

Reaksi Pasar Atas Pengumuman *Corporate Governance Perception Index*

I Gede Krisna Dharma Putra¹

I Gusti Ayu Eka Damayanthi²

^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: krisnadharm777@gmail.com

ABSTRAK

CGPI merupakan hasil penelitian dari lembaga *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) yang bekerja sama dengan majalah SWA. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar modal atas pengumuman CGPI. Penelitian dilakukan di perusahaan yang tersurvei CGPI periode 2013-2016 dengan mengakses situs Bursa Efek Indonesia, IICG, *yahoo finance* dan majalah SWA. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tersurvei *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) periode 2013-2016. Jumlah sampel yang diambil sebanyak 61 dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik analisis data yang digunakan adalah uji *one sample t-test*. Berdasarkan hasil analisis, ditemukan bahwa selama tujuh hari perdagangan saham disekitar pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) tanpa melibatkan *confounding effect* (pengumuman lain) menunjukkan tidak adanya reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman CGPI.

Kata kunci: *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), *abnormal return*, reaksi pasar

ABSTRACT

CGPI is the result of research from the *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) in collaboration with SWA magazine. This study aims to determine the reaction of the capital market on the CGPI announcement. The research was conducted at the company surveyed by CGPI for the period 2013-2016 by accessing the *Indonesia Stock Exchange*, IICG, *Yahoo finance* and SWA magazines. The population in this study were the companies surveyed by the *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) for the period 2013-2016. The number of samples taken was 61 using the *purposive sampling method*. The data analysis technique used is the *one sample t-test*. Based on the results of the analysis, it was found that during the seven days of stock trading around the announcement of the *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) without involving the *confounding effect* (other announcements) there was no market reaction around the CGPI announcement date.

Keywords: *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), *abnormal return*, market reaction

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan membutuhkan pengelolaan perusahaan yang baik atau yang lebih dikenal dengan *Good Corporate Governance* (GCG) untuk mencapai tujuan perusahaan. Pada prinsipnya *Corporate Governance* (CG) menyangkut mengenai kepentingan para pemegang saham, perlakuan yang sama terhadap pemegang saham, peranan semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) dalam CG,

transparansi dan penjelasan, serta peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit. GCG diperlukan untuk mendorong terciptanya pasar yang efisien, transparan dan konsisten dengan peraturan perundang-undangan. Penerapan GCG perlu didukung oleh tiga pilar yang saling berhubungan, yaitu negara dan perangkatnya sebagai regulator, dunia usaha sebagai pelaku pasar, dan masyarakat sebagai pengguna produk dan jasa dunia usaha.

Di Indonesia perhatian mengenai CG mulai muncul sekitar tahun 1997-1998 ketika Indonesia mengalami krisis ekonomi yang membuat keadaan perekonomian Indonesia menjadi terpuruk. Keterpurukan ekonomi Indonesia ditandai dengan merosotnya angka nilai tukar rupiah terhadap dolar sehingga menyebabkan banyak investor asing yang tidak memiliki keinginan untuk menanamkan modalnya di Indonesia. Krisis tersebut juga menyebabkan nilai saham yang terus merosot dari para pemegang saham. Menurut Arifin (2005) lamanya proses perbaikan yang ada di dalam Indonesia disebabkan oleh masih kurang diterapkannya praktik GCG yang ada di Indonesia. Setelah kejadian itu maka pemerintah dan investor mulai memberikan perhatian yang signifikan terhadap *corporate governance* (Wardhani, 2007).

Penerapan prinsip GCG di Indonesia dimulai sejak menandatangani *Letter Of Intent* (LOI) bekerjasama dengan *International Monetary Fund* (IMF), dimana bagian terpenting dari kerjasama ini adalah pencantuman jadwal perbaikan pengelolaan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Sejalan dengan hal tersebut, Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mempunyai tanggung jawab untuk

menerapkan standar GCG yang telah diterapkan di tingkat internasional. Namun, masih banyak pihak yang melaporkan masih rendahnya perusahaan yang menerapkan prinsip tersebut. GCG sudah mulai diterapkan di Indonesia pada perusahaan-perusahaan milik negara maupun perusahaan milik swasta, karena melalui GCG yang dalam hal ini adalah struktur perseroan, yang terdiri dari unsur-unsur Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), direksi dan komisaris dapat terjalin hubungan dan mekanisme kerjasama pembagian tugas, kewenangan dan tanggung jawab yang harmonis, baik secara internal maupun eksternal dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan demi kepentingan *stakeholders* dan *shareholders*.

Corporate governance 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 CG 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, 2008). CGPI memberikan pemeringkatan terhadap perusahaan yang telah menerapkan GCG dengan peringkat “Sangat terpercaya”,

“Terpercaya”, dan “Cukup Terpercaya”. Dimana kategori pemeringkatan CGPI suatu perusahaan dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1.
Kategori Pemeringkatan Pengumuman CGPI

No.	Skor Penilaian	Predikat
1	85 - 100	Sangat Terpercaya
2	70 - 84	Terpercaya
3	55 - 69	Cukup Terpercaya

Sumber: www.swa.co.id, 2018

CGPI tahun 2012 yang diadakan sepanjang tahun 2013 telah berhasil melakukan penilaian terhadap 42 perusahaan keuangan dan non keuangan yang terdiri dari perusahaan publik (Emiten), Badan Usaha Milik Negara (BUMN), Badan Usaha Milik Daerah (BUMD), Badan Usaha Milik Swasta (BUMS), dan perusahaan keuangan syariah. Berdasarkan 11 aspek yang ditetapkan sebagai acuan dalam penilaian CGPI 2012 menetapkan 12 perusahaan berhasil memperoleh peringkat sangat terpercaya, 26 perusahaan memperoleh peringkat terpercaya, dan 4 perusahaan memperoleh peringkat cukup terpercaya. Dengan dikeluarkannya pengumuman tersebut maka dapat dilihat harga saham dari beberapa perusahaan pada Tabel 2.

Tabel 2.
Harga Saham Perusahaan Sebelum dan Sesudah Pengumuman CGPI

No.	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan	Kategori Perusahaan	Harga Saham Sebelum Pengumuman CGPI (20 Desember 2013)	Harga Saham Sesudah Pengumuman CGPI (23 Desember 2013)
1	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk.	ANTM	Sangat Terpercaya	873.58	907.17
2	PT Bank Central Asia Tbk.	BBCA	Sangat Terpercaya	9,250.00	9,500.00
3	PT Adi Sarana Armada Tbk.	ASSA	Terpercaya	250.00	255.00
4	PT Adira Dinamika Multi Finance Tbk.	ADMF	Terpercaya	8,000.00	8,000.00
5	PT Bakrie & Brothers Tbk.	BNBR	Cukup Terpercaya	500.00	500.00
6	PT Bakrie Telecom Tbk.	BTEL	Cukup Terpercaya	50.00	50.00

Sumber: www.finance.yahoo.com, 2018

Berdasarkan Tabel 2 menunjukkan perusahaan PT Aneka Tambang (Persero) Tbk., PT Bank Central Asia., mengalami kenaikan harga saham setelah pengumuman CGPI. Hal tersebut menunjukkan bagaimana pasar modal merespon informasi mengenai pengumuman CGPI Tahun 2013. Diumumkannya CGPI akan memberikan pengaruh bagi investor untuk melakukan transaksi di sekitar tanggal pengumumannya. Santoso dan Shanti (2007) berpendapat dengan adanya *corporate governance* diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan. Pengumuman CGPI berkaitan dengan teori efisiensi pasar setengah kuat dimana harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan memengaruhi harga-harga sejumlah saham perusahaan (Hartono, 2017:586).

CGPI merupakan informasi yang tersedia saat ini dan dapat memengaruhi pasar untuk bereaksi baik positif maupun negatif. Informasi yang timbul dapat memberikan reaksi pasar yang tercermin melalui perubahan harga yang diukur melalui *abnormal return* (Wirajaya, 2011). 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.

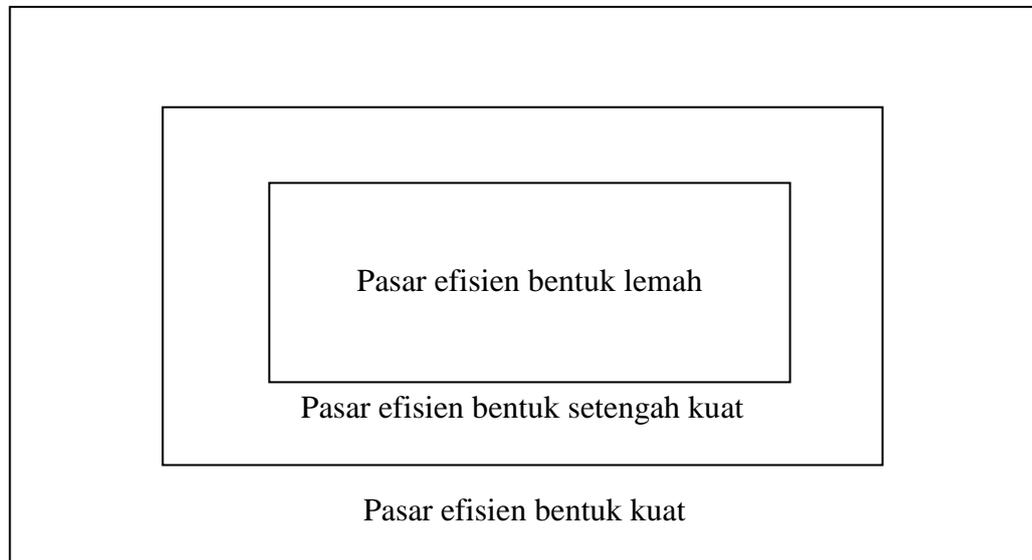
Penelitian ini merupakan perkembangan dari penelitian terdahulu yaitu penelitian Wirajaya (2011) yang menguji CGPI tahun 2006-2008. Penelitian Wirajaya (2011) meneliti dua kategori perusahaan yaitu perusahaan terpercaya dan cukup terpercaya. Penelitian ini juga merupakan perkembangan dari penelitian Asteriou *et al.* (2013) dimana penelitian tersebut meneliti tentang pengumuman Olimpiade London 2012 dan efeknya terhadap Bursa Efek London. Perbedaan penelitian Asteriou (2013) dengan penelitian ini adalah penelitian ini menggunakan *event* yang berbeda, dimensi waktu berbeda, periode observasi selama empat tahun, agar hasil penelitian mampu merepresentasikan kondisi yang sebenarnya. Pengelompokan dilakukan berdasarkan peringkat CGPI yang terdiri dari Sangat Terpercaya dan Terpercaya. Penelitian ini mengelompokkan pengamatan pada jenis peringkat CGPI untuk mengetahui apakah masing-masing predikat memiliki kandungan informasi yang berbeda sehingga menimbulkan reaksi pasar yang berbeda.

Pasar modal efisien adalah pasar di mana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Informasi yang dimaksud disini meliputi baik informasi masa lalu maupun informasi saat ini serta informasi yang bersifat pendapat atau opini rasional yang beredar di pasar yang bisa memengaruhi perubahan. Konsep pasar efisien menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respons atas informasi baru yang masuk ke pasar (Tandelilin, 2010:219).

Hartono (2017:585) mendefinisikan bahwa suatu pasar disebut dengan pasar efisien jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan yang baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Dengan demikian ada hubungan antara teori pasar modal yang menjelaskan tentang keadaan ekuilibrium dengan konsep pasar efisien yang mencoba menjelaskan bagaimana pasar memproses informasi untuk menuju ke posisi ekuilibrium yang baru. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia.

Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk informasi. Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungan satu dengan yang lainnya. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah

merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat, dijelaskan pada Gambar 1.



Gambar 1. Tingkatan Kumulatif dari Ketiga Bentuk Pasar Efisien

Sumber: Hartono, 2017

Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti untuk pasar efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*). Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully*

reflect) semua informasi yang dipublikasikan (*all publikly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.

Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Tandelilin (2010: 220) menjelaskan ada beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit. Investor-investor tersebut secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan melakukan perdagangan saham. Di samping itu mereka juga merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu memengaruhi harga dari sekuritas. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah. Informasi yang terjadi bersifat random. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

Jika kondisi-kondisi tersebut terpenuhi maka akan terbentuk suatu pasar yang para investornya dengan cepat melakukan penyesuaian harga sekuritas ketika terdapat informasi baru di pasar, sehingga harga-harga sekuritas di pasar tersebut akan secara cepat dan secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia. Karena informasi yang memengaruhi harga sekuritas tersebut terjadi

secara random maka perubahan harga yang terjadi akan bersifat independen satu dengan lainnya dan bergerak secara random pula. Artinya, perubahan harga yang terjadi di waktu yang lalu karena harga baru tersebut berdasarkan pada reaksi investor terhadap informasi baru yang terjadi secara random. Pengumuman CGPI dalam penelitian ini memiliki kaitan dengan teori efisiensi pasar setengah kuat dimana harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan dalam pasar modal.

Kandungan informasi digunakan untuk isu-isu yang menguji apakah suatu *event* seperti pengumuman laba mempunyai pengaruh terhadap harga saham pada waktu *event* terjadi (Watts and Zimmerman, 1986). Foster (1986), mengemukakan bahwa kandungan informasi berarti *release* berita baru atau pengumuman menyebabkan revisi dalam distribusi *return* sekuritas. Foster (1986) menjelaskan terdapat tiga faktor yang memengaruhi kandungan informasi suatu pengumuman, yaitu: 1) Ekspektasi pasar modal terhadap kandungan dan waktu suatu pengumuman. Pada dasarnya terdapat ketidakpastian tentang kandungan atau isi maupun waktu dari pengumuman suatu perusahaan. Semakin besar ketidakpastian, maka semakin besar pula potensi suatu pengumuman menyebabkan terjadinya revisi harga-harga sekuritas. 2) Implikasi suatu pengumuman terhadap distribusi *return* sekuritas di waktu yang akan datang. 3) *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Reaksi pasar dapat diukur menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*

(Hartono, 2017). Apabila *abnormal return* digunakan, maka pengumuman yang mengandung nilai informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya, pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak akan memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) merupakan sebuah informasi yang dapat memengaruhi pasar untuk bereaksi baik positif maupun negatif. Informasi yang diberikan oleh pengumuman CGPI dapat dilihat dari perubahan *abnormal return* yang terjadi selama pengumuman CGPI tersebut. Dalam penelitian ini reaksi pasar dari pengumuman CGPI dilihat dari *cumulative abnormal return* (CAR) disepertaran tanggal pengumuman CGPI.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan bahwa pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Pasar modal pada dasarnya merupakan pasar untuk sekuritas jangka panjang, seperti saham dan obligasi (Jones, 2006). Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2006) pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang (obligasi), ekuitas (saham), instrumen derivatif, maupun instrumen lainnya.

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Pasar modal juga dapat berfungsi sebagai lembaga perantara (*intermediaries*).

Fungsi ini menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Selain itu, pasar modal juga mendorong terciptanya alokasi dana efisien (Tandelilin, 2010: 26).

Pasar modal didefinisikan menurut kamus besar pasar uang dan modal adalah pasar abstrak yang mempertemukan pihak yang memerlukan dan menawarkan dana jangka panjang. Umumnya yang termasuk pihak penawar adalah perusahaan asuransi dan bank-bank tabungan sedangkan yang termasuk peminat adalah pengusaha, pemerintah, dan masyarakat umum (Susilo, 2006). Pasar modal merupakan tempat bertemu antara pembeli dan penjual dengan risiko untung dan rugi. Kebutuhan dana jangka pendek umumnya diperoleh di pasar uang (misalnya bank komersial). Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Saham merupakan bukti kepemilikan sebagian perusahaan sedangkan obligasi merupakan suatu kontrak yang mengharuskan peminjam untuk membayar kembali pokok pinjaman ditambah dengan bunga dalam kurun waktu tertentu yang telah disepakati (Hartono, 2017: 29).

Return saham adalah pendapatan yang dinyatakan dalam persentase dari modal awal investasi. Pendapatan investasi dalam saham meliputi keuntungan jual beli saham, jika untung disebut *capital gain* sedangkan jika rugi disebut *capital loss*. *Return* saham mengacu pada kerugian atau keuntungan investasi yang sensitif terhadap ekspektasi fundamental dan teknis di pasar (Frankel dan Lee,

1998). *Return* pada ekuitas saham biasa dihitung dengan membagi laba bersih dikurangi dividen preferen oleh ekuitas pemilik dikurangi nilai nominal dari saham preferen yang beredar (Baker, 2006). Investor juga mendapatkan dividen setiap tahunnya antara lain dividen interim yang dibayarkan selama tahun berjalan dan dividen final yang dibayarkan setelah tutup tahun buku. *Return* saham menunjukkan pola sistematis pada waktu-waktu tertentu dalam sehari, minggu atau bulan. (Aly *et al*, 2004). *Return* saham dapat berupa *return* realisasian yang sudah terjadi atau *return* ekspektasian yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang.

Menurut Hartono (2017:623), studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event Study* adalah bagaimana mengukur pengaruh suatu peristiwa tertentu terhadap suatu nilai perusahaan (Mackinlay, 1997). *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada dalam laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.

Pengujian kandungan informasi dalam penelitian ini dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika suatu pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan

adanya perubahan harga yang diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau menggunakan *abnormal return*. Hartono (2017:650) menyatakan apabila suatu pengumuman memiliki kandungan informasi, akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya, apabila suatu pengumuman tidak mengandung informasi, tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Finance Committee on Corporate Governance Malaysia dalam Herwidayatmo (2000) mendefinisikan *corporate governance* sebagai proses dan struktur yang digunakan untuk mengarahkan dan mengelola bisnis dan kegiatan 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 menjalankan perusahaan, dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan stakeholders. Sehingga GCG merupakan suatu sistem pengelolaan perusahaan yang mencerminkan hubungan yang sinergi antara manajemen dan pemegang saham, kreditur, pemerintah dan *stakeholders* lainnya.

Sistem GCG yang baik memberikan perlindungan efektif kepada para pemegang saham dan pihak kreditur, sehingga mereka bisa menyakinkan dirinya akan perolehan kembali investasinya dengan wajar dan bernilai tinggi. Tujuan GCG adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*). Dua hal yang menjadi perhatian konsep ini

adalah pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar dan tepat pada waktunya; dan kewajiban perusahaan untuk mengungkapkan secara akurat, tepat waktu dan transparan mengenai semua informasi kinerja keuangan, kepemilikan dan *stakeholders*.

La Porta *et al.* (2002) menyatakan bahwa investor akan membayar lebih atas perlindungan yang diberikan kepadanya, karena laba yang dihasilkan oleh perusahaan akan kembali lagi ke investor dalam bentuk bunga ataupun dividen. Penelitian Neal dan Cochran (2008) mendukung hal tersebut, bahwa *Good Corporate Governance* sangat bernilai pada pasar modal dan investor akan membayar lebih atas perusahaan-perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip *Corporate Governance*. Lima prinsip *Good Corporate Governance* yakni *Transparency, Accountability, 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) adalah program riset dan pemeringkatan penerapan tata kelola perusahaan yang baik pada perusahaan publik dan BUMN di Indonesia (dikutip dari website www.iicg.org). Program ini dilaksanakan sejak tahun 2001 berdasarkan pemikiran pentingnya mengetahui sejauh mana perusahaan-perusahaan tersebut menerapkan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance*.

Program riset dan pemeringkatan CGPI diselenggarakan oleh *The Indonesia Institute for Corporate governance (IICG)* bekerjasama dengan majalah

SWA sebagai mitra media publikasi. IICG adalah lembaga independen yang didirikan pada tanggal 2 Juni 2000 bertujuan untuk memasyarakatkan konsep, praktik dan manfaat *corporate governance* kepada dunia usaha dan masyarakat luas. IICG mempunyai visi untuk menjadi lembaga independen dan bermartabat untuk mendorong terciptanya perilaku bisnis yang sehat dan misi sebagai acuan penciptaan tata kelola perusahaan, menyelenggarakan penelitian serta mendorong kepedulian masyarakat menyangkut penerapan praktik bisnis yang sehat.

Menurut Hartono (2017:647) *abnormal return* atau *excess return* adalah kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasian (*return* yang diharapkan oleh investor). Maka *return* tak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasian. *Return* realisasian atau *return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-*t* yang merupakan selisih dari harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Sedangkan *return* ekspektasian merupakan *return* yang harus diestimasi. Menurut Nguyen (2017) menjelaskan *abnormal retrun* harian dihitung sebagai selisih antara *return* harian dan *expected return*. Brown dan Warner (1985) mengestimasi *return* ekspektasian menggunakan model estimasi, yaitu.

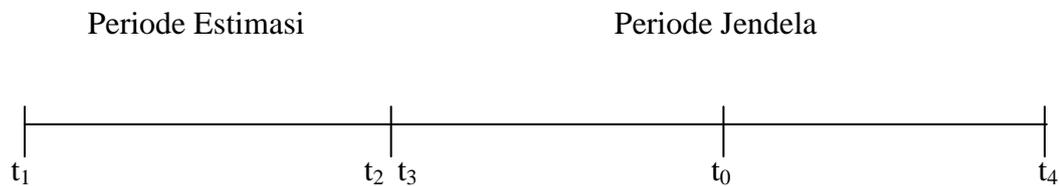
Model sesuaian rata-rata (*mean-adjusted model*) ini menganggap bahwa *return* ekspektasian bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasian sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*).

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum R_{i,j}}{T} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

- $E[R_{i,t}]$ = *Return* realisasi sekuritas ke-i pada waktu t
- $R_{i,j}$ = *Return* realisasi sekuritas ke-i pada waktu j
- T = Periode estimasi

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*), dijelaskan pada Gambar 2.2



Gambar 2. Periode Estimasi dan Periode Jendela

Sumber: Hartono, 2017

Pada Gambar 2 t_1 sampai t_2 merupakan periode estimasi, t_3 sampai dengan t_4 merupakan periode jendela dan t_0 merupakan saat terjadi peristiwa. Panjang jendela ini juga bervariasi.

Market model dalam menghitung *return* ekspektasi dilakukan dengan dua tahap, yaitu membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$R_i = \alpha_1 + \beta_i R_m + \varepsilon_i \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

- R_i = *Return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j
- α_1 = *Intercept* untuk sekuritas ke-i
- $\beta_i R_m$ = Koefisien *slope* yang merupakan beta dari sekuritas ke-i

ε_i = *Return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j yang dapat dihitung

Model sesuaian-pasar (*market-adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

Dengan menggunakan model ini, tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi sama dengan *return* indeks pasar. Berikut adalah rumus menghitung *Market Adjusted Model*:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham i pada hari ke t

$R_{i,t}$ = *Actual return* saham i pada hari ke t

$R_{M,t}$ = *Return* pasar pada hari ke t

Solikhin (2000) menyatakan pasar modal yang efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Pasar modal akan bereaksi apabila ada suatu informasi yang dianggap memiliki nilai. Mekanisme *corporate governance* terbukti mampu menjadi alat bagi perusahaan untuk memberikan informasi kepada investor bahwa suatu perusahaan akan memberikan *return* yang diharapkan oleh investor (Mukti, 2013).

Almilia dan Sifa (2006) menyatakan bahwa pengumuman CGPI mendapat reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* dan *trading volume activity* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI.

Peningkatan terhadap suatu volume perdagangan saham menunjukkan bahwa permintaan atas suatu saham meningkat. Sejalan dengan teori pasar, maka peningkatan terhadap volume perdagangan akan berdampak pada peningkatan harga. Penelitian Nafiati dan Mahidin (2013) menyimpulkan bahwa pengumuman CGPI mendapat reaksi pasar pada masing-masing peringkat CGPI yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* dan *trading volume activity* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Namun, hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Tedjakusuma (2012) yang menyimpulkan bahwa tidak adanya abnormal return yang signifikan.

Hartono (2017:63) menyatakan bahwa reaksi harga (diukur dengan *abnormal return*) tidak selalu searah harena pengharapan pasar atas pengumuman suatu event belum tentu sama. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat diambil simpulan sementara bahwa terdapat reaksi pasar di seputar pengumuman CGPI.

H₁: Terdapat reaksi pasar modal di seputar tanggal pengumuman CGPI tahun 2013-2016.

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 2013-2016.

Penelitian dilakukan di perusahaan yang tersurvei CGPI periode 2013-2016 dengan mengakses situs Bursa Efek Indonesia, IICG, *yahoo finance* dan majalah SWA. Pemilihan lokasi penelitian tersebut untuk mendapatkan data

perusahaan-perusahaan yang tersurvei CGPI periode 2013-2016 serta melihat harga saham perusahaan-perusahaan yang tersurvei. Ruang lingkup penelitian ini dibatasi pada perusahaan yang tersurvei *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) 2013-2016.

Pengumuman CGPI merupakan tanggal pengumuman di majalah SWA tahun 2013-2016. Pengumuman CGPI terkait perusahaan-perusahaan yang sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya dilakukan setiap satu tahun.

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 melihat apakah pengumuman CGPI itu direspon oleh pasar beberapa hari sebelum atau sesudah pengumuman CGPI. Apabila terdapat *abnormal return* maupun pergerakan volume saham yang signifikan sebelum diumumkannya CGPI maka dapat diindikasikan ada kebocoran informasi sebelum hari H, meski terdapat kemungkinan lain dimana peristiwa CGPI dapat diantisipasi lebih dahulu oleh para investor (*anticipated event*).

Abnormal return dihitung dengan cara menghitung return realisasi yang diperoleh dari harga penutupan (*closing price*) saham harian (Tedjakusuma, 2012). 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). Akumulasi return tak normal (ARTN) atau *cumulative abnormal return* (CAR)

merupakan penjumlahan return tak normal. Rumus perhitungan *abnormal return* selama *event window* oleh Hartono (2017:647) dijabarkan sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \dots\dots\dots(4)$$

$$R_{m,t} = \frac{(IHSG\ t) - (IHSG\ t-1)}{(IHSG\ t-1)} \dots\dots\dots(5)$$

$$AR_{it} = (R_{it}) - (R_{m,t}) \dots\dots\dots(6)$$

$$CAR = \sum AR_{i,t} \dots\dots\dots(7)$$

Keterangan:

- AR_{it} : *Abnormal return* untuk sekuritas ke-I pada hari ke-t
- R_{m,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)
- CAR : *Cumulative Abnormal Return*

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tersurvei *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) periode 2013-2016. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *non probability sampling*, yaitu *purposive sampling*.

One sample t-test bertujuan untuk mengetahui signifikansi *abnormal return* yang terjadi selama periode peristiwa. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa *abnormal return* tersebut secara statistik tidak sama dengan nol (positif untuk kabar baik dan negatif untuk kabar buruk). Pengujian analisis ini menggunakan Microsoft Excel dan software IBM SPSS Statistiks 22. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji analisis *one sample t test*. Uji beda digunakan untuk menilai perlakuan tertentu pada satu sampel yang sama pada

periode yang berbeda. Pengamatan yang di maksud dalam penelitian ini *abnormal return*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Semua perusahaan publik yang mencatatkan sahamnya di BEI diklasifikasikan ke dalam 9 sektor. Kesembilan sektor BEI tersebut didasarkan pada klasifikasi industri yang ditetapkan oleh BEI yang disebut *Jakarta Stock Exchange Industrial Classification (JASICA)*, dimana sektor tersebut yaitu (1) sektor pertanian, (2) sektor pertambangan, (3) sektor industri, (4) sektor aneka industri, (5) sektor industri barang konsumsi, (6) sektor properti, real estat, dan konstruksi bangunan, (7) sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi, (8) sektor keuangan, (9) sektor perdagangan, jasa, dan investasi.

Tabel 3.
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR	61	-0,067	0,098	0,005	0,032
Valid N (listwise)	61				

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa secara statistik *cumulative abnormal return* (CAR) secara keseluruhan dengan 61 perusahaan yang digunakan selama 7 hari pengamatan, diperoleh nilai minimum sebesar - 0,067 yang dimiliki oleh PT Bukit Asam (Persero) Tbk. Nilai maksimum CAR sebesar 0,098 dimiliki oleh PT Bank BJB Tbk. Nilai rata-rata CAR sebesar 0,005, dengan standar deviasi sebesar 0,032.

Tabel 4.
Hasil Uji Normalitas

		CAR
N		61
Normal Parameters ^{u,b}	Mean	0,005
	Std. Deviation	0,032
Most Extreme Differences	Absolute	0,096
	Positive	0,096
	Negative	-0,062
Test Statistic		0,096
Asymp. Sig (2-tailed)		0,200 ^{e,d}

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 4 dapat diketahui nilai dari signifikansi *Cumulative Abnormal Return* (CAR) atas pengumuman CGPI sebesar $0,200 > 0,05$, yang berarti bahwa data berdistribusi normal, sehingga dapat diteruskan analisisnya ke dalam statistik parametrik yaitu uji *one sample t-test*.

Pengujian hipotesis ini menggunakan uji *one sample t-test* yang diolah dengan software IBM SPSS Statistics 22. Hasil uji hipotesis dapat dilihat dalam Tabel 5 berikut ini:

Tabel 5.
Hasil Uji One Sample t-test

	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CAR	0,115	60	0,909	0,005	-0,008	0,009

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel uji one sample t-test diperoleh nilai t 0,115 dengan nilai probabilitas sebesar $0,909 > \alpha (0,05)$, yang berarti bahwa tidak terdapat reaksi pasar atas pengumuman CGPI, atau H_1 ditolak dan H_0 diterima.

Pengumuman CGPI yang dilakukan oleh IICG yang bekerjasama dengan majalah SWA dikatakan dapat memberikan informasi bagi pasar baik positif maupun negatif, maka pasar akan bereaksi yang ditunjukkan dengan adanya

abnormal return. Berdasarkan pengujian hipotesis yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1 yaitu terdapat reaksi pasar atas pengumuman CGPI ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa selama 7 hari pengamatan pengumuman CGPI tidak mengandung informasi berharga bagi investor dan tidak memengaruhi keputusan investasi.

Hasil dari penelitian ini sejalan dengan penelitian oleh Tedjakusuma (2012) yang menyimpulkan bahwa pengumuman CGPI tidak direspon oleh pasar dilihat dari tidak adanya *abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman CGPI. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar yang terdapat di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Hal ini mungkin disebabkan oleh kurangnya informasi yang dipublikasikan mengenai pemeringkatan CGPI di Indonesia sehingga para investor yang tidak mengikuti tentang perkembangan pemeringkatan CGPI di Indonesia tidak mengetahui tentang adanya pemeringkatan CGPI. Selain kurangnya publikasi mengenai CGPI, tidak diresponnya pengumuman CGPI oleh para investor mungkin juga disebabkan oleh terlambatnya waktu penerbitan majalah SWA.

Implikasi teoritis hasil penelitian ini adalah diketahuinya bahwa pengumuman CGPI tidak direspon oleh pasar modal, dilihat dari tidak adanya *abnormal return* yang signifikan. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori efisiensi pasar dimana informasi yang diungkapkan tidak mampu membuat pasar

bereaksi dilihat dari tidak adanya abnormal return yang signifikan. Penelitian ini juga dapat digunakan sebagai referensi bagi penelitian selanjutnya.

Implikasi praktis dari penelitian ini adalah investor dapat memperhatikan pengumuman CGPI. Dimana variabel tersebut dapat menjadi pertimbangan investor dalam menentukan keputusan investasi.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan sebelumnya, dapat ditarik simpulan sebagai berikut: selama tujuh hari perdagangan saham disekitar pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) tanpa melibatkan *comfounding effect* (pengumuman lain) menunjukkan tidak adanya reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman CGPI. Hasil uji *one sample t-test* menghasilkan bahwa tidak terdapat reaksi pasar atas pengumuman CGPI. Ini berarti bahwa pengumuman CGPI tidak memiliki kandungan informasi yang cukup bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi terhadap perusahaan-perusahaan yang tersurvei CGPI selama tahun 2013-2016, baik perusahaan yang masuk kategori atau predikat sangat terpercaya maupun predikat terpercaya. Investor dapat lebih mencari informasi tentang pengumuman CGPI untuk dapat menentukan keputusan investasi. Peneliti selanjutnya dapat meneliti kembali dengan metode perhitungan *abnormal return* yang berbeda sehingga dapat memberikan hasil yang berbeda.

REFERENSI

- Almilia L. S. dan Sifa Lailul. (2006). Reaksi Pasar Publikasi *Corporate Governance Perception Index* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Symposium Nasional Akuntansi IX Padang.
- Asteriou, D., Samitas, A., and Kenourgios, D. (2013). The London 2012 Olympic Games Announcement and Its Effect on The London Stock Exchange. *Journal of Economic Studies*, 40(2), pp: 203-221.
- Arifin. (2005). Peran Akuntan dalam Menegakkan Prinsip *Good Corporate governance* pada Perusahaan di Indonesia (Tinjauan Perspektif Teori Keagenan), hal.1–52.
- Baker, M. and Wurgler J. (2006). Investors Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Finance*, 61, pp.1-66.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Publik Policy*.
- Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin Hendy M. (2006). Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab. Jakarta: Salemba Empat.
- Frankel, R. and Lee C. M. (1998). Accounting valuation, market expectation, and cross sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 25 (3), pp.283-319.
- Hartono, Jogyanto. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kesebelas. Yogyakarta: BPFE.
- Herwidayatmo. (2000). Implementasi *Good Corporate governance* untuk Perusahaan Publik di Indonesia. *Majalah Usahawan Th XXIX (10)*: 25-32.
- IICG. (2018). *Corporate Governance Perception Index (CGPI)*. <http://www.iicg.org/agenda-iicg/21-corporate-governance-perception-index>. diakses pada 25 Agustus 2018.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y>.
- Jones, P. Charles. (2006). Investments: Analysis and Management. *Journal of Financial Economics*, 4, pp.405-460.
- Junaedi, D. (2005). Dampak Tingkat Pengungkapan Informasi Perusahaan Terhadap Volume Perdagangan dan Return Saham. *JAKI (Jurnal Akuntansi*

Dan Keuangan Indonesia).

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.

Low, K. L. (2008). The utilisation of Fuzzy Logic in *Corporate governance* assessment in business economics Wai-Ching Poon *, 1(2), 146–161.

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, pp: 13-39.

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

Majalah SWA No. 27/XXXI/19 Desember 2015 - 8 Januari 2016

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.

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.

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*.

Susilo. (2006). *Manajemen Sumber Daya Manusia*. BPF. Yogyakarta.

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).

Watts, Ross L. and Zimmerman, Jerold L. (1986). *Positive Accounting Theory*. (New Jersey: Prentice Hall, Inc), pp.221-223.

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).

Wardhani, R. (2007). Mekanisme *Corporate governance* Dalam Perusahaan Yang Mengalami Permasalahan Keuangan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 4(1), 95–114.2007.05