

**REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN CORPORATE
GOVERNANCE PERCEPTION INDEX
(Studi Peristiwa di Bursa Efek Indonesia)**

I GDE ARY WIRAJAYA

*Jurusan Akuntansi,
Fakultas Ekonomi Universitas Udayana*

ABSTRACT

Corporate governance perception index (CGPI) is a research project on grading good corporate governance in Indonesia. This program is expected to positively influenced investors' confidence to invest. This research examines market reaction by detecting market reaction differences between high-rank and low-rank companies around the date of CGPI announcement in 2006 – 2008 through seven days of observation.

This research was conducted in Indonesia Stock Exchange. Sample consisted of 52 companies which were drawn using purposive sampling method. Data were analyzed using descriptive, statistic, and sensitivity analysis. Result showed that market reacted to CGPI announcement, which was demonstrated by abnormal return and changes of stock traded volume around the date of CGPI announcement. There was no significant difference about market reaction between high and low rank companies on CGPI during 2006 – 2008. This implies that investors have not considered CGPI properly in stock market transactions.

Keywords: *corporate governance perception index, abnormal return, trading volume activity*

I. PENDAHULUAN

Corporate governance (CG) merupakan serangkaian mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas (outside investors/minority shareholders) dari ekspropriasi yang dilakukan oleh para manajer dan pemegang saham pengendali (insider) dengan penekanan pada mekanisme legal (Shleiver dan Vishny, 1997 dalam Almilia, 2006). Pendekatan legal dari CG memiliki arti bahwa mekanisme kunci dari CG adalah proteksi investor eksternal (outside investors), baik pemegang saham maupun kreditor, melalui sistem legal, yang dapat diartikan dengan hukum dan

pelaksanaannya. Meskipun reputasi dan gagasan-gagasan yang dimiliki oleh para manajer dapat membantu dalam meraih dana, variasi dalam hukum dan pelaksanaannya merupakan hal utama dalam memahami mengapa perusahaan-perusahaan dalam beberapa negara lebih mudah mendapatkan dana dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang lainnya. Beberapa penelitian telah menunjukkan bahwa penerapan CG bervariasi antara satu negara dengan negara yang lain. Penelitian-penelitian tersebut pada dasarnya menunjukkan adanya perbedaan sistem hukum yang melindungi investor antar negara. Perbedaan dalam sistem hukum tersebut selanjutnya akan berpengaruh pada struktur kepemilikan, perkembangan pasar modal, dan perekonomian suatu negara (Porta dkk., 2000 dalam Arifin, 2003). Johnson dkk. (2000) memberikan bukti bahwa rendahnya kualitas CG dalam suatu negara berdampak negatif pada pasar saham dan nilai tukar mata uang negara yang bersangkutan pada masa krisis di Asia. Hasil survei yang dilakukan oleh tim McKinsey, Coombes, dan Watson (2000) dalam Arifin (2003) memperlihatkan bahwa investor bersedia memberi premium kepada perusahaan yang bagus dalam CG-nya. Besar premium untuk negara-negara Asia yang disurvei adalah antara 20-27%, sedangkan Indonesia merupakan negara yang tertinggi premiumnya, yaitu 27%. Perusahaan yang memiliki *good corporate governance* (GCG) lebih dapat dipercaya (majalah SWA memakai istilah “perusahaan terpercaya” untuk menerjemahkan GCG) sehingga sangat mungkin bahwa respon pasar atas pengumuman *earnings* dipengaruhi oleh baik buruknya CG perusahaan yang mengumumkannya.

Corporate Governance Perception Index (CGPI) adalah program riset dan pemeringkatan tata kelola perusahaan yang baik pada perusahaan publik dan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di Indonesia, yang diselenggarakan oleh *The Indonesia Institute for Corporate Governance (IICG)*. CGPI merupakan salah satu informasi yang masuk di pasar modal. Informasi mengenai CGPI diharapkan dapat memberikan dampak positif terutama yang menyangkut kepercayaan investor atas dana yang diinvestasikan. Pengaruh pengumuman CGPI dimungkinkan akan memberikan reaksi positif investor serta mampu mengubah harapan investor tentang perusahaan yang bersangkutan.

Informasi adalah segala pemberitaan, baik di dalam pasar modal maupun di luar pasar modal yang diterima investor dengan harapan dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi yang efisien. Informasi yang masuk ke bursa efek memiliki pengaruh terhadap segala aktivitas perdagangan di pasar modal. Hal ini terjadi karena para investor akan menganalisis lebih lanjut mengenai informasi yang masuk di pasar modal. Informasi dianggap memiliki *value* jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan investor yang tercermin lewat perubahan harga, baik yang diukur dengan *abnormal return* maupun volume perdagangan saham yang diukur dengan *Trading Volume Activity* (TVA). GCG memberikan manfaat yang sangat besar bagi perusahaan dan dapat meningkatkan kepercayaan masyarakat, terutama para *stakeholders*-nya. Hal ini perlu diteliti kembali, terutama untuk perusahaan-perusahaan di negara berkembang seperti Indonesia yang relatif masih memiliki lingkungan hukum yang buruk (Durnev dan Kim, 2002; Klapper dan Love, 2002) dan

mayoritas perusahaan yang tercatat di PT. BEI merupakan perusahaan milik keluarga (Kaihatu, 2006). Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris reaksi pasar atas pengumuman CGPI yang diproksikan dengan *abnormal return* dan volume perdagangan saham di seputar tanggal pengumuman CGPI. Di samping itu, untuk mendeteksi perbedaan reaksi pasar antara perusahaan yang memiliki peringkat baik dan peringkat cukup di seputar tanggal pengumuman CGPI.

II KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengumuman CGPI diduga mempunyai kandungan informasi yang dapat mempengaruhi reaksi pasar. Reaksi pasar tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham perusahaan bersangkutan yang diukur dengan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya, suatu pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Reaksi pasar tidak hanya ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham yang tercermin dari *abnormal return*, tetapi juga ditunjukkan dengan adanya perubahan aktivitas perdagangan yang tercermin dari volume perdagangan saham perusahaan yang bersangkutan. Beaver (1968) dalam Almilia dan Sifa (2006) menyatakan bahwa suatu laporan yang diumumkan memiliki kandungan informasi apabila jumlah lembar saham yang diperdagangkan menjadi lebih besar ketika *earnings* diumumkan. Volume perdagangan saham merupakan tindakan atau perdagangan

investor secara individual. Peningkatan atau penurunan volume perdagangan saham merupakan minat investor terhadap saham perusahaan yang bersangkutan. Volume perdagangan saham dapat diukur dengan *Trading Volume Activity* (TVA). TVA dapat digunakan untuk melihat apakah investor secara individual menilai informasi CGPI yang berupa pemeringkatan ini sebagai sinyal positif atau negatif untuk membuat keputusan perdagangan saham. Apabila investor mengartikan sebagai sinyal positif atas informasi CGPI tersebut, maka permintaan saham akan lebih tinggi daripada penawaran saham sehingga volume perdagangan akan meningkat. Sebaliknya, apabila muncul sinyal negatif atas informasi CGPI, maka tingkat permintaan saham yang terjadi akan lebih rendah dibandingkan dengan tingkat penawaran saham sehingga volume perdagangan saham mengalami penurunan. Berdasarkan uraian tersebut dan didukung kajian teoretis dan empiris, maka hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

H₁ : Terdapat reaksi pasar di seputar tanggal pengumuman CGPI tahun 2006-2008.

Dengan adanya pemeringkatan CG berupa CGPI ini, kita bisa menduga bahwa perusahaan yang menduduki peringkat tertinggi akan lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang menduduki peringkat di bawahnya. Dikatakan demikian karena perusahaan yang menduduki peringkat baik mempunyai tata kelola perusahaan (*corporate governance*) lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang menduduki peringkat cukup. Dengan demikian memungkinkan adanya reaksi pasar yang berbeda

antara perusahaan yang memiliki peringkat baik dan peringkat cukup pada saat pengumuman CGPI.

H₂: Terdapat perbedaan *abnormal return* antara perusahaan yang memiliki peringkat baik dan peringkat cukup di seputar tanggal pengumuman CGPI.

H₃: Terdapat perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan antara perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup di seputar tanggal pengumuman CGPI.

III. METODE PENELITIAN

Identifikasi Variabel

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah (1) *abnormal return* yang terjadi di seputar tanggal pengumuman CGPI 2006-2008 pada perusahaan-perusahaan yang mengikuti survei penerapan *corporate governance* tahun 2005-2007, (2) volume perdagangan saham yang terjadi di seputar tanggal pengumuman CGPI 2006-2008 pada perusahaan-perusahaan yang mengikuti survei penerapan *corporate governance* tahun 2005-2007, (3) tanggal pengumuman CGPI 2006-2008 pada perusahaan-perusahaan yang mengikuti survei penerapan *corporate governance* tahun 2005-2007. CGPI 2005 diumumkan pada 11 Desember 2006, CGPI 2006 diumumkan pada 9 Januari 2008, dan CGPI 2007 diumumkan pada 18 Desember 2008.

Definisi Operasional Variabel

Untuk menghindari ketidakjelasan makna variabel-variabel yang dianalisis dalam penelitian ini, maka diberikan pengertian dari variabel-variabel yang digunakan sebagai berikut:

- a. *Abnormal return* adalah selisih *return* sesungguhnya (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*). *Abnormal return* digunakan untuk melihat harga saham pada periode jendela (*event window*) untuk tiap-tiap hari di seputar tanggal peristiwa.
- b. Volume perdagangan saham adalah jumlah saham yang diperdagangkan dalam satu hari perdagangan.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang mengikuti CGPI 2005-2007 (dalam laporan IICG dan majalah SWA). Dari populasi diambil sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu suatu pengambilan sampel di mana peneliti menggunakan pertimbangannya sendiri dengan maksud untuk memenuhi tujuan penelitian. Untuk itu adapun kriteria yang dilakukan dalam pengambilan sampel sebagai berikut: 1)Perusahaan yang mengikuti survei penerapan *corporate governance* pada tahun 2005-2007, (2) Perusahaan yang mengikuti survei penerapan *corporate governance* harus terdaftar di BEI sebagai Perusahaan Terbuka (Tbk), (3) Perusahaan tidak mengumumkan/mengeluarkan kebijakan lain seperti *stock split*, *stock dividen*, *right issue* atau pengumuman perusahaan yang lain (*corporate action*). (4) Perusahaan yang dijadikan sampel dikelompokkan menjadi dua,

yaitu perusahaan yang memiliki peringkat baik dan peringkat cukup dalam CGPI.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yang terdiri atas data berikut. (1) Data harga penutupan saham (*closing price*) harian pada seratus dua lima hari sebelum pengumuman (T_{-125}) dan tiga hari setelah pengumuman (T_{+3}) untuk menghitung *return actual* perusahaan dan *expected return*, (3) Volume perdagangan saham harian perusahaan dan jumlah saham yang beredar pada tiga hari sebelum pengumuman ($t-3$) dan tiga hari setelah pengumuman ($t+3$) untuk menghitung TVA. (4) Data tanggal publikasi CGPI 2006-2008. Data ini digunakan sebagai *event date* terhadap penelitian yang dilakukan. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari IICG, www.duniainvestasi.com, dan majalah SWA tahun 2006-2008.

Tahapan Proses Analisis Data

Untuk menjawab rumusan permasalahan yang dikemukakan pada penelitian ini dilakukan beberapa proses dalam menganalisis data, yaitu sebagai berikut (1) Mengidentifikasi tanggal pengumuman CGPI. Untuk mempermudah pembahasan maka tanggal pengumuman CGPI diidentifikasi sebagai hari ke nol ($t=0$), (2) Menentukan *event window* (periode pengamatan) pengukuran reaksi pasar dari pengumuman CGPI. *Event window* (periode pengamatan) yang digunakan mulai dari tiga hari perdagangan saham sebelum pengumuman CGPI (T_{-3}) sampai tiga hari

perdagangan saham setelah pengumuman CGPI ($T+3$). Periode pengamatan yang digunakan adalah +/- 3 hari untuk melihat respons pasar beberapa hari sebelum dan sesudah pengumuman CGPI serta untuk menghindari adanya peristiwa lain di sekitar tanggal pengumuman CGPI tersebut, maka periode pengamatan yang dipilih sebaiknya tidaklah terlalu lama. (3) Melakukan analisis deskriptif. Analisis deskriptif ini digunakan untuk menganalisis data kuantitatif yang diolah menurut perhitungan dalam variabel penelitian sehingga dapat memberikan penjelasan atau gambaran mengenai kondisi perusahaan. (4) Melakukan pengujian hipotesis. Hipotesis 1 diuji dengan menggunakan alat uji *One sample t-test*, sedangkan Hipotesis 2 dan 3 diuji dengan menggunakan alat uji *Independent t-test*. (5) Melakukan analisis sensitivitas. Sukartha (2008) menyatakan bahwa analisis sensitivitas ini digunakan untuk memberikan gambaran sejauh mana keputusan akan konsisten meskipun terjadi perubahan parameter yang mempengaruhinya. (6) Pembahasan. Pembahasan dilakukan untuk membandingkan hasil penelitian dengan teori-teori dan penelitian terdahulu sehingga didapat suatu simpulan akhir dari penelitian yang dilakukan.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Setelah semua data diperoleh, yang pertama dilakukan adalah menghitung *abnormal return* perusahaan secara keseluruhan yang memperoleh CGPI tahun 2006-2008, baik perusahaan yang berperingkat baik maupun yang berperingkat cukup. Nilai *abnormal return* berasal dari selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi (*return* realisasi) dengan

tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). *Return* realisasi dihitung selama tujuh hari periode pengamatan (T_{-3} sampai dengan T_{+3}) dengan menggunakan Microsoft Excel dari data harga penutupan saham harian (*closing price*). Rata-rata *return* realisasi keseluruhan perusahaan, yang memiliki peringkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008 selama periode pengamatan disajikan pada Tabel 4.1 dan Gambar 5.1.

Dari hasil perhitungan Tabel 4.1 dan Gambar 4.1 dapat dilihat bahwa rata-rata *return* realisasi pada perusahaan secara keseluruhan yang memperoleh CGPI tahun 2006-2008 mengalami fluktuasi selama periode pengamatan. Sebelum pengumuman, rata-rata *return* realisasi seluruh perusahaan yang memperoleh CGPI tahun 2006-2008 mulai berfluktuasi pada hari ke-3 (T_{-3}) dengan *return* realisasi yang tinggi (0,024) dan mengalami penurunan pada hari ke-2 (T_{-2}). Pada hari ke-1, rata-rata *return* realisasi kembali mengalami peningkatan sampai pada hari pengumuman (T_0) dan kembali mengalami penurunan pada hari ke-1 (T_{+1}) sampai pada akhir periode pengamatan, yaitu hari ke-3 (T_{+3}) setelah pengumuman. Kondisi ini juga terjadi pada perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup CGPI tahun 2006-2008 di mana sebelum pengumuman, rata-rata *return* realisasi perusahaan yang berperingkat baik juga berfluktuasi pada hari ke -3 (T_{-3}) dengan *return* realisasi yang tinggi (0,022) dan mengalami penurunan pada hari ke-2 (T_{-2}). Pada hari ke-1, rata-rata *return* realisasi kembali menunjukkan peningkatan sampai pada hari pengumuman (T_0) dan kembali mengalami penurunan pada hari ke-1 (T_{+1}) sampai pada akhir periode pengamatan, yaitu hari ke-3 (T_{+3}) setelah pengumuman.

Untuk perusahaan yang memiliki peringkat cukup, sebelum pengumuman, rata-rata *return* realisasi berfluktuasi mulai pada hari ke-3 (T_{-3}) dengan *return* realisasi yang paling tinggi (0,030) dan mengalami penurunan pada hari ke-2 (T_{-2}) sampai pada hari ke-1 (T_{-1}). Rata-rata *return* realisasi kembali mengalami peningkatan sampai pada hari pengumuman (T_0) dan kembali mengalami penurunan pada hari ke-1 (T_{+1}) sampai pada akhir periode pengamatan, yaitu hari ke-3 (T_{+3}) setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan adanya kemungkinan pasar sudah menerima bocoran informasi *CGPI award* sehingga harga saham mulai meningkat. Keadaan demikian dapat dikatakan bahwa pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) tersebut merupakan *good news*. Adanya bocoran informasi sebelum pengumuman mengakibatkan harga saham mulai naik turun selama periode pengamatan.

Setelah *return* realisasi diketahui, maka untuk menghitung *expected return* digunakan *mean adjusted model*, di mana nilai *expected return* selama periode jendela bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Rata-rata *expected return* selama periode jendela pada perusahaan secara keseluruhan yang memperoleh CGPI tahun 2006-2008 adalah -0.0152, untuk perusahaan yang memiliki peringkat baik pada CGPI tahun 2006-2008 sebesar -0,0129, dan untuk perusahaan yang memiliki peringkat cukup pada CGPI tahun 2006-2008 sebesar -0,0220. Perhitungan *expected return* selengkapnya dapat dilihat pada lampiran IV sampai dengan lampiran VII. Setelah didapat hasil *return* realisasi dan *expected return*, maka *abnormal return* dapat dihitung dengan cara mengurangkan *return* realisasi saham perusahaan ke- i pada hari ke- t

dengan *expected return* yang sudah dihitung sebelumnya. Rata-rata *abnormal return* perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008 selama periode pengamatan disajikan pada Tabel 4.2 dan Gambar 4.2.

Dari hasil perhitungan Tabel 4.2 dan Gambar 4.2 di atas dapat dilihat bahwa rata-rata *abnormal return* pada perusahaan secara keseluruhan yang memperoleh CGPI tahun 2006-2008 mengalami fluktuasi selama periode pengamatan. Sebelum pengumuman, rata-rata *abnormal return* seluruh perusahaan yang memperoleh CGPI tahun 2006-2008 mulai berfluktuasi pada hari ke -3 (T_{-3}) dengan *abnormal return* yang tinggi (0,039) dan mengalami penurunan pada hari ke-2 (T_{-2}). Pada hari ke-1, rata-rata *abnormal return* kembali mengalami peningkatan sampai pada hari pengumuman (T_0) dan kembali mengalami penurunan pada hari ke 1 (T_{+1}) sampai pada akhir periode pengamatan, yaitu hari ke-3 (T_{+3}) setelah pengumuman. Kondisi ini juga terjadi pada perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup CGPI tahun 2006-2008 di mana sebelum pengumuman, rata-rata *abnormal return* perusahaan berperingkat baik berfluktuasi, mulai pada awal pengamatan hari ke-3 (T_{-3}) dengan *abnormal return* yang tinggi (0,035) dan mengalami penurunan pada hari ke-2 (T_{-2}). Pada hari ke-1 (T_{-1}) rata-rata *abnormal return* kembali mengalami peningkatan sampai pada hari pengumuman (T_0) dan mengalami penurunan pada hari ke-1 (T_{+1}) sampai pada akhir periode pengamatan, yaitu hari ke-3 (T_{+3}) setelah pengumuman CGPI.

Untuk perusahaan yang memiliki peringkat cukup, sebelum pengumuman, rata-rata *abnormal return* juga berfluktuasi mulai pada hari

ke-3 (T_{-3}) dengan *abnormal return* yang paling tinggi (0,052) selama periode pengamatan, namun mengalami penurunan pada hari ke -2 (T_{-2}), sampai pada hari ke -1 (T_{-1}). Rata-rata *abnormal return* kembali mengalami peningkatan sampai pada hari pengumuman (T_0) dan kembali mengalami penurunan pada hari ke-1 (T_{+1}) sampai pada akhir periode pengamatan, yaitu hari ke-3 (T_{+3}) setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan adanya kemungkinan pasar sudah menerima bocoran informasi *CGPI award* sehingga *abnormal return* yang diunjukkan oleh harga saham mulai menurun setelah adanya pengumuman. Dalam proses penetapan *CGPI award* ini diperlukan beberapa tahapan dan waktu yang panjang sehingga pasar kemungkinan dapat mengetahui gambaran hasil dari informasi *CGPI*. Keadaan demikian dapat dikatakan bahwa pengumuman *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* tersebut merupakan *good news*, yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman. Adanya bocoran informasi sebelum pengumuman mengakibatkan *abnormal return* yang diunjukkan oleh harga saham mulai naik turun selama periode pengamatan dan harga mulai kembali ke harga keseimbangan baru setelah adanya pengumuman *CGPI* .

Langkah kedua yang dilakukan adalah menghitung *Trading Volume Activity (TVA)* keseluruhan perusahaan yang memperoleh *CGPI* tahun 2006-2008, baik yang memiliki peringkat baik maupun cukup. Untuk melihat pergerakan aktivitas volume perdagangan saham di pasar dengan cara membagi jumlah saham yang diperdagangkan pada hari ke-t dengan jumlah saham yang beredar untuk tiap-tiap perusahaan pada hari ke-t. Rata-rata *TVA* keseluruhan perusahaan, baik yang memiliki peringkat baik maupun

cukup pada CGPI tahun 2006-2008 selama periode pengamatan, disajikan pada Tabel 4.3 dan Gambar 4.3.

Dari hasil perhitungan Tabel 4.3 dan Gambar 4.3 dapat dilihat bahwa rata-rata TVA pada keseluruhan perusahaan, baik yang memiliki peringkat baik maupun cukup pada CGPI tahun 2006-2008, mengalami fluktuasi selama periode pengamatan. Rata-rata TVA setelah pengumuman lebih berfluktuasi dibandingkan dengan periode sebelum pengumuman. Sebelum pengumuman, rata-rata TVA keseluruhan perusahaan mengalami penurunan mulai pada hari ke-3 sampai pada T_{-1} pada keseluruhan perusahaan, baik yang memiliki peringkat baik maupun cukup pada CGPI tahun 2006-2008. Rata-rata TVA mulai mengalami peningkatan yang tajam pada hari pengumuman (T_0) sampai pada satu hari setelah pengumuman (T_{+1}). Kenaikan yang paling tajam terdapat pada perusahaan yang memiliki peringkat cukup pada satu hari setelah pengumuman (T_{+1}) sebesar 0.0049. Rata-rata TVA masih mengalami fluktuasi pada hari ke-2 (T_{+2}) sampai hari ke-3 (T_{+3}) setelah pengumuman. Meskipun terdapat fluktuasi, hal itu 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* tertinggi terjadi pada hari pengumuman *CGPI award* (T_0), sedangkan rata-rata volume perdagangan tertinggi terjadi pada satu hari setelah pengumuman (T_{+1}). Ini berarti bahwa respons pasar terhadap pengumuman CGPI diawali dengan adanya rata-rata *abnormal return* tertinggi pada saat hari pengumuman CGPI (T_0) dan diikuti dengan

rata-rata volume perdagangan tertinggi yang terjadi pada satu hari setelah pengumuman (T_{+1}).

Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis 1 merupakan pengujian statistik terhadap *abnormal return* yang bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya reaksi pasar yang signifikan terjadi disekitar tanggal pengumuman CGPI tahun 2006-2008. Ada tidaknya reaksi pasar ini ditunjukkan dengan ada tidaknya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman. Jika *abnormal return* yang signifikan adalah lebih besar daripada nol, yaitu positif, berarti *good news* dan negatif, berarti *bad news*. Dalam penelitian ini, uji statistik *abnormal return* dilakukan dengan menggunakan *one sample t-test*. Hasil pengujian statistik terhadap *abnormal return* perusahaan pada CGPI tahun 2006-2008, disajikan pada Tabel 4.4, Tabel 4.5, dan Tabel 4.6 berikut ini.

Dari Tabel 4.4 diperoleh hasil pengujian pengumuman CGPI menunjukkan bahwa pada T_{-3} (0,000), T_{-1} (0,020), T_{-0} (0,003), dan T_{+1} (0,017) secara statistik signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini berarti bahwa pengumuman CGPI tersebut memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Dari Tabel 4.5 diperoleh hasil pengujian pengumuman CGPI pada perusahaan memiliki peringkat baik menunjukkan bahwa pada T_{-3} (0,001), T_0 (0,018), dan T_{+1} (0,048) secara statistik signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini berarti bahwa

pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki peringkat baik tersebut memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Dari Tabel 4.6 diperoleh hasil pengujian pengumuman CGPI pada perusahaan memiliki peringkat cukup menunjukkan bahwa pada T_{-3} (0,005) secara statistik signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini berarti bahwa pengumuman CGPI pada perusahaan memiliki peringkat cukup tersebut memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Selanjutnya dilakukan pengujian statistik terhadap volume perdagangan yang bertujuan untuk mengetahui adanya reaksi pasar yang terjadi selama *event window*. Adanya reaksi ini ditunjukkan dengan adanya TVA yang signifikan di sekitar pengumuman CGPI. Hasil pengujian signifikansi terhadap volume perdagangan untuk keseluruhan perusahaan, baik yang berperingkat baik maupun cukup pada CGPI tahun 2006-2008, disajikan pada Tabel 4.7, Tabel 4.8, dan Tabel 4.9 berikut ini.

Dari tabel 4.7 diperoleh hasil pengujian pengumuman CGPI menunjukkan bahwa pada selama periode pengamatan dari T_{-3} sampai dengan T_{+3} secara statistik signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini berarti bahwa pengumuman CGPI tersebut memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Dari Tabel 5.8 diperoleh hasil pengujian pengumuman CGPI pada perusahaan memiliki peringkat baik menunjukkan bahwa pada selama perioda pengamatan dari T_{-3} sampai dengan T_{+3} secara statistik signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini berarti bahwa pengumuman CGPI pada perusahaan memiliki peringkat baik tersebut memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Dari Tabel 4.9 diperoleh hasil pengujian pengumuman CGPI pada perusahaan memiliki peringkat cukup menunjukkan bahwa pada T_{-2} (0,024), T_{-1} (0,016), dan T_{+3} (0,018) secara statistik signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini berarti bahwa pengumuman CGPI pada perusahaan memiliki peringkat cukup tersebut memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Pembahasan Hipotesis 1

Penelitian ini menggunakan analisis uji beda *one sample t-test* dan *independent t-test* dengan bantuan program SPSS 13.0 *for windows*. Dari pengujian hipotesis 1 dengan menggunakan uji beda *one sample t-test* yang dilakukan terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang mendapat CGPI tahun 2006-2008, diperoleh hasil pengujian pengumuman CGPI menunjukkan bahwa pada T_{-3} , T_{-1} , T_0 , dan T_{+1} secara statistik signifikan. Hal ini berarti bahwa pengumuman CGPI tersebut memiliki kandungan

informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Hal ini menunjukkan adanya kemungkinan pasar sudah menerima bocoran informasi *CGPI award* sehingga harga saham yang tercermin dari *abnormal return* mulai meningkat sebelum pengumuman *CGPI*. Dalam proses penetapan *CGPI award* ini diperlukan beberapa tahapan dan waktu yang panjang sehingga pasar kemungkinan dapat mengetahui gambaran hasil dari informasi *CGPI*. Keadaan demikian dapat dikatakan bahwa pengumuman *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* tersebut merupakan *good news* dilihat dari adanya *abnormal return* yang positif. Adanya bocoran informasi sebelum pengumuman mengakibatkan harga saham mulai naik turun untuk hari-hari selanjutnya. Setelah mengalami penurunan pada hari kedua sebelum pengumuman *CGPI*, rata-rata *abnormal return* mulai mengalami peningkatan pada T_{-1} dan puncaknya pada T_0 , yaitu merupakan hari pengumuman *CGPI*. Ini menandakan bahwa harga mulai kembali ke harga keseimbangan baru di mana rata-rata *abnormal return* terus mengalami penurunan yang tampak pada hari ke +1 sampai dengan hari ke +3 setelah pengumuman *CGPI*. Harga saham yang fluktuatif pada hari ke-3 sampai dengan hari ke+1 menunjukkan bahwa pengumuman *CGPI award* memiliki kandungan informasi sehingga pasar bereaksi terhadap informasi *CGPI* tersebut. Hal ini juga terlihat dari hasil pengujian pada pengumuman *CGPI* yang menunjukkan bahwa pada T_{-3} , T_{-1} , T_0 , dan T_{+1} secara statistik signifikan. Penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya, yaitu Frazier et al. (1984); Rao (1997); Ferere dan Renneboog (2000); Chen (2001); Durtschi et al. (2002); De Roon dan Veld (2002); dalam

Almilia (2006), Mayangsari dan Murtanto (2002), yang menyimpulkan bahwa pengumuman non-keuangan yang mempunyai kandungan informasi akan direaksi oleh pasar. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman CGPI merupakan *good news* sehingga informasi tersebut menarik minat investor di pasar.

Hasil pengujian terhadap TVA dengan menggunakan uji beda *one sample t-test* yang dilakukan pada perusahaan yang mendapat CGPI tahun 2006-2008 memperoleh hasil pengujian pengumuman CGPI menunjukkan bahwa, selama periode pengamatan dari T_{-3} sampai dengan T_{+3} secara statistik signifikan. Hal ini berarti bahwa pengumuman CGPI tersebut memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Meskipun terdapat fluktuasi pada volume perdagangan saham selama periode pengamatan, fluktuasi tersebut bernilai positif dan cenderung stabil. Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap informasi CGPI tersebut. Penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya, yaitu Frazier et al. (1984); Rao (1997); Ferere dan Renneboog (2000); Chen (2001); Durtschi et al. (2002); De Roon dan Veld (2002); Mayangsari dan Murtanto,(2002) dalam Almilia (2006) yang menyimpulkan bahwa pengumuman nonkeuangan yang mempunyai kandungan informasi akan direaksi oleh pasar. Perubahan volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman merupakan sinyal positif sehingga investor secara individual menggunakan informasi CGPI yang berupa pemeringkatan ini untuk membuat keputusan perdagangan saham. Sinyal positif ini menunjukkan permintaan saham

lebih tinggi daripada penawaran saham sehingga volume perdagangan meningkat.

Uji sensitivitas menunjukkan bahwa tidak terjadi perubahan reaksi pasar, jika reaksi pasar diproksikan dengan *abnormal return* dan TVA. Ini berarti bahwa baik *abnormal return* maupun TVA yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar memiliki hasil yang sama, yaitu pengumuman CGPI memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* dan perubahan volume perdagangan saham yang signifikan di seputar tanggal pengumuman CGPI tahun 2006-2008.

Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis 2 dilakukan dengan menggunakan *independent t-test* antara *abnormal return* perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup untuk mengetahui perbedaan *abnormal return* yang signifikan di seputar tanggal pengumuman CGPI. Penelitian ini menggunakan tujuh hari periode pengamatan, yaitu tiga hari sebelum dan tiga hari sesudah pengumuman CGPI. Hasil pengujian signifikansi terhadap perbedaan *abnormal return* perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008 disajikan pada Tabel 4.10 berikut ini:

Dari hasil pengujian terhadap perbedaan *abnormal return* untuk perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008, pada saat pengumuman diperoleh nilai probabilitas sebesar 0.205 yang lebih tinggi daripada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima dan H_2 ditolak, artinya tidak terdapat

perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada saat pengumuman CGPI antara perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008.

Pembahasan Hipotesis 2

Dari pengujian hipotesis 2 dengan menggunakan uji beda *independent t-test* yang dilakukan terhadap *abnormal return* perusahaan yang memiliki peringkat baik dan peringkat cukup CGPI di sekitar tanggal pengumuman CGPI diperoleh nilai probabilitas sebesar 0,205 yang lebih tinggi daripada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada saat pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008. Hal ini mengindikasikan bahwa investor dalam mengambil keputusan kurang menganalisis lebih jauh mengenai informasi CGPI. Selain itu, informasi CGPI ini merupakan hal yang baru dalam pasar modal sehingga investor menilai perusahaan yang mendapatkan CGPI *award* pasti memiliki tata kelola perusahaan yang baik. Penemuan penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Almilia (2006) yang mengatakan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang masuk sepuluh besar dan nonsepuluh besar CGPI pada saat pengumuman CGPI.

Pengujian Hipotesis 3

Pengujian hipotesis 3 dilakukan dengan menggunakan *independent t-test* antara *abnormal return* perusahaan yang memiliki peringkat baik dan

cukup untuk mengetahui perbedaan *abnormal return* yang signifikan di seputar tanggal pengumuman CGPI. Penelitian ini menggunakan tujuh hari periode pengamatan, yaitu tiga hari sebelum dan tiga hari sesudah pengumuman CGPI. Hasil pengujian signifikansi terhadap perbedaan volume perdagangan saham perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008 disajikan pada Tabel 4.11 berikut ini.

Dari hasil pengujian terhadap perbedaan volume perdagangan saham untuk perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008, pada saat pengumuman diperoleh nilai probabilitas sebesar 0.078 yang lebih tinggi dari tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima dan H_3 ditolak, artinya tidak terdapat perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan pada saat pengumuman CGPI antara perusahaan yang memiliki peringkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008.

Pembahasan Hipotesis 3

Dari pengujian hipotesis 3 dengan menggunakan uji beda *independent t-test* yang dilakukan terhadap volume perdagangan saham perusahaan yang memiliki peringkat baik dan peringkat cukup CGPI di sekitar tanggal pengumuman CGPI diperoleh nilai probabilitas sebesar 0.078 yang lebih tinggi daripada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat perbedaan volume perdagangan yang signifikan pada saat pengumuman CGPI antara perusahaan memiliki peringkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008. Penemuan penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia (2006) yang menyatakan bahwa tidak terdapat

perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan antara perusahaan yang masuk sepuluh besar dan nonsepuluh besar CGPI pada saat pengumuman CGPI. Pengujian hipotesis terhadap *Trading Volume Activity* (TVA) pada perusahaan yang memiliki peringkat baik dan peringkat cukup CGPI di sekitar tanggal pengumuman CGPI menunjukkan nilai rata-rata positif. Angka yang positif menunjukkan adanya reaksi pasar yang positif terhadap adanya informasi CGPI yang berupa pemeringkatan ini. Dengan adanya reaksi positif dari pasar akan menyebabkan jumlah lembar saham di pasar akan bertambah yang diharapkan dapat meningkatkan frekuensi perdagangan saham tersebut atau dengan kata lain dapat meningkatkan likuiditas saham. Peningkatan likuiditas saham tersebut disebabkan oleh kinerja perusahaan terutama laba mengalami peningkatan. Kinerja perusahaan yang baik akan mendorong minat investor untuk membeli saham perusahaan tersebut. Hal ini akan memberikan reaksi positif bagi pasar, sehingga volume perdagangan saham mengalami peningkatan.

Nilai rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) perusahaan yang memiliki peringkat cukup lebih baik dibandingkan dengan nilai rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) perusahaan yang memiliki peringkat baik. Ini berarti bahwa tingkat permintaan saham lebih tinggi dibandingkan dengan penawaran saham sehingga volume perdagangan saham perusahaan yang berperingkat cukup mengalami peningkatan. Penemuan penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia (2006) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan antara perusahaan yang masuk sepuluh besar dan nonsepuluh besar CGPI pada saat pengumuman CGPI. Peningkatan volume

perdagangan saham perusahaan berperingkat cukup menunjukkan bahwa investor dalam melakukan kegiatan perdagangan masih belum tepat dalam menyikapi dan menganalisis informasi pengumuman CGPI yang masuk di pasar modal. Hal ini dikatakan demikian karena investor tidak bereaksi terhadap pengumuman CGPI perusahaan yang berperingkat baik. Hal ini tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa volume perdagangan saham perusahaan yang memiliki peringkat akan lebih tinggi dibandingkan dengan volume perdagangan saham perusahaan yang berperingkat cukup. Seharusnya investor menganalisis informasi pengumuman CGPI dan mengaitkannya pada prospek perusahaan yang bersangkutan pada masa yang akan datang. Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* dan volume perdagangan saham antara perusahaan yang berperingkat baik dan cukup, ini sejalan dengan riset yang dilakukan oleh SWA-IICG yang mengukur persepsi investor terhadap praktik GCG. Hasil riset ini menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan antara persepsi GCG dengan keputusan investasi (Wibowo, 2008). Akan tetapi, bukan berarti pemeringkatan CGPI ini tidak berguna. Namun, dapat dikatakan bahwa adanya pemeringkatan CGPI ini lebih berarti bagi perusahaan emiten karena dengan mengikuti survei, perusahaan emiten akan lebih mengetahui seberapa baik *corporate governance* yang telah diterapkan.

Analisis Sensitivitas

Analisis sensitivitas ini dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa hasil penelitian tidak terpengaruh oleh perbedaan proksi dalam reaksi pasar. Uji sensitivitas dilakukan karena terdapat lebih dari satu

proksi yang dapat digunakan dalam menentukan reaksi pasar. Pemilihan satu proksi dalam suatu penelitian dikhawatirkan menghasilkan simpulan yang bias bila tidak dibandingkan dengan proksi yang lainnya. Dalam penelitian ini uji sensitivitas dilakukan terhadap reaksi pasar yang diproksikan dengan *abnormal return* dan TVA. Hasil uji sensitivitas terhadap reaksi pasar disajikan pada Tabel 4.12 berikut ini.

Tabel 4.12 menunjukkan bahwa tidak terjadi perubahan jika reaksi pasar diproksikan dengan *abnormal return* dan TVA. Pengujian terhadap *abnormal return* dan TVA menunjukkan nilai probabilitas yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%. Jadi dapat disimpulkan bahwa kedua proksi tersebut tidak berbeda.

V. SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan yang dapat ditarik adalah pengumuman CGPI pada perusahaan yang mengikuti survei penerapan *corporate governance* secara keseluruhan memiliki kandungan informasi dan direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* dan perubahan volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Pengumuman CGPI pada perusahaan yang berperingkat baik dan cukup direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* dan perubahan volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Hasil uji beda dengan menggunakan *independent t-test* pada *abnormal return* dan volume perdagangan saham perusahaan yang berperingkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008 yang berdasarkan survei penerapan *corporate governance* di perusahaan tahun 2005-2007 menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return*

dan perubahan volume perdagangan saham yang signifikan di seputar tanggal pengumuman CGPI antara perusahaan yang berperingkat baik dan cukup pada CGPI tahun 2006-2008.

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak dilakukan perbandingan reaksi pasar antara perusahaan yang mengikuti survei CGPI dan perusahaan yang tidak mengikuti survei CGPI tahun 2006-2008. Oleh karena itu tidak dapat diketahui perbedaan reaksi pasar antara perusahaan yang mengikuti survei CGPI dan perusahaan yang tidak mengikuti survei CGPI tahun 2006-2008.

Investor diharapkan dapat menggunakan informasi CGPI sebagai salah satu indikator dalam pengambilan keputusan. Hal itu penting karena di dalam informasi CGPI terdapat penilaian perusahaan-perusahaan yang menerapkan tata kelola perusahaan yang baik sehingga investor akan merasa aman dengan dana yang diinvestasikan. Diharapkan dalam penelitian selanjutnya dilakukan pengujian reaksi pasar antara perusahaan yang mengikuti survei CGPI dan perusahaan yang tidak mengikuti survei CGPI dengan menggunakan sampel perusahaan yang sejenis dan memiliki kinerja yang hampir sama.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, S.L. dan Sifa L. 2006. "Reaksi Pasar Publikasi *Corporate Governance Perception Index* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi*, IX.
- Arifin, Z. 2003. "Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Reaksi Harga dan Volume Perdagangan pada Saat Pengumuman *Earnings*". *Simposium Nasional Akuntansi*, VI.

- Aryati, T. dan Mediyanti G.N. 2005. "Analisis Hubungan antara Struktur *Corporate Governance* dengan Nilai Perusahaan dan Kinerja Keuangan". *Jurnal Ekonomi*, No. 3/Th. XIV/30 (Juli – September): pp. 89 – 104.
- 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.
- _____, H. Jang, dan W. Kim. 2003. "Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence From Korea". <http://papers.ssrn.com>,
- Boeradisasta, T. 2005. "GCG, Antibiotik yang Ditakuti Perusahaan". *Majalah SWA Sembada*. No.9/XXI (April): pp. 26-27.
- Dalton, D.R., J.L. Johnson, dan A.E. Ellstrand. "1999. Number of Directors And Financial Performance: A Meta Analysis". *Academy of Management Journal*. Vol. 42, No. 6: pp. 674-686.
- Daniri. 2000. "Corporate Governance". Makalah. Surabaya: Seminar Pengelolaan Perusahaan Yang Baik, 14 September.
- Darmawati, D., Khomsiyah, dan Rahayu G.R. 2004. "Hubungan *Corporate Governance* dan Kinerja Perusahaan". *Simposium Nasional Akuntansi, VII*.
- Data Harga Saham Harian Bursa Efek Indonesia. <http://www.duniainvestasi.yahoo.com>, diakses Desember 2008 – Juli 2009.
- Durnev, A. dan E. H. Kim. 2002. To Steal Or Not To Steal: Firm Attributes, Legal Environment, And Valuation. <http://papers.ssrn.com>.
- Hastuti, W.A., dan Sudiby B. 1998. "Pengaruh Publikasi Laporan Arus Kas terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.1 No.2 (Juli): pp. 239-254.
- Harmanto, E. D. 2004. "Masih Banyak Perusahaan Publik yang Tidak Bersedia Disurvei Tata Kelola Perusahaannya". *Majalah SWA Sembada*. No. 04/XX/19 Februari – 3 Maret 2004: pp. 23.
- Hartono, J. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFPE.
- Herwidayatno. 2000. "Implementasi *Good Corporate Governance* untuk Perusahaan Publik Indonesia". *Majalah Usahawan*, No.10/XXIX (Oktober): pp. 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.
- Kaihatu, S.T. 2006. "Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 8 No. 1 (Maret): pp 1-9.
- Khairandy, R. dan Malik C. 2007. *Good Corporate Governance: Perkembangan dan Impelementasi di Indonesia dalam Perspektif Hukum*. Jogjakarta: *Total Media*.
- Klapper, Leora F. and I. Love. 2002. "Corporate Governance, Investor Protection, And Performance in Emerging Markets. World Bank" Working Paper, <http://papers.ssrn.com>.
- Lestari, S., dan Subekti I. 2003. "Asosiasi Antara Pengumuman Kabinet Baru Tanggal 23 Agustus 2000 dengan *Stock Price* dan *Trading Volume Activity* di Bursa Efek Jakarta". *TEMA*. Vol. III No.1 (Maret): pp. 59-80.
- Luhukay, Jos. 2002. "Tata Pamong dan Nilai Perusahaan". *Warta Ekonomi*. No. 21/XIV/2 September.
- Mayangsari, S., dan Murtanto. 2002. "Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pembentukan Komite Audit". Proceeding Simposium Surviving Strategies to Cope with The Future, Fakultas Ekonomi Universitas Atma Jaya Yogyakarta (FE UAJY).
- 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.
- Ongko, O. 2007. "Analisis Perbedaan Pergerakan Harga Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Peringkat *Corporate Governance* yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta 2005-2006", *Skripsi Sarjana* tak diterbitkan. Unika Widya Mandala Surabaya.
- Pambudi, S.T. 2008." GCG, Daya Saing, dan Keberlanjutan". *SWA Online*. 9 Januari 2008, diakses April 2008.
- Profil Program CGPI, <http://www.iicg.org>, diakses 12 Juli 2009.
- Rafick I. 2002. "Menggugat Fungsi Komisaris Independen". *Majalah SWA Sembada*. No. 15/XVII/15 Juli – 7 Agustus 2004: pp. 23.
- Santoso, S. 2001. *SPSS VS 10: Mengolah Data Secara Profesional*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.

- _____. 2003. *Good Corporate Governance: Bisakah Meningkatkan Kepercayaan Masyarakat?* (<http://researchengines.com/sulistyanto1.html>, diakses 12 Februari 2008).
- _____ dan Yusni Warastuti. 2004. *Good Corporate Governance: Harapan Dan Tantangan. Jurnal Studi Bisnis*, Vol. 2 No. 1: pp. 53 -60
- Setiawan, D. dan Hartono J. 2003. "Pengujian Efisiensi Pasar Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.6 No.2 (Mei): pp. 131-144.
- Siallagan, H., dan Machfoedz M. 2006. "Mekanisme *Corporate Governance*, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. " *Simposium Nasional Akuntansi*, IX.
- _____. 2007. "Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* terhadap Kualitas Laba". *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 7, No. 1 (April): pp. 1-14.
- Sukartha. 2008. "Pengaruh Manajemen Laba, Kepemilikan Manajerial pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target Akuisisi". *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol.3, No1 (Januari): pp.53-60.
- Sulistyanto, H.S. dan Nugraheni Y.L. 2002. "Good Corporate Governance: Berhasilkah Diterapkan di Indonesia". Working Paper.
- Sunarto. 2003. "*Corporate Governance dan Kinerja Saham*". *Fokus Ekonomi*. Vol.2 No.3: pp 240-257.
- Tandelilin, E. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Wibowo, A.A. 2008. "Mengukur Persepsi Investor terhadap Praktik GCG". *Majalah Swa Sembada*. No.01/XXIV (Januari): pp. 84.
- Widianto R. 2007. "Pengaruh Publikasi Laporan Keuangan terhadap Volume Perdagangan Saham Berdasarkan Ukuran Perusahaan" *Skripsi Sarjana* tak diterbitkan, STIE Perbanas Surabaya.

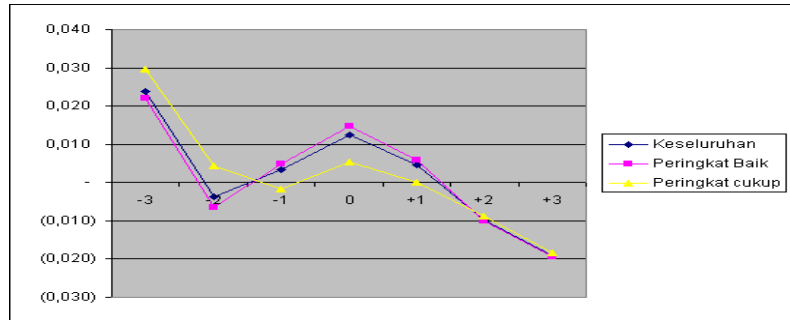
Tabel 4.1
Rata-Rata Return Realisasi (RR) Perusahaan pada CGPI 2006 2008

Hari Ke-	RR Keseluruhan	RR Peringkat Baik	RR Peringkat Cukup
-3	0,024	0,022	0,030
-2	-0,004	-0,007	0,004
-1	0,003	0,005	-0,002
0	0,012	0,015	0,005
1	0,005	0,006	0,000
2	-0,010	-0,010	-0,009

3	-0,019	-0,020	-0,018
---	--------	--------	--------

Sumber : Data diolah

Gambar 4.1
Rata-Rata Return Realisasi (RR) Perusahaan pada CGPI 2006-2008

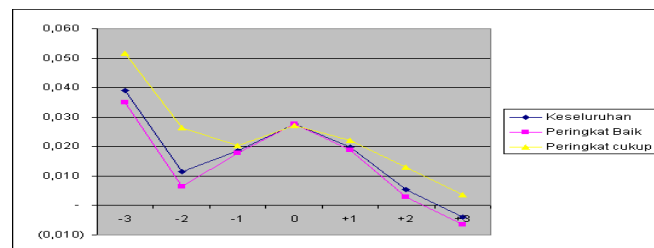


Tabel 4.2
Rata-Rata Abnormal Return (AR) Perusahaan pada CGPI 2006-2008

Hari Ke-	AR Keseluruhan	AR Peringkat Baik	AR Peringkat Cukup
-3	0,039	0,035	0,052
-2	0,011	0,006	0,026
-1	0,002	0,018	0,020
0	0,028	0,028	0,027
1	0,020	0,019	0,022
2	0,005	0,003	0,013
3	-0,004	-0,007	0,004

Sumber : Data diolah

Gambar 4.2
Rata-Rata Abnormal Return (AR) Perusahaan pada CGPI 2006-2008

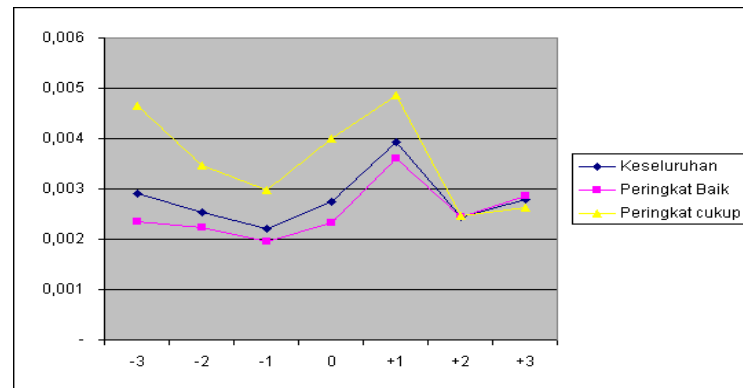


Tabel 4.3
Rata-Rata Trading Volume Activity (TVA) Perusahaan pada CGPI 2006-2008

Hari Ke-	TVA Keseluruhan	TVA Peringkat Baik	TVA Peringkat Cukup

-3	0,0029	0,0023	0,0046
-2	0,0025	0,0022	0,0035
-1	0,0022	0,0020	0,0030
0	0,0028	0,0023	0,0040
1	0,0039	0,0036	0,0049
2	0,0025	0,0024	0,0025
3	0,0028	0,0029	0,0026

Sumber : Data diolah



Gambar 4.3
Rata-Rata Trading Volume Activity (TVA) Perusahaan pada CGPI 2006-2008

Tabel 4.4
Hasil Uji One Sample T-Test Rata-Rata Abnormal Return Perusahaan yang Mendapatkan CGPI Tahun 2006--2008

	Test Value = 0					
	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
T+3	-0,525	51	0,602	-0,004	-0,019	0,011
T+2	0,834	51	0,408	0,005	-0,007	0,018
T+1	2,460	51	0,017	0,019	0,003	0,035
T0	3,098	51	0,003	0,027	0,009	0,045
T-1	2,406	51	0,020	0,018	0,003	0,033
T-2	1,845	51	0,071	0,011	-0,001	0,023
T-3	4,913	51	0,000	0,039	0,023	0,055

Sumber : Data diolah

Tabel 4.5
Hasil Uji One Sample T-Test Rata-Rata Abnormal Return Perusahaan yang Mendapatkan Peringkat Baik pada CGPI Tahun 2006-2008

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper

T+3	-0,845	38	0,404	-0,006	-0,022	0,009
T+2	0,377	38	0,708	0,002	-0,012	0,018
T+1	2,044	38	0,048	0,018	0,000	0,037
T0	2,479	38	0,018	0,027	0,005	0,050
T-1	1,963	38	0,057	0,017	-0,000	0,036
T-2	1,009	38	0,319	0,006	-0,006	0,019
T-3	3,746	38	0,001	0,034	0,016	0,053

Sumber : Data diolah

Tabel 4.6
Hasil Uji One Sample T-Test Rata-Rata Abnormal Return Perusahaan yang Mendapatkan Peringkat Cukup pada CGPI Tahun 2006-2008

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
T+3	0,181	12	0,860	0,003	-0,040	0,047
T+2	1,028	12	0,324	0,013	-0,014	0,040
T+1	1,324	12	0,210	0,022	-0,014	0,058
T0	2,137	12	0,054	0,027	-0,000	0,055
T-1	1,385	12	0,191	0,020	-0,011	0,052
T-2	1,695	12	0,116	0,026	-0,007	0,060
T-3	3,383	12	0,005	0,051	0,018	0,084

Sumber : Data diolah

Tabel 4.7
Hasil Uji One Sample T-Test Rata-Rata TVA Perusahaan yang Mendapatkan CGPI Tahun 2006-2008

	Test Value = 0					
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
T+3	4,606	51	0,000	0,002	0,001	0,004
T+2	5,368	51	0,000	0,002	0,001	0,003
T+1	3,524	51	0,001	0,003	0,001	0,006
T0	4,373	51	0,000	0,002	0,001	0,004
T-1	5,688	51	0,000	0,002	0,001	0,003
T-2	4,712	51	0,000	0,002	0,001	0,003
T-3	4,074	51	0,000	0,002	0,001	0,004

Tabel 4.8
Hasil Uji One Sample T-Test Rata-Rata TVA Perusahaan yang Mendapatkan Peringkat Baik pada CGPI Tahun 2006-2008

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper

T+3	3,808	38	0,000	0,002	0,001	0,004
T+2	5,052	38	0,000	0,002	0,001	0,003
T+1	3,748	38	0,001	0,003	0,001	0,005
T0	4,285	38	0,000	0,002	0,001	0,003
T-1	5,104	38	0,000	0,001	0,001	0,002
T-2	3,940	38	0,000	0,002	0,001	0,003
T-3	3,895	38	0,000	0,0023487	0,001128	0,003569

Sumber : Data diolah

Tabel 4.9
Hasil Uji One Sample T-Test Rata-Rata TVA Perusahaan
yang mendapatkan Peringkat Cukup pada CGPI Tahun 2006-2008

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
T+3	2,736	12	0,018	0,002	0,000	0,004
T+2	2,145	12	0,053	0,002	0,000	0,004
T+1	1,398	12	0,187	0,004	-0,002	0,012
T0	2,070	12	0,061	0,004	-0,000	0,008
T-1	2,815	12	0,016	0,002	0,000	0,005
T-2	2,586	12	0,024	0,003	0,000	0,006
T-3	2,084	12	0,059	0,004	-0,000	0,009

Sumber : Data diolah

Tabel 4.10
Hasil Uji Beda Rata-Rata Abnormal Return Perusahaan 2006-2008
yang Mendapatkan Peringkat Baik dan Cukup pada CGPI Tahun 2006-2008

Keterangan	Peringkat Baik	Peringkat cukup	Sig.(tailed)
Rata-rata AR	0,0146	0,0235	0,205

Sumber : Data diolah

Tabel 4.11
Hasil Uji Beda Rata-Rata TVA Perusahaan
yang Mendapatkan Peringkat Baik dan Cukup pada CGPI Tahun 2006-2008

Keterangan	Peringkat Baik	Peringkat cukup	Sig.(tailed)
Rata-rata TVA	0,0037	0,0035	0,078

Sumber : Data diolah

Tabel 4.12
Perbandingan Hasil Uji Beda Sensitivitas Reaksi Pasar

Atas Pengumuman CGPI Tahun 2006-2008

Keterangan	N	<i>Abnormal Return</i> Sig.(tailed)	TVA Sig.(tailed)
Reaksi Pasar	52	0,003	0,000

Sumber : Data diolah