

REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN *CORPORATE GOVERNANCE PERCEPTION INDEX*

Ni Made Sasmita Dwi Utami¹

I Gde Ary Wirajaya²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia

email: nimadesasmita@gmail.com / +62 83 11 99 03 85 4

ABSTRAK

Institute for Corporate Governance (ICG) yang bekerja sama dengan majalah SWA sebagai media publikasi. Tujuannya untuk membuat pemeringkatan indeks terbaik dari setiap perusahaan yang telah melaksanakan konsep *good corporate governance* dan satu-satunya di Indonesia. Penelitian *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) merupakan hasil penelitian *The Indonesian* ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar atas pengumuman CGPI yang ditunjukkan dengan *abnormal return* dan *trading volume activity*. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang tersurvei CGPI selama tahun 2010-2014. Teknik sampling menggunakan *non probability sampling* yaitu *purposive sampling* dan terpilih 95 sampel. Pengujian hipotesis dilakukan dengan *one sample t-test* dan *Two ways analysis of variance* (ANOVA). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Pengumuman CGPI direaksi oleh pasar ditunjukkan *trading volume activity* yang signifikan. Selain itu, pengujian menunjukkan tidak ada perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* yang signifikan pada masing-masing predikat di setiap periode jendela.

Kata kunci: *Pengumuman Corporate Governance Perception Index, Abnormal Return, Trading Volume Activity*

ABSTRACT

Corporate Governance Perception Index (CGPI) is the result of research of *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (ICG) in cooperation with SWA magazine as a media publication. The goal is to create an index ranking of the best of each companies that has implemented the concept of *good corporate governance* and the only one in Indonesia. This study aims to determine the market reaction to the announcement CGPI shown with *abnormal return* and *trading volume activity*. This study population is a company that surveyed CGPI during 2010-2014. Sampling techniques using *non-probability sampling* is *purposive sampling* and selected 95 samples. Hypothesis testing is done is *one-sample t-test* and *Two ways analysis of variance* (ANOVA). These results indicate that the announcement CGPI reacted by market demonstrated significant *trading volume activity*. Additionally, testing showed no difference in *abnormal return* and *trading volume activity* significantly in each predicate in each window period.

Keywords: *Announcement of Corporate Governance Perception Index, Abnormal Return, Trading Volume Activity*

PENDAHULUAN

Good Corporate Governance (GCG) menarik perhatian dunia ketika munculnya kasus Enron, Worldcom, Parmalat, dan Tyco. Perusahaan tersebut

mengalami kebangkrutan akibat buruknya tata kelola. Penelitian Khatri (2015), menjelaskan bahwa berbagai perusahaan di dunia mulai melakukan upaya untuk mengeluarkan dan mengembangkan prinsip maupun standar tata kelola perusahaannya, yakni *corporate governance*. Dilaksanakannya *corporate governance* secara berkelanjutan diharapkan memberi dampak positif bagi pihak internal maupun eksternal perusahaan. Penelitian Brown dan Caylor (2006) menyatakan bahwa para investor dalam pengambilan keputusannya dapat menggunakan konsep *corporate governance* sebagai bahan pertimbangan. Investor maupun calon investor tidak hanya menggunakan laporan keuangan sebagai tolok ukur pengambilan keputusan, tetapi laporan *corporate governance* juga tak kalah pentingnya.

Penelitian Praptiningsih pada tahun 2009 menjelaskan bahwa *corporate governance* masih menjadi masalah selama periode pasca krisis keuangan di Asia, seperti di Indonesia, Thailand, Filipina dan Malaysia. Konsep *Good Corporate Governance* di Indonesia tampak pada era krisis moneter yang melanda tahun 1998 menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan saat itu sangat memperhatikan. Peristiwa ini searah dengan penelitian Johnson *et al.* (2000) menunjukkan bahwa kualitas *corporate governance* yang rendah pada masa krisis akan berdampak negatif pada pasar saham negara bersangkutan. Tata kelola yang baik diperlukan dalam kondisi krisis tersebut. Menurut Mitton (2000), *corporate governance* dinilai memiliki pengaruh kuat untuk memperbaiki kinerja perusahaan selama periode krisis.

Penerapan konsep *corporate governance* di Indonesia semakin meningkat pasca krisis seiring dengan tuntutan prinsip transparansi dan akuntabilitas perusahaan.

Dukungan pemerintah Indonesia terhadap *corporate governance* ditunjukkan melalui ketetapan peraturan menteri negara BUMN Nomor PER - 01/MBU/2011 tentang Penerapan tata kelola perusahaan yang baik pada Badan Usaha Milik Negara. Peraturan tersebut mewajibkan BUMN untuk menerapkan *corporate governance* secara konsisten. Pada tahun 2014, berdasarkan data dari *Indonesian Institute for Corporate Governance Directorship* (IICD) yang mengukur pelaksanaan *Good Corporate Governance* di kawasan Asia Tenggara menyatakan bahwa Indonesia menempati peringkat kedua terbawah (dikutip dari market.bisnis.com). Hal ini mengindikasikan bahwa peraturan menteri negara BUMN tersebut belum cukup untuk memperbaiki kualitas *corporate governance* di Indonesia

Konsep *Corporate governance* diharapkan dapat menciptakan persaingan yang sehat maupun iklim usaha yang kondusif. Beasley *et al.* (2001) memberikan bukti empiris bahwa kinerja suatu perusahaan akan cenderung meningkat apabila menerapkan *corporate governance*. Sejalan dengan hal tersebut, Penelitian Gompers *et al.* (2003) menunjukkan bahwa antara indeks *corporate governance* dengan kinerja jangka panjang terdapat hubungan positif. Indeks *corporate governance* yang tinggi akan meningkatkan kinerja jangka panjang perusahaan, hal ini akan berdampak pada ketertarikan investor.

Utama (2012) menyatakan sumber-sumber *corporate governance* yang mulai banyak diteliti dalam perusahaan kemudian dikembangkan oleh lembaga peneliti, salah satu informasi yang dapat digunakan adalah *corporate governance perception index* (CGPI). CGPI merupakan hasil penelitian dari lembaga *The Indonesian*

Institute for Corporate Governance (IICG) yang bekerja sama dengan majalah SWA sebagai media publikasi melakukan penelitian terhadap *corporate governance* suatu perusahaan. Indeks pemeringkatan CGPI ini dilakukan setiap satu tahun sekali. Peringkat CGPI yang baik menggambarkan manajemen telah mengelola perusahaan dengan baik sehingga dapat meningkatkan citra perusahaan bagi investor. Peringkat *corporate governance* menjadi isu penting untuk mengawasi perusahaan dalam melakukan praktik kinerjanya (Low dan Poon, 2008). CGPI mengapresiasi perusahaan yang telah menerapkan *good corporate governance* dengan peringkat “Sangat terpercaya”, “Terpercaya”, dan “Cukup Terpercaya”.

Diumumkannya CGPI akan memberikan pengaruh bagi investor untuk melakukan transaksi di sekitar tanggal pengumumannya. Santoso dan Shanti (2007) berpendapat penerapan *corporate governance* diharapkan dapat berfungsi sebagai alat yang memberikan keyakinan kepada investor bahwa mereka akan menerima *return*. Pengumuman CGPI berkaitan dengan teori efisiensi pasar setengah kuat dimana harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan tersebut, dapat mempengaruhi harga sejumlah saham perusahaan di seputar tanggal pengumuman, (Hartono, 2014:586). Pada penelitian ini, pengumuman CGPI merupakan informasi yang dipublikasikan dan diharapkan mampu mengubah harga sejumlah sekuritas di seputar tanggal pengumuman peristiwa.

CGPI dapat memberikan reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* dan *trading volume activity* (Wirajaya, 2011). Pengaruh

pengumuman CGPI dimungkinkan dapat memberi reaksi positif oleh pasar sehingga memberikan kepercayaan kepada investor. Pentingnya suatu informasi dapat ditunjukkan melalui respon pasar di sekitar tanggal pengumuman tersebut. Adanya perubahan *abnormal return* dan pergerakan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman membuktikan bahwa CGPI memiliki informasi yang dimungkinkan dapat memengaruhi perilaku harga saham. Pengujian kandungan informasi dalam suatu peristiwa, dilakukanlah *event study* (studi peristiwa). Penelitian ini menguji kandungan informasi pengumuman CGPI selama periode 2010-2014. Kandungan informasi tersebut ditunjukkan dengan adanya reaksi pasar di seputar tanggal pengumuman. Periode jendelanya berjangka pendek yaitu selama tujuh hari (tiga hari sebelum pengumuman, saat pengumuman, dan tiga hari setelah pengumuman CGPI).

Penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang beragam. Almilia dan Sifa (2006) menguji reaksi pasar terhadap pengumuman CGPI tahun 2001-2003 dengan membagi perusahaan kelompok sepuluh besar dan non sepuluh besar. Penelitian tersebut diperoleh bukti bahwa pengumuman CGPI pada kedua kelompok tersebut direaksi pasar dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Hasil yang sejalan ditunjukkan oleh penelitian Wirajaya (2011) yang menguji CGPI tahun 2006-2008 berdasarkan peringkat baik dan cukup. Penelitian Nafiati dan Mahidin pada tahun 2013 juga menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar di seputar tanggal pengumuman CGPI dilihat dari *abnormal return* dan *trading volume activity* yang signifikan. Namun, hasil yang berbeda ditunjukkan

oleh penelitian Nalitami (2012); dan Tedjakusuma (2012) menyatakan tidak ada *abnormal return* yang signifikan, tetapi terdapat *trading volume activity* yang signifikan di seputar tanggal pengumuman CGPI.

Pengumuman pemeringkatan CGPI selama tahun 2010-2014 dapat memberikan reaksi pasar. Hal ini menarik minat penulis apakah ada fenomena ekonomi yang secara sistematis dapat berpengaruh terhadap harga saham maupun volume perdagangan saham perusahaan tersurvei CGPI di sekitar tanggal peristiwa. Selain itu, inkonsistensi penelitian terdahulu mendorong penulis untuk melakukan pada periode terkini. Penelitian ini merupakan perkembangan dari penelitian terdahulu dengan dimensi waktu berbeda, periode observasi selama lima tahun, serta teknik analisis yang berbeda agar hasil penelitian mampu mepresentasikan kondisi yang sebenarnya. Pengelompokkan dilakukan berdasarkan peringkat CGPI yang terdiri dari Sangat Terpercaya, Terpercaya, dan Cukup Terpercaya. Penelitian ini mengelompokkan pengamatan pada jenis peringkat CGPI untuk mengetahui apakah setiap predikat mempunyai kandungan informasi yang berbeda sehingga pasar reaksi pasar dapat berbeda.

Pokok permasalahan penelitian ini adalah (1) Apakah terdapat reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman CGPI? (2) Apakah terdapat reaksi pasar berbeda yang ditunjukkan dengan *abnormal return* pada masing-masing peringkat CGPI? (3) Apakah terdapat reaksi pasar berbeda yang ditunjukkan dengan *trading volume activity* pada pada masing-masing peringkat CGPI?.

Adapun teori yang mendukung penelitian ini adalah *event study* atau studi peristiwa. *Event study* dilakukan untuk menguji kandungan informasi di seputar tanggal pengumuman CGPI selama tahun 2010-2014. *Event Study* adalah bagaimana mengukur pengaruh suatu peristiwa tertentu terhadap suatu nilai perusahaan (Mackinlay, 1997). Jika suatu pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman.

Teori kedua adalah efisiensi pasar. Konsep suatu pasar yang efisien menunjukkan bahwa adanya suatu harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respons atas informasi baru yang masuk ke pasar (Tandelilin, 2010:219). Fama (1970) dalam Hartono (2014:586) menyajikan tiga bentuk utama dari efisiensi pasar, yaitu efisiensi pasar bentuk lemah, bentuk setengah kuat, dan bentuk kuat.

Teori ketiga adalah *Good Corporate Governance*. *Finance Committee on Corporate Governance Malaysia* dalam Herwidayatmo (2000) mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai proses dan struktur yang digunakan untuk mengarahkan perusahaan ke arah peningkatan pertumbuhan bisnis dan akuntabilitas perusahaan. *Indonesian Institute of Corporate Governance* (IICG) mendefinisikan *Good Corporate Governance* sebagai proses dan struktur yang diterapkan dalam pengelolaan suatu perusahaan, yang bertujuan untuk meningkatkan nilai pemegang saham jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders*. La Porta *et al.* (2002) menyatakan bahwa investor dapat memberikan kepercayaan kepada perusahaan yang memberikan kembali dana dalam bentuk bunga maupun

dividen. Penelitian Neal dan Cochran (2008) juga mendukung pernyataan tersebut, bahwa dengan suatu perusahaan akan member lebih atas perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance*. Lima prinsip *Good Corporate Governance* yakni *Transparancy, Accountanbility, Responsibility, Indenpendency*, dan *Fairness* sangat penting untuk meningkatkan kualitas pelaporan keuangan dan mengurangi ketidakteraturan dalam tanggung jawab suatu perusahaan (Mukhtaruddin dkk., 2014).

Corporate Governance Perception Index (CGPI) merupakan program riset pemeringkatan penerapan tata kelola perusahaan yang baik pada perusahaan publik dan BUMN di Indonesia (dikutip dari *website* www.iicg.org). Pemeringkatan indeks *corporate governance* oleh *The Indonesia Institute for Corporate Governance* (IICG) telah dilaksanakan sejak tahun 2001. Program ini bekerjasama dengan majalah SWA sebagai mitra media publikasi. IICG merupakan independen yang didirikan pada tanggal 2 Juni 2000 bertujuan untuk memasyarakatkan konsep, praktik dan manfaat *corporate governance* kepada dunia usaha maupun masyarakat luas. Visi IICG adalah menjadi lembaga yang bermatabat demi lingkungan bisnis yang sehat. IICG juga memiliki misi untuk menjadi acuan penciptaan praktik bisnis yang sehat.

CGPI dibentuk guna meningkatkan kualitas *good corporate governance* dengan melakukan evaluasi yang berkelanjutan. Pada CGPI tahun 2013 terdapat 12 aspek penilaian CGPI, yaitu Komitmen, Transparansi, Akuntabilitas, Rensponsibilitas, Independensi, Keadilan, Kepemimpinan, Strategi, Etika, Budaya, Visi Misi Nilai

dan Makna, serta Organisasi Pembelajar. Berdasarkan CGPI 2013, manfaat CGPI adalah membenahi faktor internal perusahaan yang belum sesuai dengan dan mendukung terwujudnya *Good Corporate Governance*; memetakan masalah strategis yang terjadi di perusahaan dalam penerapan *Good Corporate Governance*; meningkatkan kesadaran seluruh pihak (*stakeholder*) perusahaan terhadap urgensi dan manfaat *Good Corporate Governance*; meningkatkan kepercayaan investor dan masyarakat luas; menjadi indikator atau standar mutu serta pengakuan terhadap penerapan *Good Corporate Governance*; dan mewujudkan komitmen perusahaan untuk menerapkan *Good Corporate Governance*.

Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*. Hartono (2014:647) dalam bukunya berjudul *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* Edisi Kesembilan menyatakan bahwa *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan investor). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi. Muradoglu dan Sheeja (2012) menyatakan bahwa informasi yang dinilai memiliki kandungan informasi, dapat meningkatkan *abnormal return*. Perhitungan *abnormal return* dapat dijabarkan sebagai berikut (Hartono, 2014:648).

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}] \dots\dots\dots(1)$$

Dimana:

RTNi,t = return tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$E[R_{i,t}]$ = return ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

Cara menghitung return sesungguhnya dan return ekspektasi adalah sebagai berikut. Return sesungguhnya atau realisasian merupakan return yang terjadi pada saham perusahaan. Metode yang digunakan untuk menghitung return realisasian dalam penelitian ini adalah metode return total yaitu dengan menggunakan *capital gain/loss* karena keterbatasan dalam mendapatkan *yield*. Perhitungan tersebut adalah sebagai berikut.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \dots\dots\dots (2)$$

Sumber: Hartono (2014:648)

Dimana:

$(R_{i,t})$ = *return* sesungguhnya

$(P_{i,t})$ = harga harian sekuritas i pada waktu ke-t,

$(P_{i,t-1})$ = harga saham harian sekuritas i pada waktu t-1.

Perhitungan *return* ekspektasian penelitian ini menggunakan model Disesuaikan Pasar (*Market Adjusted Model*). Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah indeks pasar pada saat tersebut. Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut. Indeks pasar yang dipilih di Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) (Hartono, 2014:659). IHSG merupakan indikator pergerakan

harga saham di BEI. Indeks IHSG mencakup pergerakan harga seluruh saham yang tercatat di BEI. Pergerakan IHSG dapat dijadikan indikator bagaimana kondisi pasar.

H1: Terdapat reaksi pasar di seputar pengumuman CGPI

Trading Volume Activity juga merupakan proksi reaksi pasar dalam penelitian ini. *Trading Volume Activity* merupakan banyaknya lembar saham perusahaan yang diperdagangkan dalam satu hari perdagangan. Cara menghitung *Trading Volume Activity* adalah dengan membagi saham yang diperdagangkan dengan saham yang beredar pada waktu tertentu. Holthausen dan Verrechia (1990) dalam Hastuti dan Sudibyo (1998) berpendapat bahwa suatu pengumuman yang tidak membawa informasi baru tidak akan mengubah kepercayaan investor sehingga mereka tidak akan melakukan perdagangan. Sebaliknya dengan adanya informasi baru akan membawa perubahan kepercayaan yang akan memotivasi investor dalam melakukan kegiatan perdagangan.

H2: Terdapat perbedaan *abnormal return* pada masing-masing peringkat Corporate Governance Perception Index

Penelitian Pan dan Poteshman (2006) menunjukkan bahwa volume perdagangan menunjukkan efek yang sangat kuat terhadap informasi harga saham masa depan di sekitar pengumuman berita. Kegiatan perdagangan saham diukur dengan menggunakan *Trading Volume Activity* (TVA). Menurut Hastuti dan Sudibyo (1998), perdagangan saham yang terjadi pada waktu tertentu yang diperoleh dengan membandingkan atau membagi antara saham yang diperdagangkan dengan saham yang beredar di bursa efek. Santoso dan Shanti (2007) menyatakan bahwa *trading*

volume activity dapat digunakan untuk melihat apakah investor secara individual menilai informasi CGPI sebagai sinyal positif atau negatif untuk membuat keputusan perdagangan saham. Apabila terjadi pergerakan harga saham di sekitar tanggal pengumuman CGPI, mengindikasikan bahwa CGPI memiliki kandungan informasi (Lestari dan Subekti, 2013). Rumusan hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut.

H3: Terdapat perbedaan *trading volume activity* pada masing-masing peringkat *Corporate Governance Perception Index*

METODE PENELITIAN

Penelitian yang dilakukan merupakan jenis penelitian *event study* (studi peristiwa) dengan melakukan pengujian hipotesis. Penelitian ini menggunakan pendekatan studi kasus pada perusahaan yang tersurvei dalam peringkat *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) tahun 2010 – 2014. Penelitian ini diharapkan dapat menjelaskan bagaimana reaksi pasar atas pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). Penelitian dilakukan di perusahaan yang tersurvei CGPI periode 2010-2014 dengan mengakses situs bursa efek Indonesia, IICG, *yahoo finance* dan majalah SWA. Ruang lingkup penelitian ini dibatasi pada perusahaan yang tersurvei *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) tahun 2010-2014. Obyek penelitian ini adalah pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) tahun 2010-2014, *abnormal return*, dan *trading volume activity*. Variabel-variabel penelitian ini adalah variabel bebas (*Independent Variable*) diantaranya adalah Pengumuman *Corporate Governance Perception Index*

(CGPI) dan variabel terikat (*Dependent Variable*) adalah *abnormal return* dan *trading volume activity*.

Definisi operasional merupakan suatu definisi yang dinyatakan dalam bentuk istilah yang diuji secara spesifik atau dengan pengukuran tertentu (Arfan, 2008:62), dalam penelitian ini adalah pengumuman *Governance Perception Index* (CGPI), *abnormal return* dan *trading volume activity*. Pengumuman CGPI merupakan tanggal pengumuman CGPI di majalah SWA tahun 2010-2014. Tanggal pengumuman CGPI (*event date*) selama tahun 2010-2014 berturut-turut adalah 9 Desember 2010, 19 Desember 2011, 20 Desember 2012, 23 Desember 2013, dan 18 Desember 2014. *Event window* (periode pengamatan) yang digunakan t-3 sampai t+3. Tanggal pengumuman CGPI diidentifikasi sebagai hari ke nol (t=0). Periode pengamatan yang digunakan adalah +/- 3 hari karena untuk mengetahui apakah pengumuman CGPI direspon pasar secara signifikan. *Abnormal return* yang terjadi diharapkan selama 3 hari sebelum pengumuman, pada saat pengumuman, dan 3 hari setelah pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). *Return* ekspektasi dihitung dengan *market adjusted model*, yang menggunakan *return* indeks pasar (IHSG) pada periode jendela. Pasar modal Indonesia nilai dan volume transaksi yang cenderung bergerak pada saat tertentu dan IHSG mampu mencerminkan kondisi pasar saat ini (Junaedi, 2005). Rumus perhitungan *abnormal return* selama *event window* oleh Hartono (2014:647) dijabarkan sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \dots\dots\dots (3)$$

$$Rm_t = \frac{(IHSG_t) - (IHSG_{t-1})}{(IHSG_{t-1})} \dots\dots\dots (4)$$

$$AR_{it} = (R_{it}) - (Rm_t) \dots\dots\dots (5)$$

Keterangan:

AR_{it} : *Abnormal return* untuk sekuritas ke-I pada hari ke-t

Rm_t : *Return market* pada hari ke-t

R_{it} : *Return* untuk sekuritas ke-I pada hari ke-t

IHSG : Indeks Harga Saham Gabungan

P_t : *Closing price* pada saham hari ke-t

t : *Event window* (periode jendela)

Volume perdagangan saham adalah porsi saham yang diperdagangkan terhadap total jumlah saham perusahaan yang beredar pada periode jendela (Tedjakusuma, 2012). Untuk menghitung volume perdagangan dapat menggunakan persamaan sebagai berikut.

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{saham perusahaan yang beredar pada waktu } t} \dots\dots(6)$$

Sumber: Santoso dan Shanti (2007)

Keterangan:

TVA_{i,t} = perubahan volume perdagangan sekuritas ke-i pada periode t.

Jenis dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dalam penelitian ini adalah data tanggal publikasi CGPI 2010-2014 (*event date*); data harga penutupan saham (*closing price*) untuk menghitung

return sesungguhnya maupun *return* ekspektasi tahun 2010-2014; dan volume perdagangan saham harian perusahaan dan jumlah saham yang beredar untuk menghitung *trading volume activity* tahun 2010-2014. Data Kualitatif dalam penelitian ini adalah daftar perusahaan yang berada pada peringkat *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) periode 2010-2014.

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah sumber yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data, misalnya lewat orang lain atau lewat dokumen (Sugiyono, 2014:193). Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari informasi harga saham dan volume perdagangan saham diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (diakses melalui idx.co.id), *website* Yahoo *Finance*, *website* IICG, dan majalah SWA tahun 2010-2014 dalam bentuk digital yang diakses melalui aplikasi berbayar *Scoop for iOS*. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tersurvei *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) periode 2010-2014. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *non probability sampling*, yaitu *purposive sampling*.

Beberapa pertimbangan yang dilakukan dalam pengambilan sampel penelitian ini diantaranya adalah (1) Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI); (2) Perusahaan yang mengikuti survei *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) periode 2010-2014 oleh IICG dan melakukan transaksi penjualan selama periode jendela; (3) Perusahaan tersebut tidak melakukan *corporate action* seperti: *right issue*, *warrant*, *convertible bond*, *stock option*, *stock split*, *stock*

dividend, bonus share, reserve stock split, serta *merger* dan akuisisi atau pengumuman perusahaan lain (*corporate action*) yang akan mempengaruhi volume perdagangan saham selama periode jendela.

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode observasi non partisipan yakni melakukan pengamatan pada data yang bersumber dari pengumpulan data yang dilakukan dengan cara mencatat data dari laporan-laporan, catatan dan arsip-arsip yang ada di beberapa sumber seperti perpustakaan, internet, majalah SWA, dan sumber-sumber lain yang relevan.

Teknik analisis yang digunakan adalah statistik deskriptif, uji normalitas dan uji hipotesis. Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan dan mendeskripsikan variabel *abnormal return* dan *trading volume activity* perusahaan yang mengikuti survei *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* periode 2010-2014. Uji normalitas berguna untuk menentukan data yang telah dikumpulkan berdistribusi normal atau diambil dari populasi normal. Uji normalitas data dilakukan sebelum data diolah berdasarkan model-model penelitian. Jika data berdistribusi normal maka analisis statistik dapat memakai pendekatan parametrik, yaitu analisis varians. Apabila data tidak berdistribusi normal, dilakukan penambahan sampel n dari data, karena sesuai dengan teorema limit pusat yaitu semakin banyak data maka semakin mendekati distribusi normal (Buwono dkk., 2011).

Pengujian hipotesis yang digunakan adalah *One Sample t-test* untuk hipotesis pertama dan *Two Ways of Variance (ANOVA)* untuk hipotesis kedua dan ketiga. *One*

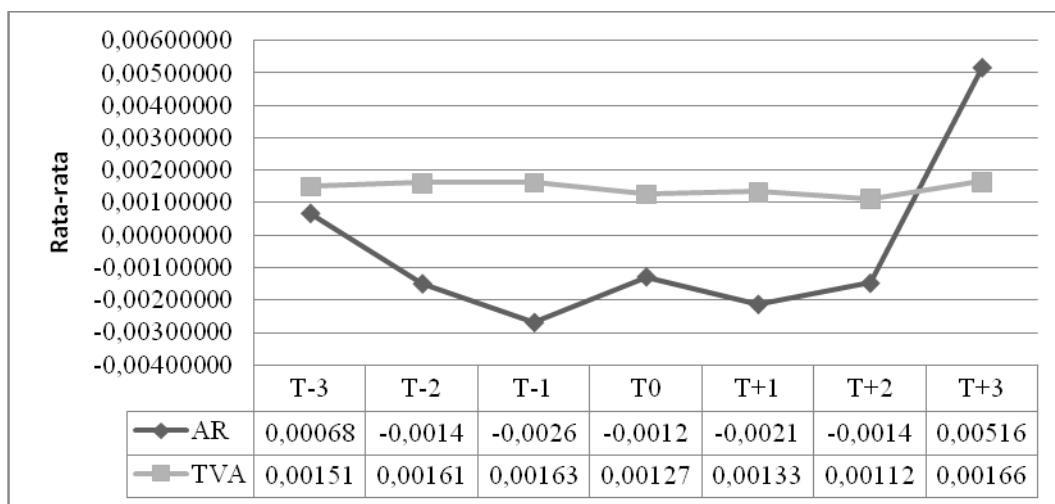
Sample t-test bertujuan untuk mengetahui signifikansi *abnormal return* dan *trading volume activity* yang terjadi selama periode peristiwa. Pengujian analisis ini menggunakan Microsoft Excel dan software IBM SPSS Statistics 20. *Analysis of Variance* (ANOVA) merupakan metode untuk menguji hubungan antara satu variabel dependen dengan atau lebih variabel dependen (Ghozali, 2011:98). Misalkan untuk mengetahui *abnormal return* pada masing-masing peringkat CGPI di seputar pengumuman CGPI. Variabel terikat dalam pengujian ini adalah *abnormal return* sedangkan variabel bebas adalah masing-masing peringkat CGPI dan tanggal di seputar pengumuman CGPI (periode jendela selama 7 hari). Oleh karena variabel bebas yang lebih dari satu, maka digunakan pengujian *Two Ways Analysis of Variance* (ANOVA). Prinsipnya adalah untuk mengetahui apakah ada perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* pada masing-masing kategori. Pengujian dilakukan dengan *significant level* 0,05 atau *alpha* (α) = 5%, dimana H_0 = Tidak ada perbedaan rata-rata pada masing-masing peringkat di seputar pengumuman CGPI (ketiga varian adalah sama) dan H_3 = Adanya perbedaan rata-rata predikat rata pada masing-masing peringkat di seputar pengumuman CGPI (ketiga varian adalah berbeda). H_0 diterima apabila $P_{value} > 0,05$ yang artinya tidak ada perbedaan rata-rata pada masing-masing peringkat di seputar pengumuman CGPI.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel penelitian yaitu perusahaan yang tersurvei dalam peringkat *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) selama

periode 2010-2014 terdapat 172 perusahaan. Dari 172 perusahaan tersebut, sebanyak 95 perusahaan memenuhi kriteria *purposive sampling*.

Analisis deskriptif merupakan teknik analisis data yang digunakan untuk memberikan gambaran umum tentang karakteristik sampel. Deskripsi sampel berupa rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* perusahaan yang tersurvei CGPI periode 2010-2014. Berikut adalah Gambar 1 yang berisi data rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* peserta survei CGPI tahun 2010-2014. Berdasarkan perhitungan Gambar 1 bahwa *abnormal return* mengalami fluktuasi di seputar tanggal pengumuman CGPI. Rata-rata *abnormal return* positif terdapat di T₋₃ dan T₊₃ yang berarti bahwa *return* yang sesungguhnya lebih besar dari *return* yang di ekspektasikan, sehingga diindikasikan terdapat berita baik (*good news*). Rata-rata



Sumber: Data diolah, 2015

Gambar 1.
Rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* di seputar tanggal pengumuman CGPI periode 2010-2014.

Abnormal return mengalami penurunan sejak T_{-3} sampai dengan T_{-1} , namun mengalami peningkatan di hari H (T_0). Penurunan terjadi pada T_{-1} dan meningkat kembali sampai dengan T_{+3} dimana Rata-rata *abnormal return* tertinggi berada pada titik T_{+3} (0,00516911).

Hal ini menunjukkan bahwa pasar kemungkinan adanya informasi yang terungkap sebelum hari H pengumuman CGPI yang ditunjukkan oleh *abnormal return* yang menurun setelah adanya pengumuman. Proses penetapan CGPI memerlukan beberapa tahapan dan waktu sehingga pasar kemungkinan dapat mengetahui gambaran hasil dari informasi CGPI. Disamping itu, pada tahun tertentu majalah SWA terbit pada akhir pekan atau hari libur sehingga harga saham disesuaikan dengan hari kerja Bursa Efek Indonesia. Adanya bocoran informasi sebelum pengumuman mengakibatkan *abnormal return* berfluktuasi selama periode pengamatan dan kembali ke harga keseimbangan setelah adanya pengumuman CGPI.

Pada *trading volume activity* (TVA), peningkatan terjadi sejak T_{-3} sampai dengan T_{-1} dan mengalami fluktuasi sejak T hingga T_{+3} . Rata-rata TVA setelah pengumuman lebih berfluktuasi dibandingkan dengan sebelum periode pengumuman CGPI. TVA mengalami peningkatan pada hari H (T_0) sampai pada satu hari setelah pengumuman (T_{+1}). Kenaikan paling tinggi berada pada T_{+3} dengan nilai 0,00166229. Meskipun terdapat fluktuasi, hal tersebut bernilai positif dan cenderung stabil. Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap informasi CGPI tersebut. Analisis deskriptif menunjukkan bahwa selama periode pengamatan rata-rata *abnormal return* meningkat pada titik T_0 dan tertinggi pada T_{+3} (0,0051691),

sedangkan *trading volume activity* juga terjadi sejak T_{+1} dan mencapai titik tertinggi pada T_{+3} (0,0016622). Hal ini berarti bahwa respon pasar terhadap pengumuman CGPI diawali dengan adanya peningkatan *abnormal return* pada hari pengumuman (T_0) dan diikuti dengan rata-rata *trading volume activity* yang terjadi pada satu hari setelah pengumuman T_{+1} . Sebelum melakukan pengujian hipotesis, pengujian normalitas dilakukan terlebih dahulu untuk mengetahui variansi data berdistribusi normal atau tidak. Normalitas data menentukan alat uji statistik yang digunakan dalam melakukan pengujian hipotesis. Hasil uji normalitas untuk data *abnormal return* menunjukkan dan *trading volume activity* perusahaan yang tersurvei CGPI di seputar tanggal pengumuman periode 2010-2014 dapat dilihat pada Tabel 1 dan 2.

Tabel 1 dan Tabel 2 menampilkan hasil uji normalitas rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* seputar tanggal pengumuman CGPI periode 2010-2014 menggunakan *Kolmogrov-Smirnov Test*. Hasil pengujian menunjukkan $\text{sig} > \alpha$ (0,05) maka dapat ditarik kesimpulan bahwa data berdistribusi normal. Data berdistribusi normal artinya data mempunyai sebaran merata sehingga mewakili populasi. Data yang berdistribusi normal layak dilanjutkan dengan uji parametrik yaitu *Two Ways Analysis of Variance* (ANOVA).

Tabel 1.
Hasil Uji Normalitas *Abnormal Return*

	H-3	H-2	H-1	H	H+1	H+2	H+3
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0,052	0,173	0,259	0,136	0,184	0,327	0,108

Sumber: Data diolah, 2015

Tabel 2.
Hasil Uji Normalitas *Trading Volume Activity*

	H-3	H-2	H-1	H	H+1	H+2	H+3
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0,097	0,102	0,16	0,088	0,094	0,134	0,15

Sumber: Data diolah, 2015

Pengujian hipotesis pertama adalah untuk mengetahui adanya reaksi pasar terhadap pengumuman CGPI. Peristiwa pengumuman CGPI memiliki kandungan informasi apabila dapat mempengaruhi reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* di seputar tanggal peristiwa. Pengujian terhadap hipotesis pertama dengan menggunakan uji beda sampel (*One Sample t Test*) dengan tingkat signifikansi 5% atau 0,05. Jika nilai probabilitas signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka H_0 ditolak dan H_1 diterima, yang artinya terdapat reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman CGPI. Hasil pengujian *abnormal return* saham dengan menggunakan uji *one sample t test* dapat dilihat pada Tabel 3.

Hasil dari Tabel 3 menunjukkan nilai rata-rata untuk 95 sekuritas dan pengujian *one sample t test* di setiap periode peristiwa. Pada tabel tersebut, rata-rata *abnormal return* sepanjang periode jendela adalah 0,0006847(T_{-3}), -0,0014851(T_{-2}), -0,0026768(T_{-1}), -0,0012723(T_0), -0,0021184(T_{+1}), -0,0014671(T_{+2}), 0,0051691(T_{+3}). T tabel diketahui sebesar 1,98552 dan nilai probabilitas signifikansi lebih besar dari 0,05 yang secara statistik tidak signifikan, artinya H_1 ditolak dan H_0 diterima.

Tabel 3.
Hasil Uji *one sample t-test Abnormal Return*

Periode	Rata-rata	t-hitung	Signifikansi	Keterangan
T ₋₃	0,0006847	0,242	0,809	Tidak Signifikan
T ₋₂	-0,0014851	-0,736	0,463	Tidak Signifikan
T ₋₁	-0,0026768	-0,931	0,354	Tidak Signifikan
T	-0,0012723	-0,454	0,651	Tidak Signifikan
T ₊₁	-0,0021184	-1,235	0,22	Tidak Signifikan
T ₊₂	-0,0014671	-0,57	0,57	Tidak Signifikan
T ₊₃	0,0051691	1,833	0,07	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah, 2015

Hasil ini menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi yang ditunjukkan dengan tidak adanya *abnormal return* pada tiga hari sebelum pengumuman, saat pengumuman, sampai dengan tiga hari setelah pengumuman CGPI. Selain *abnormal return*, reaksi pasar juga dapat ditunjukkan dengan adanya *trading volume activity*. Hasil pengujian *trading volume activity* saham dengan menggunakan uji *one sample t test* dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4.
Hasil Uji *Trading Volume Activity* di seputar pengumuman CGPI

Periode	Rata-rata	t-hitung	Signifikansi	Keterangan
T ₋₃	0,00263	5,629	0,000	Signifikan
T ₋₂	0,002672	5,899	0,000	Signifikan
T ₋₁	0,002417	6,592	0,000	Signifikan
T	0,002202	5,631	0,000	Signifikan
T ₊₁	0,00234	5,573	0,000	Signifikan
T ₊₂	0,001555	7,065	0,000	Signifikan
T ₊₃	0,00485	3,340	0,001	Signifikan

Sumber: Data diolah, 2015

Pada Tabel 4 dapat diketahui bahwa pengujian terhadap *trading volume activity* perusahaan yang tersurvei CGPI selama periode 2010-2014 direaksi oleh pasar. Hal ini dapat dibuktikan melalui hasil uji *one sample t test* dengan T hitung > T Tabel dan tingkat probabilitas signifikansi yang kurang dari 0,05 (H_0 ditolak dan H_1 diterima). Pasar bereaksi pada tiga hari sebelum pengumuman, saat pengumuman, sampai dengan tiga hari setelah pengumuman CGPI melalui *trading volume activity* yang signifikan. Pengumuman CGPI memiliki kandungan informasi yang berarti mampu mempengaruhi *trading volume activity* perusahaan yang tersurvei CGPI.

Hasil uji hipotesis pertama secara statistik menunjukkan adanya reaksi pasar di seputar pengumuman CGPI. Hal ini ditunjukkan dengan adanya *trading volume activity* yang signifikan. Hasil ini searah dengan penelitian Nalitami (2012) dan Tedjakusuma (2012) yang secara umum hasil uji *one sample t test* menunjukkan bahwa pengumuman CGPI menunjukkan tidak adanya *abnormal return* yang signifikan, namun *trading volume activity* yang signifikan di seputar tanggal pengumuman.

Hartono (2014:63) menyatakan bahwa reaksi harga (diukur dengan *abnormal return*) dan reaksi volume perdagangan (diukur dengan *trading volume activity*) tidak selalu searah karena pengharapan pasar atas pengumuman suatu *event* belum tentu sama. *Abnormal return* merefleksikan perubahan pengharapan pasar secara agregat atas suatu pengumuman, sedangkan *trading volume activity* merefleksikan perubahan pengharapan investor secara individual, jadi pasar secara agregat menganggap bahwa pengumuman CGPI kurang memberikan keyakinan sebagai

informasi berguna untuk pengambilan keputusan investasi. Namun, direaksi investor secara individual dengan adanya *trading volume activity* yang signifikan.

Pengujian Hipotesis 2 dilakukan untuk menguji apakah terdapat reaksi yang berbeda ditunjukkan dengan *abnormal return* pada masing-masing peringkat di seputar pengumuman CGPI. Pengamatan dilakukan sebelum pengumuman, saat pengumuman, dan setelah pengumuman CGPI. Hasil pengujian hipotesis 2 ditunjukkan pada Tabel 5. Pada analisis *Two Ways Analisis of Variance*, hasil uji pada Tabel 5 menunjukkan nilai F sebesar 0,722 dan signifikan pada $p = 0,577$ ($\text{sig} > 0,05$). Hasil ini menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_2 ditolak, berarti tidak terdapat perbedaan *abnormal return* pada masing-masing peringkat di seputar pengumuman CGPI.

Hasil yang sama juga ditunjukkan dalam penelitian Almilia dan Sifa (2006); Wirajaya (2011); Nalitami (2012); Tedjakusuma (2012) Nafiati dan Mahidin (2013); yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan *abnormal return* baik pada kelompok perusahaan berperingkat 10 dan non 10 besar, berperingkat baik dan cukup, dan berpredikat “Sangat Terpercaya”, “Terpercaya”, dan “Cukup Terpercaya”. Hal ini mengindikasikan bahwa investor kurang menganalisis lebih jauh mengenai informasi CGPI dalam mengambil keputusan. CGPI merupakan satu-satunya pemeringkatan yang dinilai berdasarkan tata kelola perusahaan, namun angka perusahaan yang tersurvei masih sedikit. Masing-masing peringkat CGPI tidak memiliki kandungan informasi yang berguna, sehingga pasar bereaksi sama di seputar pengumuman.

Tabel 5.
Hasil Uji Two Ways ANOVA (Abnormal Return)

<i>Source</i>	<i>Type III Sum of Squares</i>	<i>df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
<i>Corrected Model</i>	0,002 ^a	8	0,000	0,521	0,840
<i>Intercept</i>	0,090	1	0,090	0,248	0,619
Hari	0,000	2	0,051	0,142	0,868
Predikat	0,000	2	0,000	0,373	0,689
Hari * Predikat	0,001	4	0,000	0,722	0,577
<i>Error</i>	0,100	276	0,000		
<i>Total</i>	0,101	285			
<i>Corrected Total</i>	0,101	284			

Sumber: Data diolah, 2015

Pengujian Hipotesis 3 dilakukan untuk menguji apakah terdapat reaksi yang berbeda ditunjukkan dengan *trading volume activity* pada masing-masing peringkat di seputar pengumuman CGPI. Pengamatan dilakukan sebelum pengumuman, saat pengumuman, dan setelah pengumuman CGPI. Hasil pengujian hipotesis 3 ditunjukkan pada Tabel 6. Pada analisis *two ways analysis of variance*, pada Tabel 6 menunjukkan nilai F sebesar 0,146 dan signifikan pada $p = 0,956$ ($\text{sig} > 0,05$). Hasil ini menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_3 ditolak, berarti tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* pada masing-masing peringkat di seputar pengumuman CGPI. Hasil yang sama juga ditunjukkan dalam penelitian Almilia dan Sifa (2006); Wirajaya (2011); Nalitami (2012); Tedjakusuma (2012) Nafiati dan Mahidin (2013); yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan *trading volume activity* baik pada kelompok perusahaan berperingkat 10 dan non 10 besar, berperingkat baik dan cukup, dan berpredikat “Sangat Terpercaya”, “Terpercaya”, dan “Cukup Terpercaya”.

Tabel 6.
Hasil Uji Two Ways ANOVA (Trading Volume Activity)

<i>Source</i>	<i>Type III Sum of Squares</i>	<i>Df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
<i>Corrected Model</i>	3.443E-5 ^a	8	0,004	0,806	0,598
<i>Intercept</i>	0,000	1	.000	56,958	0,000
Hari	0,001	2	0,001	0,134	0,875
Predikat	0,026	2	0,013	2,462	0,087
Hari * Predikat	0,003	4	0,001	0,146	0,965
<i>Error</i>	0,001	276	0,005		
<i>Total</i>	0,002	285			
<i>Corrected Total</i>	0,002	284			

Sumber: Data diolah, 2015

Berdasarkan hasil pengujian dan penelitian di atas menunjukkan bahwa pasar belum menganggap masing-masing peringkat CGPI memiliki kandungan informasi yang berguna sehingga perusahaan bereaksi sama. Tedjakusuma (2012) menyatakan bukan berarti bahwa program CGPI ini tidak bermanfaat. Karena partisipasinya bersifat sukarela, dengan mengikuti CGPI dapat terlihat kepedulian terhadap penerapan GCG di Indonesia. Minimnya perusahaan yang tersurvei CGPI, hendaknya program ini perlu disosialisasikan lebih luas dan dukungan pemerintah untuk meregulasi. Misalnya dengan mewajibkan emiten untuk mendaftarkan diri atau penghargaan seperti yang dilakukan pemerintah kepada pemenang *Annual Report Award* dan dukungan terhadap pemenang *Corporate Social Responsibility Award*

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis dan uraian pada bab-bab sebelumnya mengenai pengaruh reaksi pasar atas pengumuman *corporate governance perception index* (CGPI) dapat diperoleh simpulan yaitu adanya reaksi pasar di seputar tanggal

CGPI ditunjukkan dengan adanya *trading volume activity* yang signifikan, tidak ada perbedaan *abnormal return* pada masing-masing peringkat di setiap periode jendela pengumuman CGPI, dan tidak ada perbedaan *trading volume activity* pada masing-masing peringkat CGPI di setiap periode jendela pengumuman CGPI.

Berdasarkan atas kesimpulan dan pembahasan hasil penelitian pada bab sebelumnya, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut. Bagi perusahaan emiten disarankan untuk secara sukarela mengikuti survei CGPI karena dapat meningkatkan *trading volume activity*. Bagi investor pengambilan keputusan investasi hendaknya memperhatikan informasi yang muncul di luar pasar modal sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan, terutama informasi yang terkait dengan kinerja perusahaan yang bersangkutan. Bagi pemerintah hendaknya mempertimbangkan bahwa setiap perusahaan emiten tersurvei di CGPI. Karena CGPI merupakan satu-satunya indeks sebagai tolok ukur kinerja perusahaan. Dengan ini diharapkan CGPI dapat memberi dampak pada iklim investasi di Indonesia.

REFERENSI

- Arfan, Ikhsan. 2008. *Metode Penelitian Akuntansi Keperilakuan*. Edisi ke-1. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Almilia, Luciana Spica, and Lailul Sifa. 2006. Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance Perception Index Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IX Padang*.
- Ardhaneswari. 2014. GCG Asia Tenggara: Menyedihkan, Peringkat RI Nomor Dua Dari Bawah. <http://market.bisnis.com/read/20140429-/7/223481/gcg-asia-tenggara-menyedihkan-peringkat-ri-nomor-dua-dari-bawah>. Diakses pada 20 Agustus 2015.

- Azizah, Nur Laili. 2013. Reaksi Pasar Atas Publikasi *Sustainability Report* (Studi pada Perusahaan Pertambangan Bumn *Go Public* yang Mempublikasikan *Sustainability Report* Tahun 2011-2013). *Artikel Ilmiah*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya.
- Ball, Ray dan Philip Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Number. *Journal of Accounting Research*, 6(2), pp: 159 - 178.
- Beasley, C.; M. Defond; J. Jiambalvo, dan K. R. Subramanyam, Bernard S. 2001. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. *Emerging Markets Review*, Vol. 2: pp 89-108.
- Beaver, W. H. 1968. The Information Content of Annual Earning Announcement. Empirical Research in Accounting: Selected Studies. *Supplement to Journal of Accounting Research* pp: 67 - 92.
- Brown, Lawrence D., and Marcus L. Caylor. 2006. Corporate Governance and Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25 pp: 409-434.
- Bursa Efek Indonesia. 2015. *Indeks*. <http://www.idx.co.id/id-id/beranda/informasi/bagiinvestor/indeks.aspx>. Diakses pada 8 Juni 2015.
- Buwono, A., Hidayatno, A., & Santoso, I. 2011. *Pemisahan Komponen Sumber Sinyal Deterministik dengan Analisis Komponen Independen* (Doctoral dissertation, Jurusan Teknik Elektro Fakultas Teknik Undip).
- Corporate Governance Perception Index (CGPI) 2013. *Program riset dan pemeringkatan penerapan Good Corporate Governance di Indonesia April-November 2014*. The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) dan Majalah SWA.
- Gompers, Paul, Joy Ishii and Andrew Metrick. 2003. Corporate Governance And Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, Vol. 118(1), pp: 107-155.
- Hartono, Jogyanto. 2014. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kesembilan. BPFE: Yogyakarta.
- Hastuti, Ambar Woro, and Bambang Sudibyo. 1998. Pengaruh Publikasi Laporan Arus Kas Terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *The Indonesian Journal of Accounting Research* 1.2.

- Hendrawaty, Jessica. 2010. *Analisis Likuiditas Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Reverse Stock Split Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Yogyakarta: UAJY.
- Herwidayatmo. 2000. Implementasi *Good Corporate Governance* untuk Perusahaan Publik di Indonesia. *Majalah Usahawan* Th XXIX (10): 25-32.
- Johnson, Simon; P. Boone; A. Breach; dan E. Friedman. 2000. Corporate Governance in Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58: pp. 141-186.
- Khatri, N. 2015. Corporate governance practices a study of indian banking sector. http://shodh.inflibnet.ac.in:8080/jspui/bitstream/123456789/2312/2/02_synopsis.pdf. Diakses pada 6 Juni 2015.
- Klapper, Leora F. and I. Love. 2002. Corporate Governance, Investor Protection, And Performance in Emerging Markets. World Bank Working Paper, <http://papers.ssrn.com>, diakses 1 Juni 2015.
- Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance (KNKG). 2006. *Pedoman umum Corporate Governance Indonesia*. Jakarta.
- Junaedi, Dedi. 2005. Dampak tingkat pengungkapan informasi perusahaan terhadap volume perdagangan dan return saham: penelitian empiris terhadap perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 2(2).
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez De Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), pp: 1147-1169.
- Lestari, Sri dan Subekti, Imam. 2003. Asosiasi Antara Pengumuman Kabinet Baru Tanggal 23 Agustus 2000 Dengan *Stock Price* dan *Trading Volume Activity* Di Bursa Efek Jakarta. *TEMA*, 3(1), hal: 59-80.
- Liogu, Stesia Juliana., dan Ivonne S. Saerang. 2015. Reaksi Pasar terhadap pengumuman kenaikan harga BBM atas saham LQ 45 pada tanggal 1 November 2014. *Jurnal EMBA*. 3(1), hal: 1274-1282.
- Low, Kevin Lock-Teng, and Wai-Ching Poon. 2008. The utilisation of Fuzzy Logic in Corporate Governance assessment in business economics. *International Journal of Corporate Governance* 1(2), pp: 146-161.

- MacKinlay, A. C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, pp: 13-39.
- Majalah SWA No. 26/XXVI/9 – 19 Desember 2010
- Majalah SWA No. 27/XXVII/19 Desember 2010 – 4 Januari 2011
- Majalah SWA No. 27/XXVIII/20 Desember 2012 – 9 Januari 2013
- Majalah SWA No. 27/XXIX/19 Desember 2013 – 8 Januari 2014
- Majalah SWA No. 27/XXX/18 Desember 2014 – 7 Januari 2015
- Mitton, T. 2002. A Cross-Firm Analysis of The Impact of Corporate Governance on The East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, hal. OECD 1999. OECD Principles of Corporate Governance.
- Mukti, Bayu Tri Prasetyo. 2013. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, Kinerja Lingkungan dan Pengungkapan Lingkungan Perusahaan terhadap Reaksi Pasar. *Pascasarjana FEB Universitas Brawijaya Malang dan Direktorat Jenderal Pajak*.EL-MUHASABA 4(1).
- Mukhtaruddin., Relasari., and Felmania, Messa. 2014. Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure on Firm Value: Empirical Study on Listed Company in Indonesia Stoxk Exchange. *International Journal of Finance & Accounting Studies*, 2(1).
- Muradoglu, Y. G. and Sivaprasad, Sheeja. 2012. Capital structure and abnormal return. *International Bibliography of the Social Sciences (IBSS)*. Vol. 21, pp: 328-341.
- Nafiati, Lu'lu' dan Idrus Mahidin. 2013. Reaksi Pasar terhadap pengumuman *Corporate Governance Perception Index* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Media Riset Akuntansi*, 3(1), hal:65-85.
- Nailiu, Bernardius A. 2014. Pengaruh Pengumuman Pencapresan Jokowi 2014 di Bursa Efek Indonesia (Event Study: "Jokowi Effect" pada saham LQ45). *Artikel Ilmiah Magister Manajemen Program Pascasarjana, Universitas Atmajaya Yogyakarta*.
- Nalitami, Dyan Kunthi. 2012. Reaksi Pasar atas Pengumuman Corporate Governance Perception Index pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Business and Banking*, 2(2), 199-21.

- Neal, Robert, and Philip L. Cochran. 2008. Corporate Social Responsibility, Corporate Governance, and Finance Performance: Lesson from Finance, *Business Horizons*, 51 pp: 535 - 540.
- Pan, J., and A. Poteshman, 2006, The Information in Option Volume for Future Stock Prices, *Review of Financial Studies* 19, 871-908.
- Praptiningsih, Maria. 2009 Corporate governance and performance of banking firms: evidence from Indonesia, Thailand, Philippines, and Malaysia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 11(1), hal: 94.
- Santoso, Grace dan Shanti. 2007. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Corporate Governance Perception Index (CGPI) Sepuluh Besar Dan Non Sepuluh Besar. *Akuntan Praktisi*, Staff Pengajar Tetap Fakultas Ekonomi Unika Widya Mandala Surabaya.
- Solikhin, Agus. 2000. Analisis Dampak Pengumuman Right Issue terhadap Reaksi Pasar di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. S2 Universitas Diponegoro, Semarang.
- Sudarma, Made dan Grahita Chandrarin. 2010. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, Kinerja Lingkungan dan Pengungkapan Lingkungan Perusahaan terhadap Reaksi Pasar. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
- Sugema, I. 2014. Krisis Keuangan Global 2008-2009 dan Implikasinya pada Perekonomian Indonesia. *Jurnal Ilmu Pertanian Indonesia*, 17(3).
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- IICG. 2015. *Corporate Governance Perception Index (CGPI)*. <http://www.iicg.org/agenda-iicg/21-corporate-governance-perception-index>. diakses pada 24 Agustus 2015.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi (Edisi Pertama)*. Yogyakarta: Kanisius.
- Tedjakusuma, Melissa Aristya. 2012. Studi Beda Reaksi Pasar atas Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* antara Perusahaan "Sepuluh Besar" dan "Non Sepuluh Besar" yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya* 1(1).
- Uma Sekaran. 2007. *Research Methods for Bussiness: Metode Penelitian Untuk Bisnis*. Buku 2 Edisi ke-4. Jakarta: Salemba Empat.

Wibawa, I Kadek Arya., Sujana, Edy., dan Adiputra, I Made Pradana. 2014. Pengaruh Good Corporate Governance (GCG) Kinerja Keuangan dan Corporate Social Responsibility (CSR) terhadap Reaksi Investor pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2013. *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi S1)*, 2(1).

Wirajaya, I Gde Ary. 2011. Reaksi Pasar atas Pengumuman Corporate Governance Perception Index (Studi peristiwa di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis Universitas Udayana*. 6(1).