berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap reputasi. Perusahaan yang memiliki anggota dewan direksi yang banyak cenderung mempunyai reputasi perusahaan yang baik. Ini terjadi karena latar belakang dan

keahlian dewan direksi menaikkan persepsi efektivitas perusahaan. Jumlah direksi dalam perusahaan berpengaruh secara positif namun tidak signifikan terhadap *return* saham. Informasi terkait dewan direksi belum dipertimbangkan sebagai strategi yang efektif oleh investor, selain itu belum semua dewan direksi melaksanakan tugasnya dengan efektif. Reputasi mempunyai pengaruh secara positif tetapi tidak signifikan terhadap reaksi investor. Investor belum mempertimbangkan informasi reputasi perusahaan sebagai informasi yang relevan. Reputasi tidak dapat menjadi perantara yang memengaruhi dewan direksi terhadap *return* saham dengan argumen perusahaan tidak dapat menaikkan kepercayaan investor tentang persepsi rendahnya risiko investasi perusahaan karena efektivitas dewan direksi.

Penelitian ini menguatkan teori dependensi sumber daya yang menyatakan bahwa untuk bisa bertahan perusahaan harus mendapatkan sumber daya, dan salah cara untuk memperolehnya melalui dewan direksi [7], [18], [32]. Pemilihan susunan anggota dewan direksi yang sesuai dapat mempermudah akses terhadap sumber daya melalui jaringan dan koneksi yang dimiliki oleh direksi. Penelitian ini juga diperkuat oleh teori sinyal yang menegaskan pada arti penting dari informasi perusahaan atas kebijakan investasi pihak eksternal dalam hal ini penyedia modal atau investor [19]. Pengungkapan informasi yang dilakukan perusahaan dapat berupa informasi terkait keuangan atau non-keuangan seperti rekam jejak dewan direksi dan penghargaan reputasi perusahaan. Pengungkapan informasi ini dapat menjadi sinyal positif kepada investor terkait perusahaan menyajikan informasi yang relevan.

## **5. SARAN**

Penelitian yang akan datang dapat memperpanjang periode penelitian serta menggunakan indikator ukuran dewan direksi lainnya, seperti karakteristik terkait latar belakang pendidikan dan keahlian yang dimiliki dewan direksi, proporsi direktur yang independen, jumlah atau proporsi direktur wanita, jumlah proporsi direktur asing, aserta jumlah pertemuan dewan direksi dalam satu tahun.

## **6. DAFTAR PUSTAKA**

- [1] Rajabi, R., Mahdavihou, M., & Khotanlou, M. 2014. Board of Directors' Characteristics and the Stock Return Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE). *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*(66), 78-92.

- [2] Bahtera, N. T. 2017. Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian Chief Executive Officer (CEO). *The Indonesian Journal of Applied Business*, 1(1), 14-29.
- [3] García-Meca, E., & Palacio, J. C. 2018. Board Composition and Firm Reputation: The Role of Business Experts, Support Specialists and Community Influentials. *BRQ Business Research Quarterly*, 83, 1-13.
- [4] Nurfaikhiswara, I. 2018. *Indonesia Most Admired CEO 2017*. (R. Rahayu, Editor) Dipetik September 20, 2019, dari <https://www.wartaekonomi.co.id/read169896/indonesia-most-admired-ceo-2017.html>
- [5] Musteen, M., Datta, K. D., & Kemmerer, B. 2010. Corporate Reputation: Do Board Characteristics Matter? *British Journal of Management*, 21, 498-510.
- [6] Wang, J., Chen, M.-H., Fang, C.-Y., & Tian, L. 2017. Does Board Size Matter for Taiwanese Hotel Performance? Agency Theory or Resource Dependence Theory. *Cornell Hospitality Quarterly*, 1-8.
- [7] Pfeffer, J., & Salancik, G. 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- [8] Rossi, F., & Cebula, R. J. 2015. Stock Market Reactions to Announcements of The Board of Directors: Evidence from Italy. *Applied Economics*, 47(20), 2102-2118.
- [9] Belkhir, M. 2009. Board of Director's Size and Performance in The Banking Industry. *International Journal of Managerial Finance*, 5(2), 201-221.
- [10] Kim, K.-H., & Rasheed, A. A. 2013. Board Heterogeneity and Stability in Firm Performance: An Empirical Study Utilizing Multi-theoretic Approach. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 9(1), 26-39.
- [11] Gabbioneta, C., Ravasi, D., & Mazzola, P. 2007. Exploring the Drivers of Corporate Reputation: A Study of Italian Securities Analysts. *Corporate Reputation Review*, 10(2), 99-123.
- [12] Orozco, A. L., Vargas, J., & Galindo-Dorado, R. 2018. Trends on The Relationship Between Board Size and Financial and Reputational Corporate Performance: The Colombian Case. *European Journal of Management and Business Economics*, 27(2), 183-197.
- [13] Tischer, S., & Hildebrandt, L. 2014. Linking Corporate Reputation and Shareholder Value Using The Publication of Reputation Rankings. *Journal of Business Research*, 67(5), 1007-1017.

- [14] Raithel, S., & Schwaiger, M. 2014. The Effects of Corporate Reputation Perceptions of The General Public on Shareholder Value. *Strategic Management Journal*, 36, 945-956.
- [15] Fernández-Gámez, M. A., Gil-Corral, A. M., & Galán-Valdivieso, F. 2015. Corporate Reputation and Market Value: Evidence with Generalized Regression Neural Networks. *Expert Systems With Applications*, 1-8.
- [16] Erasputranto, R. A., & Hermawan, A. 2017. The Effect of Corporate Image on Company's Stock Return. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) 20*.
- [17] Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. 2009. The Stock Performance of America's 100 Best Corporate Citizens. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1065-1080.
- [18] Pfeffer, J., & Salancik, G. 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- [19] Spence, M. 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- [20] Assenga, M. P., Aly, D., & Hussainey, K. 2018. The Impact of Board Characteristics on The Financial Performance of Tanzanian Firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- [21] Palaniappan G. 2017. Determinants of Corporate Financial Performance Relating to Board Characteristics of Corporate Governance in Indian Manufacturing Industry: An Empirical Study. *European Journal of Management and Business Economics*, 26(1), 67-85.
- [22] Gotsi, M., & Wilson, A. M. 2001. Corporate Reputation: Seeking A Definition. *Corporate Communications: An International Journal*, 6(1), 24-30.
- [23] Putri, R. P. 2013. Dampak Pengungkapan Sumber Daya Manusia Terhadap Reputasi Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 2(3).
- [24] Kurniawati, L. D. 2015. Dampak Pengungkapan Sumber Daya Manusia Terhadap Reputasi Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Excellent dalam IMAC 2012-2013). *Skripsi Universitas Sanata Dharma Yogyakarta*.
- [25] Widiyanti, N. W., & Airlangga, A. J. 2017. Pengungkapan Sumber Daya Manusia Dan Pengaruhnya Terhadap Citra Perusahaan. *Prosiding Seminar Nasional dan Call For Paper Ekonomi dan Bisnis (SNAPER-EBIS)*, 426-433.
- [26] Handayati, R., & Zulyanti, N. R. 2018. Pengaruh Earning Per Share (EPS), Debt To Equity Ratio (DER), dan Return on Assets (ROA) terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Penelitian Ilmu Manajemen*, 3(1), 615-620.

- [27] Kanter, A. B., & Siagian, J. 2017. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Return Saham. *Fundamental Management Journal*, 2(2), 17-26.
- [28] Defawanti, A. R., & Paramita, R. S. 2018. Pengaruh Kinerja Keuangan, Tingkat Bunga dan Inflasi Terhadap Return Saham Perusahaan Sektor Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 6(3), 183-196.
- [29] Rostami, S., Rostami, Z., & Kohansal, S. 2016. The Effect of Corporate Governance Components on Return on Assets and Stock Return of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Procedia Economics and Finance*, 36, 137-146.
- [30] Jao, R., & Jimmiawan, D. 2018. Analisis Perbedaan Abnormal Return, Volume Perdagangan Saham Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Corporate Image Award. *Bongaya Journal for Research in Accounting (BJRA)*, 1(2), 25-31.
- [31] Rose, C., & Thomsen, S. 2004. The Impact of Corporate Reputation on Performance: Some Danish Evidence. *European Management Journal*, 22(2), 201-210.
- [32] Hillman, A. J., Withers, M., & Collins, B. J. 2009. Resource Dependence Theory: A Review. *Journal of Management*, 1-24.