

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### **2.1 Penelitian Terdahulu**

Penelitian ini didasarkan pada hasil dari penelitian sebelumnya yang mengambil topik mengenai reaksi pasar atas pengumuman *corporate governance perception index*.

##### **1. Luciana Spica Almilia dan Lailul L. Sifa (2006)**

Penelitian ini mengambil topik tentang reaksi pasar publikasi *corporate governance perception index* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Tujuannya dari penelitian adalah untuk mengetahui tingkat relevansi atas pengumuman *earnings* dan volume transaksi perdagangan saham pada perusahaan yang bagus *corporate governance*-nya dan yang kurang bagus *corporate governance*-nya. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang bersedia mengikuti survei CGPI tahun 2001-2003 yang dilakukan oleh Majalah SWA dan IICG, perusahaan tidak melakukan *corporate action*, perusahaan sampel dikelompokkan menjadi 2 yaitu perusahaan yang masuk Sepuluh Besar CGPI dan Non Sepuluh Besar CGPI. Alat analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *event study*, uji hipotesis berupa: uji *one sample t-test*, uji *independent sample t-test*

dan menggunakan teknik pengumpulan data dokumentasi serta penentuan sampel menggunakan *purposive sampling*.

Hasil dari penelitian adalah 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. Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* dan volume perdagangan yang signifikan pada saat pengumuman CGPI antara perusahaan yang masuk Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar CGPI.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu adalah:

- a) Variabel yang digunakan adalah *abnormal return*.
- b) Metode penentuan sampel yang digunakan, yaitu *purposive sampling*.
- c) Pengelompokkan berdasarkan peringkat CGPI atas predikat perusahaan yaitu kelompok sepuluh besar dan kelompok non sepuluh besar.

Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu adalah:

- a) Variabel yang digunakan pada penelitian sekarang yaitu *abnormal trading volume*, sedangkan penelitian terdahulu yaitu *trading volume activity*.

- b) Periode perusahaan yang menjadi objek penelitian sekarang yaitu periode 2012-2015, sedangkan peneliti terdahulu pada periode 2001-2003.
- c) Populasi yang digunakan penelitian sekarang yaitu adalah perusahaan yang mendapat CGPI yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sedangkan penelitian terdahulu populasi yang digunakan adalah perusahaan yang mendapat CGPI yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

## 2. Dyan Kunthi Nalitami (2012)

Penelitian ini mengambil topik tentang reaksi pasar atas pengumuman *corporate governance perception index* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Tujuannya dari penelitian adalah untuk memperoleh bukti empiris reaksi pasar atas pengumuman CGPI yang ditunjukkan dengan *abnormal return* dan volume perdagangan saham di seputar tanggal pengumuman CGPI. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang mengikuti survei CGPI 2005-2009 (dalam laporan IICG dan Majalah SWA). Alat analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *event study*, uji hipotesis berupa: uji *one sample t-test*, uji *Two Ways of Variance* (ANOVA) dan menggunakan teknik pengumpulan data dokumentasi serta penentuan sampel menggunakan *purposive sampling*.

Hasil dari penelitian adalah tidak ada reaksi pasar di seputar tanggal pengumuman CGPI, yang berarti pengumuman CGPI tidak mempunyai

pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*, namun mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *trading volume activity* pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya dan cukup terpercaya. 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. 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.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu adalah:

- a) Variabel yang digunakan adalah *abnormal return*.
- b) Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang mendapat CGPI yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- c) Metode penentuan sampel yang digunakan, yaitu *purposive sampling*.
- d) Pengelompokan pengamatan pada jenis peringkat CGPI yang berbeda.

Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu adalah:

- a) Variabel yang digunakan pada penelitian sekarang yaitu *abnormal trading volume*, sedangkan penelitian terdahulu yaitu *trading volume activity*.
- b) Pengelompokkan berdasarkan peringkat CGPI atas predikat perusahaan yaitu kelompok sepuluh besar dan kelompok non sepuluh besar, sedangkan penelitian terdahulu menggunakan predikat perusahaan berdasarkan sangat terpercaya, terpercaya dan cukup terpercaya.
- c) Periode perusahaan yang menjadi objek penelitian sekarang yaitu periode 2012-2015, sedangkan peneliti terdahulu pada periode 2005-2009.

### **3. Melissa Aristya Tedjakusuma (2012)**

Penelitian ini mengambil topik tentang 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. Tujuannya dari penelitian adalah untuk mengetahui apakah pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) direaksi pasar dengan adanya *abnormal return* dan peningkatan *trading volume activity* signifikan di sekitar tanggal pengumuman, serta apakah terdapat perbedaan signifikan reaksi pasar antara perusahaan yang

penerapan *corporate governance*-nya lebih baik (kelompok “Sepuluh Besar”) dan kurang baik (kelompok “Non Sepuluh Besar”). Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang memperoleh peringkat CGPI tahun 2007-2011, terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan tidak melakukan *corporate action* selama periode jendela, yaitu sebanyak 70 perusahaan dengan rincian 39 perusahaan “Sepuluh Besar” dan 31 perusahaan “Non Sepuluh Besar”. Alat analisa data yang digunakan dalam penelitian adalah metode *event study*, uji hipotesis berupa: uji *one sample t-test*, uji *one sample sign test*, uji *independent sample t-test*, uji *Mann-Whitney test* dan menggunakan teknik pengumpulan data dokumentasi serta penentuan sampel menggunakan *purposive sampling*.

Hasil dari penelitian adalah pengumuman CGPI tidak direspon secara agregat oleh pasar dengan tidak adanya *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman, tetapi direspon secara individual oleh investor dengan adanya peningkatan *trading volume activity* signifikan. Antara kelompok “Sepuluh Besar” dan “Non Sepuluh Besar” tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* dan *trading volume activity* di sekitar tanggal pengumuman CGPI, yang menunjukkan pasar masih belum menganggap CGPI sebagai informasi yang penting dalam keputusan berinvestasi.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu adalah:

- a) Variabel yang digunakan adalah *abnormal return*.

- b) Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang mendapat CGPI yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- c) Metode penentuan sampel yang digunakan, yaitu *purposive sampling*.
- d) Pengelompokkan berdasarkan peringkat CGPI atas predikat perusahaan yaitu kelompok sepuluh besar dan kelompok non sepuluh besar.

Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu adalah:

- a) Variabel yang digunakan pada penelitian sekarang yaitu *abnormal trading volume*, sedangkan penelitian terdahulu yaitu *trading volume activity*.
- b) Periode perusahaan yang menjadi objek penelitian sekarang yaitu periode 2012-2015, sedangkan peneliti terdahulu pada periode 2007-2011.

#### **4. Neelam Rani, Surendra S. Yadav dan P. K. Jain (2014)**

Penelitian ini mengambil topik tentang *impact of corporate governance score on abnormal returns and financial performance of mergers and acquisitions*.

Tujuannya dari penelitian adalah mencoba untuk menyelidiki apakah perbedaan standar kualitas *corporate governance* di tingkat perusahaan mempengaruhi kinerja perusahaan - perusahaan akuisisi pada sampel perusahaan yang memiliki indeks *corporate governance*. Sampel dalam penelitian ini adalah 155 perusahaan yang telah merger dan penawaran

akuisisi yang diumumkan pada Januari 2003-Desember 2008. Alat analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *event study*, uji parametrik dengan *The crude dependence adjustment test* (CDAt) dan uji non-parametrik dengan *Generalized sign test*.

Hasil dari penelitian adalah menunjukkan hubungan positif antara standar *corporate governance* perusahaan dan kinerja perusahaan-perusahaan akuisisi pada jangka pendek serta jangka panjang.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu adalah:

- a) Variabel yang digunakan adalah *abnormal return*.
- b) Metode yang digunakan adalah metode *event study*.

Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu adalah:

- a) Populasi yang digunakan penelitian sekarang yaitu adalah perusahaan yang mendapat CGPI yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sedangkan penelitian terdahulu populasi yang digunakan adalah 155 perusahaan yang telah merger dan penawaran akuisisi di India.
- b) Periode perusahaan yang menjadi objek penelitian sekarang yaitu periode 2012-2015, sedangkan peneliti terdahulu pada periode 2003-2008.

##### **5. Ni Made Sasmita Dwi Utami dan I Gde Ary Wirajaya (2016)**

Penelitian ini mengambil topik tentang reaksi pasar atas pengumuman *corporate governance perception index*. Tujuannya dari penelitian adalah



untuk mengetahui reaksi pasar atas pengumuman CGPI yang ditunjukkan dengan *abnormal return* dan *trading volume activity*. Alat analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *event study*, uji hipotesis berupa: uji *one sample t-test* dan uji *Two Ways of Variance* (ANOVA) dan menggunakan teknik pengumpulan data dokumentasi serta penentuan sampel menggunakan *purposive sampling*.

Hasil dari penelitian adalah menunjukkan bahwa pengumuman CGPI direaksi oleh pasar ditunjukkan *trading volume activity* yang signifikan. Selain itu, pengujian menunjukkan tidak ada perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* yang signifikan pada masing-masing peringkat disetiap periode jendela.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu adalah:

- a) Variabel yang digunakan adalah *abnormal return*.
- b) Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang mendapat CGPI yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- c) Metode penentuan sampel yang digunakan, yaitu *purposive sampling*.
- d) Pengelompokkan pengamatan pada jenis peringkat CGPI yang berbeda.

Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu adalah:

- a) Variabel yang digunakan pada penelitian sekarang yaitu *abnormal trading volume*, sedangkan penelitian terdahulu yaitu *trading volume activity*.
- b) Pengelompokkan berdasarkan peringkat CGPI atas predikat perusahaan yaitu kelompok sepuluh besar dan kelompok non sepuluh besar, sedangkan penelitian terdahulu menggunakan predikat perusahaan berdasarkan sangat terpercaya, terpercaya dan cukup terpercaya.
- c) Periode perusahaan yang menjadi objek penelitian sekarang yaitu periode 2012-2015, sedangkan peneliti terdahulu pada periode 2010-2014.

## **2.2 Landasan Teori**

Landasan teori merupakan teori dasar yang digunakan dalam sebuah penelitian, dalam penelitian ini yang digunakan sebagai landasan teori adalah konsep dasar mengenai reaksi pasar atas pengumuman *corporate governance perception index*, serta teori yang dikemukakan oleh para ahli.

### 2.2.1 *Event Study* (Studi Peristiwa)

*Event study* dilakukan untuk menguji kandungan informasi di seputar tanggal pengumuman CGPI selama tahun 2012-2015. 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.

Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Menurut Jogiyanto Hartono (2015:624), reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan atau dengan menggunakan *abnormal return*. Suatu pengumuman dapat dikatakan mempunyai kandungan informasi apabila memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

### 2.2.2 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).

Waktu untuk penyesuaian setiap informasi baru yang dianggap sebagai faktor penting, jika pasar menyesuaikan lebih cepat dan akurat, itu dianggap lebih efisien (M.Hadi, 2006). 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.

#### 1. 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 (Jogiyanto Hartono, 2015:587). Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi.

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 bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

## 2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semistrong Form*)

Menurut Jogiyanto Hartono (2015:587), pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. 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.

## 3. 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 (Jogiyanto Hartono, 2015:590). 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.

### **2.2.3 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*. Menurut Adrian Sutedi (2012:11) ada beberapa prinsip dasar yang harus diperhatikan dalam *corporate governance*, yaitu sebagai berikut:

#### **1. Transparansi (*Transparency*)**

Penyediaan informasi yang memadai, akurat dan tepat waktu kepada *stakeholders* harus dilakukan oleh perusahaan agar dapat dikatakan transparan.

Pengungkapan yang memadai sangat diperlukan oleh investor dalam kemampuannya untuk membuat keputusan terhadap risiko dan keuntungan dari investasinya. Kurangnya informasi akan membatasi kemampuan investor untuk memperkirakan nilai dan risiko serta pertambahan dari perubahan modal (*volatility of capital*).

Perusahaan harus meningkatkan kualitas, kuantitas dan frekuensi dari pelaporan keuangan. Pelaksanaan menyeluruh dengan syarat-syarat pemeriksaan dan pelaporan yang sesuai hukum akan meningkatkan kejujuran dan pengungkapan (*disclosure*).

## 2. Dapat Dipertanggungjawabkan (*Accountability*)

Banyak perusahaan di Asia dikontrol oleh kelompok kecil pemegang saham atau oleh pemilik keluarga (*family owned*). Hal ini menimbulkan masalah dalam mempertahankan objektivitas dan pengungkapan yang memadai (*adequate disclosure*).

Sepertinya pengelolaan perusahaan didasarkan pada pembagian kekuasaan di antara manajer perusahaan, yang bertanggung jawab pada pengoperasian setiap harinya dan pemegang sahamnya yang diwakili oleh dewan direksi. Dewan direksi diharapkan untuk menetapkan kesalahan (*oversight*) dan pengawasan. Di banyak perusahaan, manajemen perusahaan duduk dalam dewan pengurus, sehingga terdapat kurangnya *accountability* dan berpotensi untuk timbulnya konflik kepentingan.

### 3. Kejujuran (*Fairness*)

Prinsip ketiga dari pengelolaan perusahaan penekanan pada kejujuran, terutama untuk pemegang saham minoritas. Investor harus memiliki hak-hak yang tak jelas tentang kepemilikan dan sistem dari aturan hukum dan sistem dari aturan dan hukum yang dijalankan untuk melindungi hak-haknya.

### 4. *Sustainability*

Ketika perusahaan negara (*corporation*) exist dan menghasilkan keuntungan, dalam jangka panjang perusahaan juga harus menemukan cara untuk memuaskan pegawai dan komunitasnya agar berhasil. Perusahaan harus tanggap terhadap lingkungan, memperhatikan lingkungan, memperhatikan hukum, memperlakukan pekerja secara adil dan menjadi warga *corporate* yang baik. Dengan demikian, perusahaan tersebut akan menghasilkan keuntungan yang lama bagi *stakeholder*-nya.

Langkah yang diperlukan untuk ditunjukkan pada persoalan *governance* yang akan memperkuat kalangan bisnis ada dua, yaitu: *Pertama*, petunjuk untuk pengelolaan perusahaan yang efektif harus ditetapkan di setiap negara dalam konsultasi dengan pemimpin bisnis, akuntan publik, *securities regulator* dan *stakeholder* lainnya. *Kedua*, promosi etika bisnis untuk memberikan dasar yang kuat dari *corporate governance*. Langkah-langkah pengelolaan perusahaan tidak berarti bila manajemen tidak memiliki kepercayaan yang sejati dan bersungguh-sungguh di dalamnya dan memahami (*understanding of*) dari kelakuan bisnis.



#### **2.2.4 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](http://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.

GCG melalui penerapan prinsip-prinsip dasarnya, dimana pada riset ini dicerminkan dan diukur dengan enam cakupan penilaian yang termasuk ke dalam tahapan riset dan pemeringkatan, yaitu:

### **1. Komitmen terhadap tata kelola perusahaan**

Komitmen terhadap tata kelola perusahaan adalah sistem CG yang mendorong anggota perusahaan untuk menyelenggarakan GCG dalam rangka mewujudkan tujuan perusahaan.

### **2. Hak pemegang saham dan fungsi kepemilikan kunci**

Hak pemegang saham dan fungsi kepemilikan kunci adalah sistem CG yang dapat melindungi dan memfasilitasi pemenuhan hak-hak pemegang saham.

### **3. Perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham**

Perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham adalah sistem CG yang dapat menjamin adanya perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing. Semua pemegang saham harus diberikan kesempatan yang sama untuk mendapatkan tanggapan yang efektif terhadap pelanggaran hak-hak pemegang saham.

### **4. Peran *stakeholders* dalam tata kelola perusahaan**

Peran *stakeholders* dalam tata kelola perusahaan sistem CG yang dapat mengakui hak-hak para *stakeholder* yang telah ditetapkan oleh hukum atau melalui perjanjian kerjasama dan mendorong kerjasama yang aktif antara perusahaan dan para *stakeholder* dalam penciptaan kesejahteraan, lapangan kerja, kondisi keuangan perusahaan yang sehat serta meningkatkan kualitas penyelenggaraan tanggung jawab sosial perusahaan.

## 5. Pengungkapan dan transparansi

Pengungkapan dan transparansi adalah sistem CG yang dapat menjamin terlaksananya kelengkapan pengungkapan dengan tepat waktu dan akurat atas semua informasi material yang berkaitan dengan perusahaan yang melalui berbagai media.

## 6. Tanggung jawab Dewan Komisaris dan Dewan Direksi

Tanggung jawab dewan komisaris dan dewan direksi adalah sistem CG yang dapat menjamin pelaksanaan tanggung jawab Dewan Komisaris dan Dewan Direksi terhadap pengelolaan perusahaan.

**Tabel 2.1**  
**CAKUPAN DAN BOBOT PENILAIAN CGPI**

No.	Cakupan	Bobot (%)
1	Komitmen terhadap tata kelola perusahaan	15
2	Hak pemegang saham dan fungsi kepemilikan kunci	20
3	Perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham	15
4	Peran <i>stakeholders</i> dalam tata kelola perusahaan	15
5	Pengungkapan dan transparansi	15
6	Tanggung jawab dewan komisaris dan dewan direksi	20

Sumber: Majalah SWA

## Tahapan Riset dan Pemingkatan CGPI

Tahapan riset dimulai dari pengembangan metodologi dan *database* sampai dengan penganugerahan CGPI *award*. Secara lengkap tahapan riset diawali dengan pengembangan metodologi dan *database*, publikasi program, konfirmasi peserta CGPI, serta penyebaran dan pengisian kuesioner (*self assessment*). Pengisian kuesioner dilakukan oleh responden dengan melibatkan pihak-pihak yang

berkepentingan terhadap perusahaan, baik internal maupun eksternal mengikuti ketentuan dari IICG. Tahapan ini berdasarkan enam cakupan penilaian yang telah diuraikan di atas.

Tahap berikutnya adalah pemeriksaan kelengkapan dokumen yang dilakukan bertujuan untuk menelusuri upaya dan wujud penerapan GCG sebagai sebuah sistem yang dilakukan peserta CGPI dengan mengacu pada daftar dokumen yang disyaratkan untuk dikumpulkan ke tim penilai CGPI. Daftar dokumen yang disyaratkan dibuat dengan mempertimbangkan dan memperhatikan pemenuhan regulasi, kebijakan, pedoman dan praktik terbaik dalam penerapan GCG di Indonesia dan negara lain.

Tahapan riset berikutnya adalah penyusunan makalah yang merefleksikan program dan hasil penerapan GCG sebagai sebuah sistem di perusahaan. Penyusunan makalah dimaksudkan untuk membantu pihak perusahaan memaparkan upayanya dalam menerapkan GCG pada saat observasi.

Tahapan selanjutnya adalah observasi yang merupakan kegiatan peninjauan langsung ke seluruh perusahaan peserta CGPI untuk memastikan praktik penerapan GCG sebagai sebuah sistem pengelolaan bisnis di perusahaan tersebut. Setelah keseluruhan tahapan penilaian CGPI selesai, hasil yang diperoleh dibahas dalam forum panel ahli untuk menentukan hasil riset dan pemeringkatan CGPI. Forum panel ahli terdiri dari tim peneliti beserta para pihak yang kompeten dan memiliki akses informasi tentang perusahaan peserta CGPI. Keputusan panel ahli

akan menghasilkan penyusunan predikat perusahaan publik dan BUMN yang layak diberi CGPI *award*.

**Tabel 2.2**  
**TAHAPAN DAN SKOR PADA RISET DAN PEMERINGKATAN CGPI**

No.	Tahapan	Skor (%)			
		2012	2013	2014	2015
1	<i>Self assessment</i>	15	17	27	21
2	Kelengkapan dokumen	20	35	41	27
3	Makalah yang merefleksikan program dan hasil penerapan <i>good corporate governance</i>	14	13	14	25
4	Observasi	51	35	18	27

Sumber: Majalah SWA

Hasil dari pemeringkatan ini dibedakan dalam tiga level, yaitu sangat terpercaya, terpercaya dan cukup terpercaya. Adapun skor dari ketiga level tersebut tersaji dalam tabel 2.3

**Tabel 2.3**  
**SKALA PENGELOMPOKKAN CGPI**

<i>Rating Level</i>	Skor
Sangat terpercaya	85,00-100
Terpercaya	70,00-84,99
Cukup Terpercaya	55,00-69,99

Sumber: Majalah SWA

### 2.2.5 Return

*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi (Jogiyanto Hartono, 2015:263). Menurut Jogiyanto Hartono (2014:235) *return* dibedakan menjadi dua: (1) *return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi, (2) *return* ekspektasi (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh

oleh investor di masa yang akan datang. Dengan cara menghitung selisih harga saham periode berjalan dengan periode sebelumnya dengan mengabaikan deviden.

### 2.2.6 Return Realisasian (*Realized Return*)

Menurut Jogiyanto Hartono (2015:263), *return* realisasian (*realized return*) atau *return* histori adalah *return* yang telah terjadi dan sering disebut *return* sesungguhnya. *Return* realisasian dihitung menggunakan data historis. *Return* realisasian penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* realisasian atau *return* histori ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasian (*expected return*) dan risiko dimasa datang. Pengukuran *return* realisasian yang banyak digunakan adalah *return* total (*total return*), relatif *return* (*return relative*), kumulatif *return* (*return cumulative*) dan *return* disesuaikan (*adjusted return*) menurut Jogiyanto Hartono (2015:263). Metode yang digunakan untuk menghitung *return* realisasian dalam penelitian ini adalah metode *return* total yaitu dengan menggunakan *capital gain/loss* karena keterbatasan dalam mendapatkan *yield*. Rumus *Return* realisasian selama *event window* menurut Jogiyanto Hartono (2015) sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{(P_t) - (P_{t-1})}{(P_{t-1})} \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

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

$P_t$  : *Closing Price* saham pada hari ke- $t$

$t$  : *Event window* (periode jendela)

### 1. *Return Total*

*Return total* merupakan return keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu (Jogiyanto Hartono, 2015:264). *Return total* sering disebut dengan *return* saja. *Return total* terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*. Menurut Jogiyanto Hartono (2015:264), *capital gain* atau *capital loss* merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu. Jika harga investasi sekarang ( $P_t$ ) lebih tinggi dari harga investasi periode lalu ( $P_{t-1}$ ) ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*), sebaliknya terjadi kerugian modal (*capital loss*). Untuk saham, adalah presentase dividen terhadap harga saham sebelumnya. *Yield* merupakan presentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi (Jogiyanto Hartono, 2015:264).

### 2. *Relatif Return*

*Return total* dapat bernilai negatif atau positif. Kadangkala, untuk perhitungan tertentu, misalnya rata-rata geometrik yang menggunakan perhitungan pengakaran, dibutuhkan suatu return yang harus bernilai positif. *Relatif return (relative return)* dapat digunakan, yaitu dengan menambahkan nilai 1 terhadap nilai return total (Jogiyanto Hartono, 2015:268). Banyak penelitian pasar modal menggunakan data *relatif return*. Alasannya adalah penelitian-penelitian menggunakan alat statistik

yang mempunyai asumsi klasik datanya harus berdistribusi normal. Biasanya data *return* saham tidak berdistribusi normal (misalnya menggunakan regresi), maka data return saham tersebut perlu ditransformasikan supaya menjadi berdistribusi normal.

### 3. Kumulatif *Return*

Menurut Jogiyanto Hartono (2015:270), *return* total mengukur perubahan kemakmuran yaitu perubahan harga dari saham dan perubahan pendapatan dari dividen yang diterima. Perubahan kemakmuran ini menunjukkan tambahan kekayaan dari kekayaan sebelumnya. Return total hanya mengukur perubahan kemakmuran pada saat waktu tertentu saja, tetapi tidak mengukur total dari kemakmuran yang dimiliki. Untuk mengetahui total kemakmuran, indeks kemakmuran kumulatif (*cumulative wealth index*) dapat digunakan. IKK (Indeks Kemakmuran Kumulatif) mengukur akumulasi semua return mulai dari kemakmuran awal ( $IKK_0$ ) yang dimiliki.

### 4. *Return* Disesuaian

*Return* yang dibahas sebelumnya adalah return nominal (*nominal return*) yang hanya mengukur perubahan nilai uang tetapi tidak mempertimbangkan tingkat daya beli dari nilai uang tersebut. Untuk mempertimbangkan hal ini, return nominal perlu disesuaikan dengan tingkat inflasi yang ada. Menurut Jogiyanto



Hartono (2015:274), *return* ini sering disebut *return* riil (*real return*) atau *return* yang disesuaikan inflasi (*inflation adjusted return*).

### 2.2.7 Return Ekspektasian (*Expected Return*)

Menurut Jogiyanto Hartono (2010:205), *return* ekspektasian (*expected return*) atau *return* normal adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang. *Return* ekspektasian (*expected return*) merupakan *return* yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. *Return* ini penting dibandingkan dengan *return* historis karena *return* ekspektasian merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan. Perhitungan *return* ekspektasian penelitian ini menggunakan model Disesuaikan Pasar (*Market Adjusted Model*). Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* indeks pasar pada saat tersebut (Jogiyanto Hartono, 2015:659). Rumus *Return* ekspektasian selama *event window* menurut Jogiyanto Hartono (2015) sebagai berikut:

$$R_{m_t} = \frac{(IHSG_t) - (IHSG_{t-1})}{(IHSG_{t-1})} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

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

IHSG: Indeks Harga Saham Gabungan

t : *Event window* (periode jendela)

### 2.2.8 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. Jenis-jenis *abnormal return* menurut para ahli dapat diklasifikasikan menjadi 4 kelompok:

#### 1. *Abnormal Return* (AR)

*Abnormal Return* terjadi setiap hari pada setiap jenis saham, yaitu selisih antara *return* aktual dan *return* ekspektasi yang dihitung secara harian. Karena secara harian, maka dalam suatu *event window* dapat diketahui pada hari ke berapa reaksi paling kuat terjadi pada masing-masing jenis saham. Rumus *Abnormal Return* selama *event window* menurut Dedi Junaedi (2005) sebagai berikut:

$$AR_{it} = (R_{it}) - (R_{mt}) \dots \dots \dots (3)$$

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* sesungguhnya untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t

## 2. *Average Abnormal Return (AAR)*

*Average Abnormal Return* merupakan rata-rata *abnormal return (AR)* dari semua jenis saham yang sedang dianalisis secara harian. *Average Abnormal Return (AAR)* dapat menunjukkan reaksi paling kuat, baik positif maupun negatif dari keseluruhan jenis saham pada hari-hari tertentu selama *event window*. Rumus *Average Abnormal Return (AAR)* seluruh saham harian selama *event window* menurut Mohammad Samsul (2006: 276-277) sebagai berikut:

$$AAR = \frac{1}{n} \sum_{t-1}^n AR_{it} \dots \dots \dots (4)$$

Keterangan:

AAR : *Average abnormal return* pada hari ke-t

AR<sub>it</sub> : *Abnormal return* pada sekuritas ke-i pada hari ke-t

n : Jumlah sekuritas selama *event window*

## 3. *Cummulative Abnormal Return (CAR)*

*Cummulative Abnormal Return (CAR)* merupakan kumulatif harian AR dari hari pertama sampai hari-hari berikutnya untuk setiap jenis saham. Jadi *Cummulative Abnormal Return (CAR)* selama periode sebelum suatu peristiwa terjadi akan dibandingkan dengan *Cummulative Abnormal Return (CAR)* selama

periode sesudah suatu peristiwa terjadi. Dengan melakukan perbandingan tersebut dapat diketahui jenis saham yang paling berpengaruh baik positif maupun negatif selama suatu periode. Rumus *Cummulative Abnormal Return* (CAR) seluruh saham harian selama *event window* menurut Mohammad Samsul (2006: 276-277) sebagai berikut:

$$CAR = \sum_{t=-3}^{t=+3} AR_{it} \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan:

CAR : *cummulative abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t, yang diakumulasi dari *abnormal return* (AR) sekuritas ke-i mulai hari awal periode peristiwa (t3) sampai hari ke-t

AR<sub>it</sub> : *abnormal return* untuk sekuritas ke-i pada hari ke-a, yaitu mulai t3 (hari awal periode jendela) sampai hari ke-t

#### 4. *Cummulative Average Abnormal Return* (CAAR)

*Cummulative Average Abnormal Return* (CAAR) merupakan kumulatif harian AAR mulai hari pertama sampai hari-hari berikutnya. Dari *Cummulative Average Abnormal Return* (CAAR) harian ini dapat diketahui kecenderungan kenaikan atau penurunan yang terjadi selama *event window* (periode peristiwa). Sehingga dampak positif atau negatif dari peristiwa tersebut terhadap keseluruhan jenis saham yang diteliti juga dapat diketahui. Namun untuk mengetahui dampak suatu peristiwa secara umum terhadap saham itu bersifat signifikan atau tidak signifikan,

perlu diadakan uji beda CAAR antara periode sebelum peristiwa terjadi dan periode sesudah peristiwa terjadi. Rumus *Cummulative Abnormal Return* (CAR) seluruh saham harian selama *event window* menurut Mohammad Samsul (2006: 276-277) sebagai berikut:

$$CAAR = \sum_{t=-3}^{t=+3} CAR_{it} \dots \dots \dots (6)$$

Keterangan:

CAAR : Jumlah AAR pada hari ke-t

CAR<sub>it</sub> : CAR pada sekuritas ke-i pada hari ke-t

n : Jumlah sekuritas dalam *event window*

### 2.2.9 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. Volume perdagangan saham merupakan minat investor terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, volume perdagangan saham dapat diukur dengan *Abnormal Trading Volume* (ATV).

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). 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. 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. Rumus *Abnormal Trading Volume* (ATV) menurut Yong, Brown dan Ho (2014:565) dinyatakan sebagai berikut:

$$AVol = \frac{(Vol - NVol)}{NVol} \dots\dots\dots(7)$$

Keterangan:

AVol : *Abnormal Volume*

Vol : Volume perdagangan aktual

NVol : Volume perdagangan normal

Volume perdagangan aktual (Vol) didapat dari volume perdagangan harian dan volume perdagangan normal (NVol) adalah volume perdagangan ekspektasi. 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* (*t*-3) dan (*t*+3) serta tanggal pengumuman (*t*=0). Perhitungan volume perdagangan normal ini menggunakan model sesuaian rata-rata (*mean adjusted model*). Model ini menganggap bahwa volume perdagangan normal bernilai konstan yang sama dengan rata-rata volume perdagangan aktual sebelumnya selama periode estimasi. Rumus volume perdagangan normal menurut Campbell dan Wasley (1996) dinyatakan sebagai berikut:

$$NVol = \frac{1}{T} \sum_{t=f}^{t=l} Vol \dots \dots \dots (8)$$

Keterangan:

NVol :Volume perdagangan normal

Vol :Volume Perdagangan aktual perusahaan *i* pada hari ke-*t*

T : Jumlah hari dalam periode estimasi

Apabila volume transaksi saham aktual (*actual volume*) melebihi dari volume transaksi saham yang diperkirakan (*expected volume*), maka nilai residu volume transaksi positif. Hal ini menunjukkan terjadi volume transaksi yang abnormal (*abnormal volume*) yang positif. Sebaliknya apabila volume transaksi saham aktual lebih kecil dari volume transaksi saham yang diperkirakan maka nilai residu volume negatif, yang berarti terjadi volume transaksi yang abnormal (*abnormal volume*) yang negatif.

Rata-rata *abnormal volume* untuk menunjukkan reaksi paling kuat, baik positif maupun negatif dari *abnormal volume* ( $\overline{XAVol}$ ) pada hari-hari tertentu. Rata-rata *abnormal volume* ( $\overline{XVol}$ ) selama periode pengujian pada masing-masing perusahaan sampel menurut Campbell dan Wasley (1996) dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut:

$$\overline{XAVol} = \frac{\sum AVol}{N} \dots\dots\dots(9)$$

Keterangan:

$\overline{XVol}$ : *Abnormal volume* rata-rata pada hari ke-t

AVol : Jumlah relatif *Abnormal volume*

N : Jumlah sampel

#### 2.2.10 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.

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. 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.

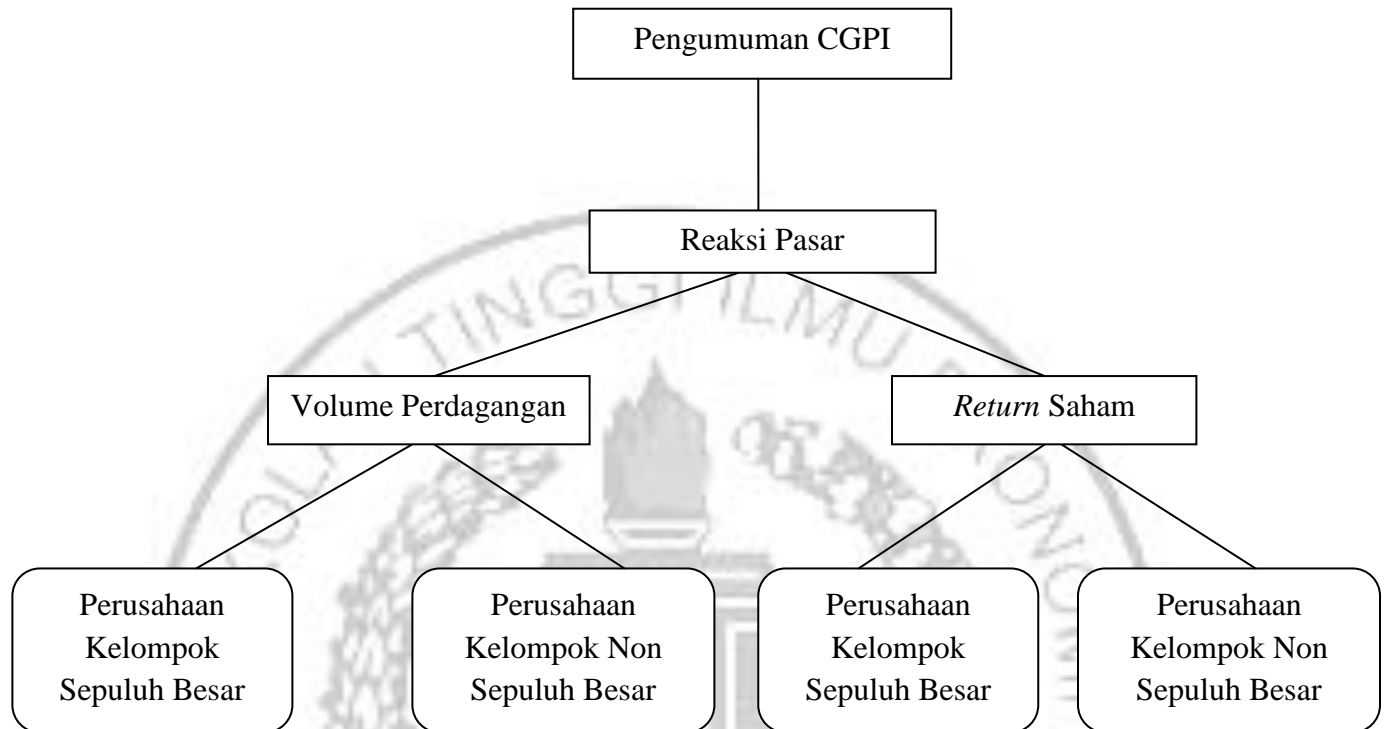
#### **2.2.11 Corporate Governance Perception Index, Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham**

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. Hal ini berdasarkan prinsip-prinsip umum *coporate governance*, maupun tujuh kriteria yang dipakai majalah SWA dan IICG dalam menyusun indeks

*corporate governance* dan manfaat-manfaat dalam menerapkan *good corporate governance*-nya. 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.

### **2.3 Kerangka Pemikiran**

Berdasarkan penjelasan sub bab sebelumnya, maka dapat dibuat kaitan antara *return* saham dan volume perdagangan terhadap reaksi pasar dengan kerangka pemikiran sebagai berikut:



**Gambar 2.1**  
**Kerangka Pemikiran**

#### 2.4 Hipotesis Penelitian

Dalam penelitian ini terdiri dari beberapa hipotesis penelitian sebagai acuan awal pada penelitian ini yang didasarkan teori dan penelitian terdahulu.

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

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

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