

**REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN *CORPORATE GOVERNANCE PERCEPTION INDEX* PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA
TAHUN 2012-2015**

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Sarjana
Program Studi Manajemen



Oleh:

FRESTY ANJAR PRASIWI
NIM : 2013210527

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2017**

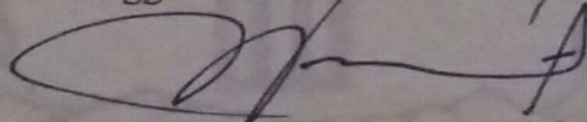
PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Fresty Anjar Prasiwi
Tempat, Tanggal Lahir : Tangerang, 05 Februari 1995
N.I.M : 2013210527
Program Studi : Manajemen
Program Pendidikan : Strata 1
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul : Reaksi Pasar Atas Pengumuman *Corportae*
Governance Perception Index Pada Perusahaan Yang Terdaftar
Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2015

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing

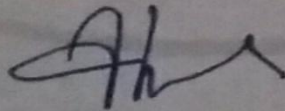
Tanggal: 20-3-2017



(Dr. Dra. Ec. Wiwik Lestari, M.Si)

Ketua Program Studi Sarjana Manajemen,

Tanggal: 23-3-2017



(Dr. Muazaroh, S.E., M.T.)

REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN *CORPORATE GOVERNANCE PERCEPTION INDEX* PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2012-2015

Fresty Anjar Prasiwi
STIE Perbanas Surabaya
Email: 2013210527@students.perbanas.ac.id

ABSTRACT

This research examines market reaction around the date of Corporate Governance Perception Index (CGPI) announcement. This research also examines market reaction differences between big ten companies and non big ten companies. The sample of this research is 36 big ten companies and 37 non big ten companies during the period of 2012-2015, listed in Indonesian Stock Exchange and do not exercise any corporate action during event windows. Sampling techniques using purposive sampling method. Hypothesis testing is done with one sample t-test and independent sample t-test. The result showed that there is no significant abnormal return around the date of CGPI announcement but significant abnormal trading volume around the date of CGPI announcement. Abnormal return around the date of CGPI announcement between big ten companies and non big ten companies is not significantly different. Abnormal trading volume around the date of CGPI announcement between big ten companies and non big ten companies is significantly different.

Key words: *Corporate Governance Perception Index, Abnormal Return, Abnormal Trading Volume*

PENDAHULUAN

Good Corporate Governance (GCG) merupakan landasan yang kokoh untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan membangun bisnis yang berkelanjutan (Harmanto Edy Djatmiko, Desember 2010). Penilaian penerapan GCG pada perusahaan di Indonesia dilakukan melalui program *Corporate Governance Perception Index (CGPI)*. *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* adalah program riset dan pemeringkatan penerapan tata kelola

perusahaan yang baik pada perusahaan publik dan BUMN di Indonesia.

Corporate Governance Perception Index (CGPI) merupakan salah satu informasi yang masuk di pasar modal. Informasi dianggap memiliki *value* jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan investor yang tercermin lewat perubahan harga, baik diukur dengan *abnormal return* maupun volume perdagangan saham yang

diukur dengan *abnormal trading volume*. Adanya perubahan *abnormal return* dan *abnormal trading volume*, diharapkan CGPI dapat memberikan reaksi pasar.

Pengaruh pengumuman CGPI dimungkinkan dapat memberi reaksi positif oleh pasar sehingga memberikan kepercayaan kepada investor. Pentingnya suatu informasi dapat ditunjukkan melalui respon pasar di sekitar tanggal pengumuman tersebut. Adanya perubahan *abnormal return* dan pergerakan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman membuktikan bahwa CGPI memiliki informasi yang dapat mempengaruhi perilaku harga saham.

Penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang beragam dengan hasil penelitiannya sebagai berikut: Luciana Spica Almilia dan Lailul L. Sifa (2006) menguji reaksi pasar terhadap pengumuman CGPI tahun 2001-2003 dengan membagi perusahaan kelompok sepuluh besar dan non sepuluh besar. Penelitian tersebut diperoleh bukti bahwa pengumuman CGPI pada kedua kelompok tersebut direaksi pasar dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman hasil yang sejalan ditunjukkan oleh penelitian I Gde Ary Wirajaya (2011) yang menguji CGPI tahun 2006-2008 berdasarkan peringkat baik dan cukup.

Penelitian Lu' lu' Nafiati dan Idrus Mahidin (2013) juga menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar di seputar tanggal pengumuman CGPI dilihat dari *abnormal return* dan *trading volume activity* yang signifikan. Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Dyan Kunthi Nalitami (2012) dan Melissa Aristya Tedjakusuma (2012) menyatakan tidak ada *abnormal return* yang signifikan, tetapi terdapat *trading volume activity* yang signifikan di seputar tanggal pengumuman CGPI.

Hal ini menarik minat penulis apakah pengumuman pemeringkatan CGPI selama tahun 2012-2015 dapat memberikan reaksi pasar yang dapat berpengaruh terhadap harga saham maupun volume perdagangan saham perusahaan yang mengikuti survei pemeringkatan CGPI di sekitar tanggal pengumuman.

Disamping itu untuk mendeteksi perbedaan reaksi pasar dilakukan pengelompokan berdasarkan peringkat CGPI yang berdasarkan *corporate governance*-nya lebih baik yaitu kelompok Sepuluh Besar dan kurang baik yaitu kelompok Non Sepuluh Besar. Penelitian ini mengelompokkan pengamatan pada jenis peringkat CGPI yang berbeda untuk mengetahui apakah setiap kelompok mempunyai kandungan informasi yang berbeda sehingga reaksi pasar dapat berbeda pula.

RERANGKA TEORITIS DAN HIPO- TESIS

***Event Study* (Studi Peristiwa)**

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto Hartono, 2015:623). Suatu pengumuman mengandung informasi, maka dapat diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman.

Event study dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Efisiensi Pasar

Hipotesis pasar efisien atau *Efficient Market Hypothesis* (EMH) adalah harga saham yang akurat dan cepat mencerminkan seluruh informasi yang tersedia sedemikian rupa sehingga tidak ada yang dapat memperoleh keuntungan yang abnormal. Konsep suatu pasar yang efisiensi menunjukkan bahwa adanya suatu harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respons atas informasi baru yang masuk ke pasar (Tandelilin, 2010:219).

Jogiyanto Hartono (2014:548) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat. Dalam hal ini pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), merupakan informasi yang dipublikasikan yang dimana informasi tersebut dapat mempengaruhi harga sekuritas dan termasuk dalam *corporate event*, sehingga pengumuman CGPI tersebut dapat dikategorikan dalam efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Good Corporate Governance (GCG)

Good Corporate Governance merupakan suatu konsep tentang tata kelola perusahaan yang sehat. Konsep ini diharapkan dapat melindungi pemegang saham dan kreditur agar dapat memperoleh kembali investasinya. GCG merupakan suatu sistem pengelolaan perusahaan yang mencerminkan hubungan yang sinergi antara manajemen dan pemegang saham, kreditur, pemerintah dan *stakeholders* lainnya (Grace Santoso dan Shanti, 2009). *Good Corporate Governance* (GCG) memberikan manfaat yang sangat besar bagi perusahaan dan dapat meningkatkan kepercayaan masyarakat, terutama para *stakeholders*-nya.

Pemahaman pada prinsip-prinsip dasar *good corporate governance* sebenarnya

merupakan kebutuhan yang mendasar dalam rangka implementasi *good corporate governance*.

Corporate Governance Perception Index (CGPI)

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). Pemeringkatan indeks *corporate governance* oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) ini dilaksanakan sejak tahun 2001 dilandasi pemikiran pentingnya mengetahui sejauh mana perusahaan-perusahaan tersebut menerapkan prinsip-prinsip GCG.

Program riset dan pemeringkatan CGPI diselenggarakan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) bekerjasama dengan majalah SWA sebagai mitra media publikasi. Program ini didesain untuk mengacu perusahaan dalam meningkatkan kualitas penerapan GCG melalui perbaikan yang berkesinambungan (*continuous improvement*) dengan melaksanakan evaluasi dan melakukan studi banding (*benchmarking*). Program CGPI akan memberikan apresiasi dan pengakuan kepada perusahaan-perusahaan yang telah menerapkan GCG melalui CGPI *awards* dan penobatan sebagai perusahaan terpercaya.

Return Tak Normal (Abnormal Return)

Studi peristiwa menganalisis return tak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. Menurut Jogiyanto Hartono (2015:647)

return normal merupakan *return* ekspektasian (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasian atau tingkat keuntungan yang diharapkan.

Volume Perdagangan

Volume perdagangan saham adalah porsi saham yang diperdagangkan terhadap total jumlah saham perusahaan yang beredar pada periode jendela (Melissa Aristya Tedjakusuma, 2012). Volume perdagangan saham dapat menjadi barometer keaktifan saham suatu perusahaan yang diperdagangkan di bursa efek. Aktivitas volume perdagangan saham menggambarkan aktivitas perdagangan saham yang menunjukkan adanya mobilisasi dana masyarakat ke sektor riil.

Salah satu penyebab terjadinya perbedaan jumlah lembar saham yang diperdagangkan di lantai bursa dari waktu ke waktu adalah adanya dampak dari peristiwa-peristiwa (*event*) yang mempengaruhi pasar modal. Peningkatan aktivitas volume perdagangan mengindikasikan bahwa investor memiliki ekspektasi yang baik mengenai kondisi usaha dan iklim dunia usaha dinilai kondusif. Sehingga mereka cenderung menyalurkan dananya ke pasar modal dibanding disalurkan ke sektor perbankan melalui deposito (Firmansyah, 2010).

Reaksi Pasar atas Pengumuman Corporate Governace Perception Index

Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan (Jogiyanto Hartono, 2015:624), yang diukur dengan *abnormal return*. Pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar (Jogiyanto Hartono,

2015:624). Pengumuman CGPI diduga mempunyai kandungan informasi yang dapat mempengaruhi reaksi pasar. Suatu pengumuman dapat dikatakan mempunyai kandungan informasi apabila memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya, suatu pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

H1 : Terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok sepuluh besar

H2 : Terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok non sepuluh besar

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. Volume perdagangan saham merupakan minat investor terhadap saham perusahaan yang bersangkutan volume perdagangan saham dapat diukur dengan *Abnormal Trading Volume* (ATV). ATV dapat digunakan untuk melihat apakah investor secara individual menilai informasi CGPI tersebut, maka permintaan saham akan lebih tinggi daripada penawaran saham sehingga volume perdagangan akan meningkat.

H3 : Terdapat volume perdagangan yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok sepuluh besar

H4 : Terdapat volume perdagangan yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan

yang termasuk dalam kelompok non sepuluh besar

Corporate Governance Perception Index, Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham

Adanya dugaan bahwa perusahaan yang masuk dalam sepuluh besar CGPI akan lebih baik dibandingkan perusahaan Non sepuluh besar CGPI karena mempunyai tata kelola yang lebih baik dibanding perusahaan Non sepuluh besar CGPI. Peningkatan *corporate governance* yang berupa CGPI ini, diduga bahwa perusahaan yang menduduki peringkat di atas akan lebih baik dibandingkan perusahaan yang menduduki peringkat dibawah (Luciana Spica Amilia dan Lailul L. Sifa, 2006). Peningkatan CGPI ini diharapkan perusahaan dapat meningkatkan kemakmuran para pemegang saham dengan meningkatnya harga saham.

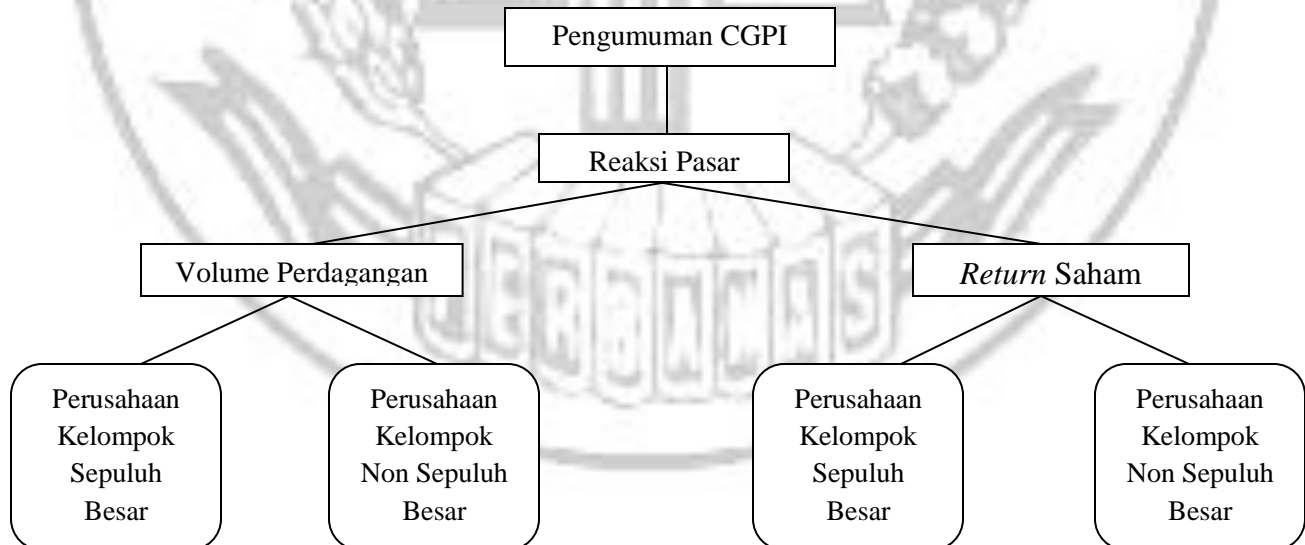
Peningkatan harga saham akan memberikan kemakmuran bagi pemegang saham.

Adanya kondisi yang demikian ini harga saham dan volume perdagangan saham pada perusahaan yang masuk dalam sepuluh besar CGPI akan lebih tinggi dibandingkan perusahaan Non sepuluh besar CGPI. Hal ini memungkinkan adanya perbedaan reaksi antara perusahaan yang masuk sepuluh besar dan Non sepuluh besar CGPI.

H5 : Terdapat *abnormal return* yang lebih besar di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok sepuluh besar dari pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok non sepuluh besar

H6 : Terdapat perbedaan signifikan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman CGPI antara perusahaan yang termasuk dalam kelompok sepuluh besar dan non sepuluh besar

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *go public* yang mengikuti survei penerapan CGPI (dalam Majalah SWA dan laporan IICG). Adapun teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu suatu pengambilan sampel dimana peneliti menggunakan pertimbangannya sendiri dengan maksud untuk memenuhi tujuan peneliti. Untuk itu adapun kriteria yang dilakukan dalam pengambilan sampel sebagai berikut; (1) Perusahaan yang mengikuti survei penerapan CGPI pada tahun 2012-2015. (2) Perusahaan yang mengikuti survei penerapan CGPI harus terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). (3) Perusahaan tersebut tidak melakukan *corporate action* seperti : *warrant, convertible bond, right issue, stock option, stock split, stock dividend, bonus share, reverse stock split*, serta *merger* dan akuisisi selama periode jendela atau pengumuman perusahaan yang lain (*corporate action*) yang akan mempengaruhi volume perdagangan saham selama periode jendela. (4) Mengingat bahwa penelitian membedakan antara perusahaan yang dikelompokkan dalam kelompok “Sepuluh Besar” dan “Non Sepuluh Besar” untuk masing-masing tahun 2012-2015. Dari sampel akan diambil Kelompok “Sepuluh Besar” yang merupakan 10 perusahaan dengan nilai skor total tertinggi, sedangkan yang lainnya termasuk dalam kelompok “Non Sepuluh Besar”.

Dari jumlah total 136 observasi yang masuk dalam survei pemeringkatan CGPI yang dilakukan oleh majalah SWA dan IICG dari tahun 2012-2015. Setelah dilakukan seleksi diperoleh total observasi sebanyak 73. Sampel tersebut diklasifikasikan lebih lanjut ke dalam kelompok Sepuluh Besar

dan Non Sepuluh Besar. Dari klasifikasi sampel tersebut terdiri dari 36 perusahaan kelompok Sepuluh Besar dan 37 perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar.

Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder tahunan yang diperoleh menggunakan metode dokumentasi yaitu teknik pengumpulan data dengan cara mempelajari catatan-catatan atau arsip-arsip yang sudah ada. Data dokumentasi dapat diperoleh dari; (1) Data perusahaan yang termasuk dalam pemeringkatan CGPI tahun 2012-2015 serta data tanggal publikasinya dari Majalah SWA dan *website* IICG. (2) Data harga saham penutupan (*closing price*) dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan volume perdagangan saham harian selama periode jendela dari *yahoo finance*. (3) Data *corporate action* diperoleh dari laporan keuangan *IDX statistics* yang diunduh dari *website* BEI (www.idx.co.id).

Variabel Penelitian

Sesuai dengan rancangan penelitian, maka variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Abnormal return*
2. Volume perdagangan saham

Definisi Operasional Variabel

Abnormal Return

Abnormal return adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasian atau tingkat keuntungan yang diharapkan. Rumus *Abnormal Return* selama *event window* menurut Dedi Junaedi (2005) sebagai berikut:

$$AR_{it} = (R_{it}) - (R_{mt})$$

Keterangan:

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

R_{mt} : *Return market* pada hari ke-t

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

Volume Perdagangan

Volume perdagangan saham merupakan minat investor terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, volume perdagangan saham dapat diukur dengan *Abnormal Trading Volume* (ATV). *Abnormal Trading Volume* adalah perbedaan volume perdagangan aktual dan volume perdagangan normal. Volume perdagangan normal berasal dari rata-rata volume perdagangan harian pada perusahaan i hari ke-t. Estimasi lamanya periode adalah -100 hari yang juga melewati dalam hari relatif *event window*. Rumus *Abnormal Trading Volume* (ATV) menurut Yong, Brown dan Ho (2014:565) dinyatakan sebagai berikut:

$$AVol = \frac{(Vol - NVol)}{NVol}$$

Keterangan:

AVol : *Abnormal Volume*

Vol : Volume perdagangan aktual

NVol : Volume perdagangan normal

Alat Analisis

Analisis uji hipotesis diuji menggunakan alat uji *one sample t-test* pada hipotesis 1, 2, 3, dan 4. Hipotesis 5 dan 6 diuji dengan alat uji *independent sample t-test*.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan dan mendeskripsikan secara umum variabel-variabel pengamatan yaitu *abnormal return* dan *abnormal trading volume* selama periode pengamatan (*event windows*). Tabel 1 dan 2 berikut adalah hasil uji deskriptif:

Tabel 1
Hasil Analisis Deskriptif

<i>Average Abnormal Return</i>		
<i>Event Windows</i>	AAR Perusahaan Kelompok "Sepuluh Besar"	AAR Perusahaan Kelompok "Non Sepuluh Besar"
t-3	-0,0012	0,0014
t-2	-0,0001	-0,0021
t-1	0,0032	0,0039
t=0	-0,0026	-0,0040
t+1	-0,0009	-0,0037
t+2	-0,0041	-0,0048
t+3	0,0013	-0,0040

Sumber: Data diolah

Tabel 2
Hasil Analisis Deskriptif

<i>Average Abnormal Trading Volume</i>		
<i>Event Windows</i>	AATV Perusahaan Kelompok "Sepuluh Besar"	AATV Perusahaan Kelompok "Non Sepuluh Besar"
t-3	-0,1099	-0,4048
t-2	0,0696	-0,3843
t-1	-0,1475	-0,3347
t=0	-0,3586	-0,3475
t+1	-0,1416	-0,3081
t+2	-0,4917	-0,6425
t+3	-0,3826	-0,3234

Sumber: Data diolah

Dalam tabel 1 diketahui bahwa selama *event windows* besarnya *Average Abnormal Return* cenderung berfluktuasi, yaitu ada yang mengalami kenaikan ada juga yang mengalami penurunan serta ada yang bernilai positif dan negatif. Untuk perusahaan kelompok Sepuluh Besar adanya fluktuasi di sekitar tanggal pengumuman CGPI. Rata-rata *abnormal return* lebih berfluktuasi setelah tanggal pengumuman CGPI dibanding sebelum tanggal pengumuman CGPI. *Abnormal return* mengalami penurunan pada saat tanggal pengumuman CGPI ($t=0$) dan meningkat kembali pada $t+1$. Rata-rata *abnormal return* positif terdapat di $t-1$ dan $t+3$. Kenaikan paling tinggi berada pada $t-1$ sehari sebelum pengumuman CGPI dengan nilai 0,0032. Penurunan terendah selama *event windows* pada perusahaan kelompok Sepuluh Besar berada pada $t+2$ dengan nilai -0,0041.

Untuk perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar, dapat dilihat dari tabel yang cenderung turun pada saat pengumuman CGPI dan sesudah pengumuman CGPI. Pergerakan rata-rata *abnormal return* selalu negatif. Namun pada $t-1$ atau sehari sebelum

pengumuman terjadi kenaikan yang begitu signifikan dengan nilai tertinggi selama *event windows* yaitu 0,0039. Penurunan terendah selama *event windows* pada perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar berada pada $t+2$ dengan nilai -0,0048.

Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa perusahaan kelompok Sepuluh Besar mengalami fluktuasi, dimana ada kenaikan dan penurunan di sekitar tanggal pengumuman CGPI. Pergerakan tertinggi terjadi pada $t-2$ secara positif dengan nilai 0,0696. ATV mengalami penurunan sejak $t-1$ sampai $t=0$, namun mengalami peningkatan pada $t+1$ dan berfluktuasi sampai $t+3$. Penurunan terendah selama *event windows* perusahaan kelompok Sepuluh Besar terdapat pada $t+2$ dengan nilai -0,4917.

Sedangkan perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar, grafiknya cenderung landai dan turun yang bergerak selalu negatif selama *event windows*. Penurunan terendah selama *event windows* pada perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar terdapat pada $t+2$ dengan nilai -0,6425.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Hasil Pengujian *Abnormal Return*

Dari tabel 3 diperoleh hasil pengujian *abnormal return* pada perusahaan kelompok Sepuluh Besar selama *event windows* menunjukkan bahwa secara statistik tidak signifikan, yang ditunjukkan dengan tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05. Sehingga dapat dijelaskan bahwa H0 diterima atau H1 ditolak. Sehingga dapat dijelaskan bahwa

pengumuman CGPI tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* pada perusahaan kelompok Sepuluh Besar. Berdasarkan hal ini dapat dikatakan bahwa pasar tidak bereaksi tiga hari sebelum pengumuman CGPI, pada saat pengumuman CGPI dan tiga hari sesudah pengumuman CGPI.

Tabel 3
Hasil Analisis One Sample T-Test *Abnormal Return*

<i>Event Windows</i>	Perusahaan Kelompok Sepuluh Besar	
	Signifikansi	Keterangan
t-3	0,672	Tidak Signifikan
t-2	0,980	Tidak Signifikan
t-1	0,283	Tidak Signifikan
t=0	0,375	Tidak Signifikan
t+1	0,776	Tidak Signifikan
t+2	0,107	Tidak Signifikan
t+3	0,631	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah

Tabel 4
Hasil Analisis One Sample T-Test *Abnormal Return*

<i>Event Windows</i>	Perusahaan Kelompok Non Sepuluh Besar	
	Signifikansi	Keterangan
t-3	0,586	Tidak Signifikan
t-2	0,387	Tidak Signifikan
t-1	0,244	Tidak Signifikan
t=0	0,099	Tidak Signifikan
t+1	0,130	Tidak Signifikan
t+2	0,053	Tidak Signifikan
t+3	0,073	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 4 diperoleh hasil pengujian *abnormal return* pada perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar selama *event windows* menunjukkan bahwa secara statistik tidak signifikan, yang ditunjukkan dengan tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05. Dapat disimpulkan H₀ diterima atau H₁ ditolak. Pengumuman CGPI pada perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar tidak memiliki kandungan informasi, sehingga tidak direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan tidak adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI.

Pada hasil pengujian *abnormal return* selama *event windows* diperoleh hasil pada perusahaan kelompok Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar, dapat dijelaskan bahwa pengumuman CGPI tidak memiliki kandungan informasi yang dapat mendukung keputusan investor untuk mendapatkan *abnormal return*. Sehingga pengumuman CGPI tersebut tidak direaksi oleh pasar pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok Sepuluh Besar maupun Non Sepuluh Besar.

Hasil tersebut tidak sejalan dengan penelitian Luciana Spica Almilia dan Lailul L. Sifa (2006) yang menyatakan bahwa pengumuman CGPI pada perusahaan yang masuk dan tidak masuk sepuluh besar CGPI direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Penelitian ini sejalan dengan Dyan Kunthi Nalitami (2012) yang menyatakan bahwa tidak ada reaksi pasar di seputar tanggal pengumuman CGPI, yang berarti pengumuman CGPI tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*. Begitu pula dengan Melissa Aristya Tedjakusuma (2012) yang membuktikan pengumuman CGPI tidak direpson secara agregat oleh pasar dengan tidak adanya

abnormal return signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Hasil Pengujian Volume Perdagangan

Berdasarkan tabel 5 diperoleh hasil pengujian terhadap volume perdagangan saham pada perusahaan kelompok Sepuluh Besar. Pada t=0, t+2 dan t+3 secara statistik signifikan karena tingkat signifikansi kurang dari 0,05 yang artinya H₀ ditolak dan H₁ diterima. Hal ini berarti pengumuman CGPI direaksi oleh pasar pada saat pengumuman CGPI dan setelah pengumuman CGPI. Namun reaksi tersebut merupakan reaksi yang negatif karena dari hasil yang ditunjukkan t hitung kurang dari -t tabel.

Diindikasikan bahwa adanya respon negatif oleh pasar atas pengumuman CGPI pada saat t=0, t+2 dan t+3 yang menyebabkan tidak direaksi positif. Hal ini menunjukkan terdapat volume perdagangan yang signifikan negatif di sekitar tanggal pengumuman CGPI karena adanya reaksi negatif oleh pasar.

Dari tabel 6 diperoleh hasil pengujian terhadap volume perdagangan saham pada perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar. Selama *event windows* direaksi oleh pasar, ditunjukkan dengan secara statistik signifikan dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,05. Sehingga dapat ditarik kesimpulan H₀ ditolak dan H₁ diterima. Artinya pengumuman CGPI direaksi oleh pasar namun dilihat dari t hitung yang lebih kecil dari -t tabel yang memiliki arti bahwa reaksi tersebut merupakan reaksi yang negatif. Hal ini menunjukkan terdapat volume perdagangan yang signifikan negatif di sekitar tanggal pengumuman CGPI karena adanya reaksi negatif oleh pasar.

Dapat diketahui bahwa pada perusahaan kelompok Sepuluh Besar dan perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar direaksi oleh pasar meskipun ada hari di sekitar tanggal

Tabel 5
Hasil Analisis One Sample T-Test *Abnormal Trading Volume*

<i>Event Windows</i>	Perusahaan Kelompok Sepuluh Besar	
	Signifikansi	Keterangan
t-3	0,265	Tidak Signifikan
t-2	0,509	Tidak Signifikan
t-1	0,282	Tidak Signifikan
t=0	0,000	Signifikan
t+1	0,294	Tidak Signifikan
t+2	0,000	Signifikan
t+3	0,001	Signifikan

Sumber: Data diolah

Tabel 6
Hasil Analisis One Sample T-Test *Abnormal Trading Volume*

<i>Event Windows</i>	Perusahaan Kelompok Non Sepuluh Besar	
	Signifikansi	Keterangan
t-3	0,000	Signifikan
t-2	0,000	Signifikan
t-1	0,001	Signifikan
t=0	0,000	Signifikan
t+1	0,003	Signifikan
t+2	0,000	Signifikan
t+3	0,048	Signifikan

Sumber: Data diolah

pengumuman tersebut tidak direaksi. Namun mengingat kedua kelompok perusahaan ini yaitu Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar ada reaksi oleh pasar tetapi reaksi tersebut merupakan reaksi yang bersinyal negatif. Hal ini menunjukkan adanya volume perdagangan yang signifikan negatif di sekitar tanggal pengumuman CGPI karena adanya reaksi negatif oleh pasar. Dapat dijelaskan bahwa pengumuman CGPI memiliki kandungan informasi yang berarti bagi pasar.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya oleh Dyan Kunthi Nalitami (2012) yang menyatakan bahwa pengumuman CGPI mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *trading volume activity* pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya dan cukup terpercaya. Begitu pula dengan Melissa Aristya Tedjakusuma (2012) yang menyatakan pengumuman CGPI direspon secara individual oleh investor dengan adanya peningkatan *trading volume activity* signifikan. Ni Made Sasmita Dwi Utami dan

I Gde Ary Wirajaya (2016) juga membuktikan bahwa pengumuman CGPI direaksi oleh pasar ditunjukkan *trading volume activity* yang signifikan.

Hasil Pengujian Perbedaan *Abnormal Return*

Pada tabel 7 dapat diperoleh hasil pengujian *abnormal return* terhadap perusahaan yang termasuk kelompok Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar. Ditunjukkan hasil bahwa secara statistik *abnormal return* tidak lebih besar pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok Sepuluh Besar dari pada perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar. Hal ini dapat dilihat dari hasil tingkat signifikansi yang lebih besar dari 0,05.

Dapat dijelaskan bahwa H0 diterima dan H1 ditolak, berarti tidak adanya *abnormal return* yang lebih besar pada perusahaan kelompok Sepuluh Besar dari pada Non Sepuluh Besar di sekitar tanggal pengumuman CGPI. Hal ini menunjukkan bahwa *abnormal return* kedua kelompok perusahaan ini dapat dikatakan sama tidak ada perbedaan yang signifikan dengan ditunjukkan *abnormal return* perusahaan kelompok Sepuluh Besar tidak lebih besar dari perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Luciana Spica Almilia dan Lailul L. Sifa (2006) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada saat

Tabel 7
Hasil Analisis Independent Sample T-Test *Abnormal Return*

<i>Event Windows</i>	Signifikansi	Keterangan
t-3	0,493	AR pada perusahaan 10 Besar tidak lebih besar dari perusahaan Non 10 Besar
t-2	0,669	AR pada perusahaan 10 Besar tidak lebih besar dari perusahaan Non 10 Besar
t-1	0,879	AR pada perusahaan 10 Besar tidak lebih besar dari perusahaan Non 10 Besar
t=0	0,707	AR pada perusahaan 10 Besar tidak lebih besar dari perusahaan Non 10 Besar
t+1	0,489	AR pada perusahaan 10 Besar tidak lebih besar dari perusahaan Non 10 Besar
t+2	0,851	AR pada perusahaan 10 Besar tidak lebih besar dari perusahaan Non 10 Besar
t+3	0,123	AR pada perusahaan 10 Besar tidak lebih besar dari perusahaan Non 10 Besar

Sumber: Data diolah

pengumuman CGPI antara perusahaan yang masuk Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar CGPI dan Melissa Aristya Tedjakusuma (2012) yang menyatakan bahwa antara kelompok “Sepuluh Besar” dan “Non Sepuluh Besar” tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman CGPI. Selain itu Dyan Kunthi Nalitami (2012) juga membuktikan bahwa tidak ada perbedaan *return* pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya dan cukup terpercaya, sehingga menyebabkan tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya dan cukup terpercaya di seputar tanggal pengumuman CGPI. Serta Ni Made Sasmita Dwi Utami dan I Gde Ary Wirajaya (2016) membuktikan tidak ada perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada masing-masing predikat di setiap periode jendela.

Hasil Pengujian Perbedaan Volume Perdagangan

Dari tabel 8 didapat hasil pengujian *abnormal trading volume* terhadap perusahaan kelompok Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar menunjukkan hasil ada perbedaan signifikan sebelum pengumuman CGPI. Pada t-3 dan t-2 adanya perbedaan signifikan itu terjadi karena tingkat signifikansi kurang dari 0,05. Berarti didapatkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. Hal ini berarti ada perbedaan signifikan volume perdagangan yang diperoleh antara perusahaan kelompok Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar. Adanya perbedaan volume perdagangan antara perusahaan kelompok Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar dikarenakan ada perbedaan reaksi di antara kedua kelompok tersebut.

Tabel 8
Hasil Analisis Independent Sample T-Test *Abnormal Trading Volume*

<i>Event Windows</i>	Signifikansi	Keterangan
t-3	0,032	Ada Perbedaan Signifikan
t-2	0,001	Ada Perbedaan Signifikan
t-1	0,256	Tidak Ada Perbedaan Signifikan
t=0	0,920	Tidak Ada Perbedaan Signifikan
t+1	0,311	Tidak Ada Perbedaan Signifikan
t+2	0,106	Tidak Ada Perbedaan Signifikan
t+3	0,760	Tidak Ada Perbedaan Signifikan

Sumber: Data diolah

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Luciana Spica Almilia dan Lailul L. Sifa (2006) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan volume perdagangan yang signifikan pada saat pengumuman CGPI antara perusahaan yang masuk Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar CGPI dan Melissa Aristya Tedjakusuma (2012) yang membuktikan bahwa antara kelompok “Sepuluh Besar” dan “Non Sepuluh Besar” tidak terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* di sekitar tanggal pengumuman CGPI, yang menunjukkan pasar masih belum menganggap CGPI sebagai informasi yang penting dalam keputusan berinvestasi. Serta Ni Made Sasmita Dwi Utami dan I Gde Ary Wirajaya (2016) membuktikan tidak ada perbedaan *trading volume activity* yang signifikan pada masing-masing predikat disetiap periode jendela. Hal ini disebabkan penelitian terdahulu menggunakan *trading volume activity* sedangkan penelitian saat ini menggunakan *abnormal trading volume* sehingga memunculkan perbedaan hasil.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dyan Kunthi Nalitami (2012) yang menyatakan ada perbedaan volume perdagangan saham perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya dan cukup terpercaya yang berarti pengumuman CGPI mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan saham.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: (1) Tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok Sepuluh Besar yang ditunjukkan dengan tidak direaksi oleh

pasar. (2) Tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok Non Sepuluh Besar yang ditunjukkan dengan tidak direaksi oleh pasar. (3) Terdapat volume perdagangan yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok Sepuluh Besar yang ditunjukkan dengan direaksi oleh pasar. (4) Terdapat volume perdagangan yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok Non Sepuluh Besar yang ditunjukkan dengan direaksi oleh pasar. (5) *Abnormal return* pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok Sepuluh Besar tidak lebih besar dari perusahaan kelompok Non Sepuluh Besar di sekitar tanggal pengumuman CGPI. (6) Ada perbedaan signifikan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman CGPI antara perusahaan yang termasuk dalam kelompok Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar.

Pada penelitian ini masih memiliki keterbatasan yang mempengaruhi hasil penelitian, diantaranya sebagai berikut: (1) Perhitungan *return* ekspektasi hanya menggunakan *market adjusted model*. (2) Perhitungan volume perdagangan normal hanya menggunakan *mean adjusted model*. (3) Banyaknya sampel yang tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia sehingga mengurangi jumlah sampel.

Dari penelitian ini, peneliti memberikan saran bagi semua pihak yang menggunakan hasil penelitian ini sebagai referensi. Diantaranya adalah: (1) Perusahaan emiten disarankan untuk secara sukarela mengikuti program pemeringkatan CGPI ini, sehingga dapat bersaing dengan perusahaan yang lain untuk mendapatkan peringkat yang lebih baik. (2) Dalam pengambilan keputusan

berinvestasi disarankan investor hendaknya memperhatikan informasi yang muncul di luar pasar modal sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan, terutama informasi yang berkaitan tentang tata kelola perusahaan. (3) Bagi peneliti selanjutnya untuk melakukan penelitian mengenai *corporate governance* disarankan untuk menggunakan model lain dalam perhitungan *return* ekspektasi dan volume perdagangan normal. Diharapkan dapat memperluas periode pengamatan dan dapat dikaitkan dengan *event-event* yang terjadi pada perusahaan, misalnya *dividen*, *stock split* dan lain sebagainya.

DAFTAR RUJUKAN

- Dedi Junaedi. 2005. Dampak Tingkat Pengungkapan Informasi Perusahaan Terhadap Volume Perdagangan Dan *Return Saham*: Penelitian Empiris Terhadap Perusahaan – Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, (Online). Vol.2 No. 2 Pp. 1-28. (<http://isjd.pdii.lipi.go.id/admin/jurnal/2205128.pdf>, diakses 12 September 2016)
- Dyan Kunthi Nalitami, 2012, “Reaksi Pasar Atas Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia”, *Journal of Business and Banking*, (Online), Vol. 2 No.2 Pages 199 - 212. (November), (<http://dx.doi.org/10.14414/jbb.v2i2.174>, diakses 11 Maret 2016).
- Firmansyah, 2010, “Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham, Volume Perdagangan Dan Abnormal Return Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di LQ 45”, Skripsi Sarjana tak diterbitkan, STIE Perbanas Surabaya.
- Grace Santoso dan Shanti, 2009, “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*, (Online) Vol.11 No.2 (Agustus), (<http://puslit2petra.ac.id/ejournal/index.php/nas/article/shop/17214/17164>, diakses 3 Oktober 2016)
- I Gde Ary Wirajaya, 2011, “Reaksi Pasar Atas Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (Studi Peristiwa di Bursa Efek Indonesia)”, (Online), (<http://ejournal.unud.ac.id/abstrak/ary%20wirajaya%20final.pdf>, diakses 11 Maret 2016).
- IICG. 2015. *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). (Online), (<http://www.iicg.org/agenda-iicg/21-corporate-corporate-governance-perception-index>, diakses pada 3 Oktober 2016)
- Jogiyanto Hartono. 2014. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedelapan. Yogyakarta: BPF.
- _____. 2015. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kesepuluh. Yogyakarta: BPF.
- Luciana Spica Almilia, S.E., M. Si. Dan Lailul L. Sifa, S.E., 2006, “Reaksi Pasar Publikasi *Corporate Governance Perception Index* Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta”, *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IX Padang*.

Lu'lu' Nafiati 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.

Melissa Aristya Tedjakusuma, 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*, (Online), Vol.1 No.1, (<http://journal.ubaya.ac.id/index.php/jimus/article/view/64/46>, diakses 11 Maret 2016).

Tandelilin. 2010. *Portofolio dan Investasi teori dan aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius.

Yong, Hue Hwa Au, Christine Brown dan Chloe Choy Yeing Ho, 2014, "Off-Market Buybacks in Australia: Evidence of Abnormal Trading around Key Dates" , *International Review of Finance*. Pp. 551-585