

## PENGARUH KARAKTERISTIK DEWAN KOMISARIS, STRUKTUR KEPEMILIKAN, DAN AGRESIVITAS PAJAK PADA REAKSI PASAR

Ni Made Sanca Sri Sundari<sup>1</sup>  
Putu Ery Setiawan<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
e-mail: kadeksanca@yahoo.com / telp: +62 81 23 91 98 021

<sup>2</sup>Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang dapat mempengaruhi reaksi pasar saat publikasi laporan keuangan tahunan. Faktor yang dianalisis yaitu ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen, dan dewan komisaris wanita sebagai proksi karakteristik dewan komisaris; kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik sebagai proksi struktur kepemilikan; serta *effective tax rate* (ETR) sebagai proksi agresivitas pajak. Penelitian ini menggunakan perusahaan *Property, Real Estate*, dan *Building Construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2013 sebagai sampel yang dipilih secara *purposive sampling* dan dianalisis dengan analisis regresi linier berganda. Hasil analisis menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen, kepemilikan manajerial, institusional, dan publik tidak berpengaruh pada reaksi pasar sedangkan dewan komisaris wanita dan agresivitas pajak berpengaruh positif pada reaksi pasar.

**Kata kunci:** reaksi pasar, dewan komisaris, struktur kepemilikan, agresivitas pajak

### ABSTRACT

*This study aimed to determine the factors that influence the market reaction when publishing the annual financial statements. Factors that were analyzed are the sized of the board of commissioners, the board of commissioners independent, and women commissioners as a proxy for characteristic of commissioner; managerial, institutional, and public ownership as a proxy for ownership structure; and the effective tax rate (ETR) as a proxy for tax aggressiveness. This study used the companies Property, Real Estate, and Building Construction which is listed in Indonesian Stock Exchange in 2010-2013 as the sample were selected by purposive sampling and analyzed with multiple linear regressions analysis. The result of the analysis showed that the size of the board of commissioners, the board of commissioners independent, managerial ownership, institutional and public did not affect the market reaction while women commissioners and tax aggressiveness had a positive influence on market reaction.*

**Keywords:** market reaction, the board of commissioners, ownership structure, tax aggressiveness

## **PENDAHULUAN**

Perusahaan memerlukan dana yang cukup untuk dapat mempertahankan kelangsungan bisnisnya di tengah persaingan global saat ini. Perusahaan akan berusaha memberikan sinyal untuk menarik minat investor berinvestasi, misalnya dengan mempublikasikan laporan keuangan tahunan. Namun, investor sering kali hanya memperhatikan laba tanpa peduli akan cara memperolehnya (Restuningdyah, 2010). Jika manajemen lebih mementingkan diri sendiri maka harapan investor akan *return* yang diperoleh akan jatuh (Almilia dan Sifa, 2006).

Perlindungan efektif dari penerapan konsep *Good Corporate Governance* (GCG) dapat membuat pemegang saham yakin akan memperoleh *return* yang diharapkan (Nuswandari, 2009). Penerapan GCG dapat membuat perusahaan dipercaya mampu menyediakan informasi secara akurat, cepat, dan lengkap (Arifin, 2003). Oleh karena itu, reaksi pasar atas publikasi laporan keuangan tahunan dapat dipengaruhi oleh baik buruknya tata kelola perusahaan yang mempublikasikannya.

Dewan komisaris dan struktur kepemilikan merupakan mekanisme GCG yang berperan penting dalam mengawasi aktivitas manajemen. Perbedaan baik karakteristik dewan komisaris dan struktur kepemilikan akan berbeda pula kualitas pengawasannya terhadap manajemen sehingga akan timbul reaksi berbeda dari investor atas perubahannya. Karakteristik dewan komisaris yang dianalisis yakni dilihat dari ukuran, kebedaraan dewan komisaris independen, dan komisaris wanita, sedangkan struktur kepemilikan yang dianalisis yakni kepemilikan manajerial, institusional, dan publik.

Terdapat beberapa peneliti yang meneliti pengaruh karakteristik dewan komisaris pada reaksi pasar, namun hasilnya berbeda-beda. Agustia (2011) dan Agustia (2013) membuktikan adanya pengaruh positif, Rani *et al.* (2013) serta Huang dan Tomkins (2009) menemukan adanya pengaruh negatif, serta Butta dan Shah (2014) serta Rossi dan Cebula (2013) yang tidak menemukan adanya pengaruh antara ukuran dewan komisaris dan reaksi pasar. Butta dan Shah (2014) serta Rossi dan Cebula (2013) juga menemukan komisaris independen tidak berpengaruh pada reaksi pasar sedangkan Ifada dan Suhendi (2014) serta Huang dan Tompkins (2009) menemukan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif pada reaksi pasar. Penelitian Kang *et al.* (2010) dan Adams *et al.* (2011) menemukan bahwa investor menanggapi positif penunjukan dewan wanita. Sebaliknya, Rossi dan Cebula (2013) yang menemukan bahwa pasar saham bereaksi negatif pada kenaikan dewan komisaris wanita.

Penelitian Agustia (2011) membuktikan bahwa terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dengan reaksi pasar sedangkan terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan publik dengan reaksi pasar. Sebaliknya penelitian Agustia (2013) menemukan kepemilikan manajerial dan kepemilikan publik tidak berpengaruh pada reaksi pasar. Yuniasih (2005) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif pada *trading volume reaction* di sekitar pengumuman laba, sedangkan Ifada dan Suhendi (2014) membuktikan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh pada reaksi pasar.

Faktor lain yang diduga mempengaruhi reaksi pasar, yaitu agresivitas pajak. Agresivitas pajak merupakan upaya penurunan penghasilan kena pajak

melalui perencanaan pajak, mencakup perencanaan pajak yang legal, atau mungkin ke wilayah abu-abu, serta kegiatan yang illegal (Chen *et al.* 2008). Perusahaan dikatakan semakin agresif jika menggunakan berbagai celah dalam melakukan tindakan ini (Sari dan Martani, 2010). Agresivitas pajak dapat memberi keuntungan seperti adanya penghematan pajak untuk aktivitas investasi perusahaan (Wardana dan Martani, 2014), namun keuntungan yang diterima dari strategi agresivitas pajak ini akan sebanding dengan biaya yang dikeluarkan untuk menutupi aktivitas *rent extraction* (Zhou, 2011). Pasar mungkin akan bereaksi pada tindakan agresivitas pajak manajemen berdasarkan keuntungan dan kerugian tersebut.

Berdasarkan penjelasan di atas maka peneliti tertarik menguji kembali mengenai pengaruh karakteristik dewan komisaris, struktur kepemilikan dan agresivitas pajak pada reaksi pasar. Terlebih lagi masih sulit ditemukan literatur mengenai pengaruh dewan komisaris wanita dan agresivitas pajak pada reaksi pasar di Indonesia.

Puspitasari (2014) menyatakan bahwa salah satu tanda perusahaan yang baik, yaitu terbentuknya anggota dewan yang heterogen. Semakin besar ukuran dewan komisaris akan lebih berpeluang untuk meningkatkan keragaman dalam struktur dewan komisaris tersebut, baik keahlian, pendidikan, gender, dan sebagainya. Hal ini dapat membuat pengawasan semakin efektif dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan yang akan berdampak pada meningkatnya kepercayaan investor untuk melakukan investasi seperti yang dibuktikan oleh Agustia (2011) dan Agustia (2013) yang membuktikan adanya pengaruh positif

antara ukuran dewan komisaris dan reaksi pasar, sehingga dapat diajukan hipotesis:

H<sub>1</sub>: Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif pada reaksi pasar.

Aktivitas pengawasan manajer dari dewan komisaris akan lebih efektif jika didominasi oleh dewan independen (Fama and Jensen, 1983) karena mereka profesional dalam melakukan pengawasan (Minnick dan Noga, 2009). Hal ini dapat meyakinkan pemegang saham akan pengembalian investasi yang mereka tanamkan seperti yang dibuktikan oleh penelitian Ifada dan Suhendi (2014) serta Huang dan Tompkins (2009) yang menemukan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif pada reaksi pasar, sehingga dapat diajukan hipotesis:

H<sub>2</sub>: Dewan komisaris independen berpengaruh positif pada reaksi pasar.

Wanita dalam struktur dewan komisaris dipandang dapat mengurangi kemungkinan pengambilan resiko berlebih (Jianakoplos dan Bernasek, 1998 dalam Kang *et al.*, 2010), dan dapat meningkatkan transparansi (Richardson *et al.*, 2013). Adanya dewan komisaris wanita membuat kualitas pengawasan pada kinerja manajemen akan semakin optimal yang membuat pasar akan bereaksi positif pada penunjukan dewan komisaris wanita (Kang *et al.*, 2010 dan Adams *et al.*, 2011), sehingga dapat diajukan hipotesis:

H<sub>3</sub>: Dewan komisaris wanita berpengaruh positif pada reaksi pasar.

Kepemilikan manajerial yang semakin besar dapat membuat manajemen lebih giat melaksanakan tugasnya, yang mana untuk memenuhi harapan pemegang saham yang juga dirinya sendiri (Jensen dan Meckling, 1976).

Peningkatan kinerja membuat harapan investor mengenai *return* yang dihasilkan akan meningkat seperti yang dibuktikan oleh penelitian Agustia (2011) yang membuktikan bahwa terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dengan reaksi pasar, sehingga dapat diajukan hipotesis:

H<sub>4</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada reaksi pasar.

Pemegang saham institusional terlibat dalam pengambilan keputusan strategis sehingga pengawasan terhadap manajemen dapat berjalan secara efektif (Suranta, dkk., 2006). Hal ini membuat adanya peningkatan kepercayaan terhadap pemegang saham institusional yang ditandai dengan adanya respon positif pada saham institusional seperti yang dibuktikan oleh Yuniasih (2005) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif pada *trading volume reaction*, sehingga dapat diajukan hipotesis:

H<sub>5</sub>: Kepemilikan institusional berpengaruh positif pada reaksi pasar.

Pemegang saham publik dipandang kurang memperhatikan kebijakan strategis perusahaan dan kurang termotivasi mengontrol kerja manajer. Pengawasan yang kurang baik membuat kinerja tidak optimal sehingga tidak memberikan *return* sesuai harapan pemegang saham. Besarnya tingkat kepemilikan publik juga mengakibatkan semakin besar kemungkinan suatu *corporate action* memperoleh hambatan untuk dapat disetujui, akibatnya pasar akan merespon negatif karena tidak sesuai dengan harapannya (Wicaksono, 2002), sehingga dapat diajukan hipotesis:

H<sub>6</sub>: Kepemilikan publik berpengaruh negatif pada reaksi pasar.

Selain memberi keuntungan, agresivitas pajak juga dapat memicu penurunan harga saham apabila pemegang saham beranggapan agresivitas pajak yang dilakukan manajer dalam rangka *rent extraction* (Desai dan Dharmapala, 2006). Tata kelola yang buruk mengakibatkan penghindaran pajak yang agresif tidak bernilai bagi pemegang saham, dan bahkan mengurangi nilai perusahaan itu sendiri (Desai dan Dharmapala, 2006). Hasil survei *Political and Economic Risk Consultancy* pada tahun 2012 menyatakan bahwa tata kelola perusahaan di Indonesia masih tergolong lemah sehingga agresivitas pajak akan berpengaruh negatif pada reaksi pasar, sehingga dapat diajukan hipotesis:

H<sub>7</sub>: Agresivitas pajak berpengaruh negatif pada reaksi pasar.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini menggunakan perusahaan sektor *Property, Real Estate*, dan *Building Construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2013, yaitu sebanyak 47 perusahaan. Sampel dipilih secara *purposive sampling*. Adapun kriteria pemilihan sampel, yaitu: (1) perusahaan tercatat secara berturut-turut dari tahun 2010-2013, (2) menerbitkan laporan keuangan tahunan secara konsisten per tanggal 31 Desember, (3) tidak memiliki nilai laba negatif, (4) memiliki penghasilan bruto di atas Rp 50 milyar, dan (5) laporan keuangan tahunan dinyatakan dengan mata uang rupiah. Perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut sebanyak 25 perusahaan sehingga jumlah pengamatan sebanyak 100. Data sekunder yang digunakan diperoleh melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), *yahoo.finance.com*, dan *www.idx.co.id*.

Penelitian ini menggunakan dua jenis variabel. Pertama, variabel dependen yaitu reaksi pasar (Y), yang dalam penelitian ini diproksikan dengan *cumulative abnormal return* (CAR). CAR dapat dihitung dengan rumus:

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum_{i=t1}^{t2} AR_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

- AR<sub>i,t</sub> = *abnormal return* untuk saham i pada hari t, yang diukur dengan metode *market adjusted model*
- t1 = awal periode pengamatan (tiga hari sebelum tanggal publikasi laporan tahunan)
- t2 = akhir periode pengamatan (tiga hari setelah tanggal publikasi laporan tahunan)

Kedua, variabel independen, antara lain: (a) karakteristik dewan komisaris yang diproksikan dengan ukuran dewan komisaris, yaitu jumlah dewan komisaris, dewan komisaris independen, yaitu persentase dewan komisaris independen dalam struktur dewan komisaris dan dewan komisaris wanita yang diukur dengan memberi skor 0 jika tidak terdapat wanita dalam dewan komisaris dan 1 untuk sebaliknya; (b) struktur kepemilikan diproksikan dengan kepemilikan manajerial, institusional, dan publik yang diukur dengan persentase kepemilikan manajerial, institusional, dan publik dalam perusahaan; (c) *Effective Tax Rate* (ETR) sebagai proksi agresivitas pajak, yaitu efektivitas pembayaran pajak oleh perusahaan (Suyanto dan Supramono, 2012), yang dihitung dengan rumus:

$$ETR_{it} = \text{Beban pajak}_{it} / \text{Laba sebelum pajak}_{it} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

- ETR<sub>it</sub> = ETR perusahaan i pada periode ke t
- Beban pajak<sub>it</sub> = Beban pajak perusahaan i pada periode ke-t
- Laba sebelum pajak<sub>it</sub> = Laba sebelum pajak perusahaan i pada periode ke t

Data dianalisis dengan analisis regresi linier berganda pada tingkat signifikansi 5%. Sebelum melakukan analisis, terlebih dahulu dilakukan pengujian



asumsi klasik agar hasil analisis tidak bias. Model analisis regresi linier berganda yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + e \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

- Y = reaksi pasar;
- $\alpha$  = konstansta;
- $\beta_{1,2,3,4,5,6,7}$  = koefisien regresi;
- X<sub>1</sub> = ukuran dewan komisaris;
- X<sub>2</sub> = dewan komisaris independen;
- X<sub>3</sub> = dewan komisaris wanita;
- X<sub>4</sub> = kepemilikan saham manajerial;
- X<sub>5</sub> = kepemilikan saham institusional;
- X<sub>6</sub> = kepemilikan saham publik;
- X<sub>7</sub> = agresivitas pajak
- e = *residual term*.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk mempermudah memahami setiap variabel yang diteliti. Hasil pengujian statistik deskriptif ditunjukkan oleh Tabel 1 berikut.

**Tabel 1.**  
**Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasiasi
Y	100	-0,1560	0,1690	0,003480	0,0613787
X1	100	20,000	220,000	5,290,000	3,4824100
X2	100	0,2500	0,7500	0,405178	0,1029663
X3	100	0,0000	10,000	0,530000	0,5016100
X4	100	0,0000	0,0725	0,003727	0,0110892
X5	100	0,1400	0,9474	0,625087	0,1933480
X6	100	0,0526	0,8600	0,370726	0,1945872
X7	100	0,0380	0,8075	0,226337	0,1238237

Sumber: data diolah, 2014.

Tabel 1 di atas menunjukkan jumlah pengamatan dan karakteristik masing-masing variabel penelitian. Jumlah pengamatan yang dilakukan, yaitu sebanyak 100 pengamatan. Variabel reaksi pasar (Y) terlihat memiliki reaksi yang

bervariasi baik positif maupun negatif terhadap informasi yang dipublikasikan. Variabel ukuran dewan komisaris ( $X_1$ ) terlihat cenderung memiliki ukuran yang kecil. Variabel dewan komisaris independen ( $X_2$ ) terlihat cenderung rendah sehingga pengawasan lebih didominasi oleh dewan komisaris non independen. Variabel dewan komisaris wanita ( $X_3$ ) terlihat bervariasi dimana terdapat perusahaan yang memiliki dan tidak memiliki dewan komisaris wanita. Variabel kepemilikan manajerial ( $X_4$ ) dan kepemilikan publik ( $X_6$ ) terlihat cenderung rendah sehingga merupakan pemegang saham minoritas, sedangkan variabel kepemilikan institusional ( $X_5$ ) cenderung tinggi sehingga merupakan pemegang saham mayoritas dalam perusahaan. Variabel agresivitas pajak ( $X_7$ ) terlihat bahwa sampel memiliki tingkat agresivitas pajak yang bervariasi.

Pengujian asumsi klasik diperlukan untuk memperoleh model analisis yang tepat supaya prediksi tidak bias. Hasil pengujian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

**Tabel 2.**  
**Uji Normalitas**

		Unstandardized Residual
N		100
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	1.00635168
Most Extreme Differences	Absolute	.099
	Positive	.051
	Negative	-.099
Kolmogorov-Smirnov Z		.992
Asymp. Sig. (2-tailed)		.279

Sumber: data diolah, 2014.

Pengujian normalitas menggunakan metode One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test. Berdasarkan hasil pengujian diperoleh bahwa Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0.279, berarti bahwa residual berdistribusi normal.

**Tabel 3.**  
**Uji Autokolerasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.378 <sup>a</sup>	.143	.078	.98677	2.121

Sumber: data diolah, 2014.

Berdasarkan hasil pengujian diperoleh nilai DW adalah 2.121. setelah dibandingkan dengan nilai tabel Durbin-Watson, nilai DW 2.121 kurang dari 4-dU (2.1738) dan lebih besar dari dU (1.8262), yang berarti model bebas dari gejala autokorelasi.

**Tabel 4.**  
**Uji Multikolinieritas**

Variable	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
X1	0.874	1.144
X2	0.736	1.360
X3	0.777	1.286
X4	0.933	1.072
X5	0.768	1.303
X6	0.911	1.097
X7	0.791	1.264

Sumber: data diolah, 2014.

Hasil pengujian memperlihatkan nilai VIF semua variabel independen kurang dari 10 serta nilai *tolerance* lebih besar dari 0.10, berarti model bebas dari gejala multikolinieritas.

**Tabel 5.**  
**Uji Heterokedastisitas**

Variabel	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0.635	0.147		4.314	0
X1	-0.096	0.091	-0.166	-1.055	0.294
X2	0.044	0.099	0.066	0.445	0.657
X3	-0.98	1.395	-0.075	-0.702	0.484
X4	-0.1	0.104	-0.119	-0.96	0.339
X5	-0.055	0.434	-0.084	-0.127	0.899
X6	0.027	0.408	0.042	0.065	0.948
X7	0.056	0.069	0.087	0.811	0.419

Sumber: data diolah, 2014.

Pengujian ini menggunakan Uji Glejser. Berdasarkan tabel di atas terlihat nilai signifikansi semua variabel independen lebih besar dari 5%, berarti model bebas dari gejala heteroskedastisitas.

Ringkasan hasil analisis regresi linier berganda selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 6 berikut.

**Tabel 6.**  
**Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Linier Berganda**

Variabel	Koefisien regresi	Koefisien beta	$t_{hitung}$	Sig. T
A	Konstanta	17,349		0,490
$\beta_1$	$X_1$	0,044	0,150	0,147
$\beta_2$	$X_2$	0,840	0,084	0,456
$\beta_3$	$X_3$	0,470	0,230	0,038
$\beta_4$	$X_4$	-19,394	-0,209	0,464
$\beta_5$	$X_5$	-20,092	-3,781	0,425
$\beta_6$	$X_6$	-19,925	-3,773	0,428
$\beta_7$	$X_7$	2,918	0,352	0,001
$F_{hitung} = 2,191$				
$Sig. F = 0,042$				
$R^2 = 0,143$				
$Adjusted R^2 = 0,078$				
$Y = 17.349 + 0.044X_1 + 0.840X_2 + 0.470X_3 - 19.394X_4 - 20.092X_5 - 19.925X_6 + 2.918X_7 + e$				

Sumber: data diolah, 2014.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa uji F memiliki tingkat signifikansi sebesar  $0,042 < 0,05$  berarti model regresi yang diperoleh layak untuk memprediksi reaksi pasar. Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,078 yang berarti bahwa sebesar 7,8% reaksi pasar dijelaskan oleh karakteristik dewan komisaris, struktur kepemilikan saham, dan agresivitas pajak, sedangkan sisanya reaksi pasar dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan ke dalam model analisis.

Tingkat signifikansi ukuran dewan komisaris ( $X_1$ ) sebesar  $0,147 > 0,05$  berarti bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh pada reaksi pasar. Hal ini disebabkan oleh data ukuran dewan komisaris cenderung homogen atau kurang

bervariasi sehingga sulit mengukur secara tepat pengaruh ukuran dewan komisaris pada reaksi pasar. Hasil ini sesuai dengan penelitian Butta dan Shah (2014) serta Rossi dan Cebula (2013).

Tingkat signifikansi dewan komisaris independen ( $X_2$ ) sebesar  $0,456 > 0,05$  berarti bahwa dewan komisaris independen tidak berpengaruh pada reaksi pasar. Hal ini dikarenakan komposisi dewan komisaris independen cenderung rendah yang menandakan bahwa komposisi dewan komisaris independen masih lebih kecil dibandingkan dewan komisaris non independen. Pengambilan keputusan secara dominan akan dipengaruhi oleh dewan komisaris non independen, sehingga tidak terdapat perbedaan kinerja baik ada maupun tidak ada dewan komisaris independen dalam perusahaan dan membuat pasar mencari informasi yang lebih relevan dalam melakukan investasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian Butta dan Shah (2014), serta Rossi dan Cebula (2013).

Tingkat signifikansi dewan komisaris wanita ( $X_3$ ) sebesar  $0,038 < 0,05$  serta koefisien regresi bertanda positif (0,470), berarti bahwa dewan komisaris wanita berpengaruh positif pada reaksi pasar. Hal ini disebabkan karena pasar percaya keberadaan wanita dalam dewan komisaris dapat meningkatkan pengawasan. Keberadaan wanita dalam struktur dewan komisaris dapat mengurangi kemungkinan pengambilan risiko yang berlebihan dalam keputusan strategis karena wanita lebih menunjukkan penghindaran risiko dalam pengambilan keputusan keuangan daripada laki-laki (Jianakoplos dan Bernasek, 1998 dalam Kang *et al.*, 2010). Hasil penelitian Adams *et al.* (2011) dan Kang *et al.* (2010) juga menemukan hasil yang sama.

Tingkat signifikansi kepemilikan manajerial ( $X_4$ ) sebesar  $0,464 > 0,05$ , berarti kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada reaksi pasar. Hal ini dikarenakan kepemilikan manajerial yang cenderung rendah, sehingga manajemen belum merasa ikut memiliki perusahaan. Hal ini membuat kinerja manajemen tidak memiliki perbedaan baik ada maupun tidak ada kepemilikan manajerial dalam perusahaan, sehingga tidak dapat menjamin diperolehnya *return* yang diharapkan pemegang saham. Hasil ini sesuai dengan penelitian Butta dan Shah (2014) serta Agustia (2013).

Tingkat signifikansi kepemilikan institusional ( $X_5$ ) sebesar  $0,425 > 0,05$  berarti bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh pada reaksi pasar. Hal ini dikarenakan data kepemilikan institusional cenderung tinggi atau tidak bervariasi sehingga menyebabkan sulit mengukur secara tepat pengaruh kepemilikan institusional pada reaksi pasar. Hasil ini sesuai dengan penelitian Ifada dan Suhendi (2014).

Tingkat signifikansi kepemilikan publik ( $X_6$ ) sebesar  $0,428 > 0,05$  berarti bahwa kepemilikan publik tidak berpengaruh pada reaksi pasar. Hal ini disebabkan karena kepemilikan publik pada perusahaan sampel cenderung rendah, sehingga pemegang saham publik bukan merupakan pemegang saham mayoritas. Hal ini berarti terdapat pemegang saham pengendali yang lebih dapat menekan dan mengawasi kinerja manajemen, sehingga ada tidaknya kepemilikan publik dalam perusahaan tidak akan berpengaruh pada kinerja manajemen sehingga pasar tidak bereaksi atas perubahannya. Hasil ini sesuai dengan penelitian Agustia (2013).

Tingkat signifikansi agresivitas pajak ( $X_7$ ) sebesar  $0,001 < 0,05$ , serta koefisien regresi bertanda positif (2.918), berarti bahwa agresivitas pajak berpengaruh positif pada reaksi pasar. Hasil ini berbanding terbalik dengan penelitian Hanlon dan Slemrod (2009) yang menemukan bahwa pasar bereaksi negatif pada berita tentang agresivitas pajak perusahaan. Hal ini karena laba fiskal yang tinggi dapat menyebabkan *return* saham semakin rendah, sehingga investor lebih suka manajemen melakukan agresivitas pajak (Oktavia dan Jauhari, 2010). Investor juga percaya risiko agresivitas pajak dapat diminimalisasi karena perusahaan dipercaya memiliki tata kelola yang baik. Hal ini dapat dilihat dari hasil pengujian yang membuktikan bahwa dewan komisaris wanita berpengaruh positif pada reaksi pasar. artinya pasar percaya bahwa perusahaan memiliki tata kelola yang baik dengan mengangkat dewan komisaris wanita. Dewan komisaris wanita dipercaya dapat meningkatkan kualitas pengawasan karena wanita lebih menunjukkan penghindaran risiko dalam pengambilan keputusan keuangan daripada laki-laki (Jianakoplos dan Bernasek, 1998 dalam Kang *et al.*, 2010).

## **SIMPULAN DAN SARAN**

Simpulan dari hasil penelitian yakni ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen, kepemilikan manajerial, institusional, dan publik tidak berpengaruh pada reaksi pasar. Sebaliknya, dewan komisaris wanita dan agresivitas pajak berpengaruh positif pada reaksi pasar.

Saran yang dapat diajukan yakni: (1) nilai *adjusted R<sup>2</sup>* yang rendah pada penelitian ini membutuhkan penambahan variabel-variabel baru yang mungkin mempengaruhi reaksi pasar, sehingga penelitian selanjutnya sebaiknya

mempertimbangkan variabel baru yang mempengaruhi reaksi pasar; (2) disarankan menggunakan proksi reaksi pasar yang berbeda untuk membandingkan hasil penelitian dengan penelitian selanjutnya; (3) penelitian selanjutnya supaya hasil penelitian dapat digeneralisasi maka sebaiknya menggunakan seluruh perusahaan di Bursa Efek Indonesia sebagai sampel penelitian.

## **REFERENSI**

- Adams, R., Gray, S., and Nowland, J. 2011. Does Gender Matter In The Boardroom? Evidence From The Market Reaction To Mandatory New Director Announcements. *Available at paper.ssrn.com*
- Agustia, Dian. 2011. Effect Of Good Corporate Governance to Social Responsibility at Finance, Trade, Services And Investment Registered At At Stock Exchange In Indonesia. *Journal Of Basic And Applied Scientific Research*, 1(9): pp:1250-1254.
- ..... 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Dewan Komisaris Terhadap *Corporate Social Responsibility* dan Reaksi Pasar. *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 17(3); h; 376-390.
- Almilia, L. S., dan L. Sifa. 2006. Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance Perception Index Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *SNA IX Padang*.
- Arifin, Zaenal. 2003. Pengaruh Corporate Governance Terhadap Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Pada Saat Pengumuman Earnings. *SNAVI Surabaya*.
- Bhutta, N., T., and S. Z. A. Shah. 2014. Investors' reaction To The Implementation Of Corporate Governance Mechanisms. *Open Journal Of Accounting*, 2014, 3, Pp:3-8
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q and Shevlin, T. 2008. Are Family Firms More Tax Aggressive Than Non-Family Firms?. *Available at paper.ssrn.com*
- Desai, M. A. and D. Dharmapala. 2006. Corporate Tax Avoidance and High Powered Incentives. *Journal Of Financial Economics*, 79: pp:145-179.
- Fama, E., F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. *Available at paper.ssrn.com*



- Hanlon, M., and J. Slemrod. 2009. What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence From Stock Price Reactions to News About Tax Shelter Involvement. *Journal Of Publik Economics* 93: pp:126–141.
- Huang, R., And J. G. Tompkins. 2009. Corporate Governance and Investor Reactions to Seasoned Equity Offerings. *Available at paper.ssrn.com*
- Ifada, L., M., and C. Suhendi. 2014. Market Reaction Based On Corporate Governance Structure. *International Journal Of Business, Economics And Law*, 4(2): Pp:25-30
- Jensen, M. and W. H Meckling, 1976. Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Available at paper.ssrn.com*
- Kang, E., Ding, D. K., and Charoenwong, C. 2010. Investor Reaction To Women Directors. *Journal Of Business Research*, 63(8): pp:888-894.
- Minnick, Kristina and Tracy Noga. 2009. Do Corporate Governance Characteristics Influence Tax Management?. *Available at researchgate.net*
- Nuswandari, Cahyani. 2009. Pengaruh Corporate Governance Perception Index Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 16(2): h:70-84.
- Oktavia dan A. Jauhari. 2010. Pengaruh Perencanaan Pajak Terhadap Return Saham Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 10(1): H:45-72.
- Political and Economic Risk Consultancy. 2012. Skror Good Corporate Governance Di Asia Tenggara Tahun 2012. Dapat diakses pada [www.asiarisk.com](http://www.asiarisk.com)
- Puspitasari, Dyna. 2014. Pengaruh Keberadaan Wanita Dalam Keanggotaan Dewan, Profitabilitas, Leverage, Rasio Aktivitas Perusahaan, Ukuran Perusahaan, dan Dewan Komisaris Independen Terhadap Restatement Laporan Keuangan Perusahaan. *Skripsi Universitas Diponegoro*, Semarang.
- Rani, N., Y. Surendra S., Jain P. K. 2013. Impact Of Corporate Governance Service On Short-Term Performance Of Merger And Acquisition. *Amity Global Business Review*, 8, pp: 43
- Restuningdiah, Nurika. 2010. Perataan Laba Terhadap Reaksi Pasar Dengan Mekanisme GCG dan CSR Disclosure. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 3(3): h:241-260.
- Richardson, G., Lanis R., and Taylor G. 2013. Women On The Board Of Directors And Corporate Tax Aggressiveness: An Empirical Analysis. [unisa.edu.au](http://unisa.edu.au)

- Rossi, F., and Richard Cebula. 2013. Stock Market Reactions to Announcements of Board of Director Appointments: Evidence From Italy. *Munich Personal Repec Archive Paper No. 58403*.
- Sari, K. D. dan Dwi Martani. 2010. Karakteristik Kepemilikan Perusahaan, Corporate Governance, Dan Tindakan Pajak Agresif. *SNA XIII Purwokerto*.
- Suranta, E., Pratana P. Mudiastuty, dan Fitriwati Ilyas. 2006. Reaksi Pasar Terhadap Hubungan Antara Praktek Perataan Laba Dengan Kualitas Auditor, Ukuran Dewan Direksi, Kepemilikan Institusional dan Manajerial, dan Kompensasi. *Proceeding KNA Trisakti*
- Suyanto, K. D., dan Supramono. 2012. Likuiditas, Leverage, Komisaris Independen, dan Manajemen Laba Terhadap Agresivitas Pajak Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan Mei 2012, 16(2): h:167-177*.
- Wardana, D. P., dan Martani D. 2014. Pengaruh Book Tax Differences Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Relevansi Laba. *SNA XVII Mataram*
- Wicaksono, A. A. 2002. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Dan Publik, Ukuran Perusahaan, Ebit/Sales, Dan Total Hutang/Total Asset Terhadap Nilai Perusahaan Yang Telah Go Publik Dan Tercatat Di Bursa Efek Jakarta. *Tesis Pada Program Magister Manajemen Manajemen Universitas Diponegoro; Semarang*.
- Yuniasih, Rafika. 2005. The Effect Of Institutional Ownership To Volume Reaction Around Earnings Announcements At The Jakarta Stock Exchange. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, 2(2); h; 29-47*.
- Zhou, Ying. 2011. Ownership Structure, Board Characteristics, And Tax Aggressiveness. *Theses And Dissertations, Paper 3: commons.ln.edu.hk*