

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

Dyan Kunthi Nalitami

STIE Perbanas Surabaya

E-mail : bellapuccino@gmail.com

Jalan Nginden Semolo 34-36 Surabaya 60118, Indonesia

ABSTRACT

Objective of this research is empirically examine about the market reaction of Corporate Governance Perception Index announcement which is reflecting from abnormal return and trading volume activity between companies that has rating of Corporate Governance Perception Index (CGPI) by very trusted companies, trusted companies and trusted enough companies. The sample of this research is 16 very trusted companies, 40 trusted companies and 13 trusted enough companies during the period of 2006-2010 which were drawn using the purposive sampling method. ANOVA is used to test the hypothesis that there are differences between abnormal return and trading volume activity in those three categories of CGPI rating. Closing price and trading volume activity for 7 days at investigating period is used to measure the market reaction in Indonesia Stock Exchange. The result of this research shows that there is no difference between abnormal return, but there is difference on trading volume activity for very trusted companies, trusted companies, and trusted enough companies. It means that information about CGPI announcement isn't good news for investor and has no information for investor investment decision making.

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

PENDAHULUAN

Corporate Governance Perception Index (CGPI) merupakan salah satu informasi yang masuk di pasar modal. 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)*.

Good Corporate Governance (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 ditunjukkan dengan *abnormal return* dan volume perdagangan saham di seputar tanggal pengumuman CGPI. Di samping itu, untuk mendeteksi perbedaan reaksi pasar antara perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya dan predikat

cukup terpercaya di seputar tanggal pengumuman CGPI.

RERANGKA TEORITIS DAN HIPO- TESIS

Penelitian Terdahulu

Luciana Spica Almilia dan Lailul Sifa (2006)

Penelitian ini meneliti tentang "Reaksi Pasar Publikasi *Corporate Governance Perception Index* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji adanya dugaan bahwa perusahaan yang menduduki predikat atas akan lebih baik dibandingkan perusahaan yang menduduki predikat dibawah. Sehingga memungkinkan adanya perbedaan reaksi pasar diantara perusahaan yang masuk sepuluh besar dan Non sepuluh besar CGPI.

Hasil penelitian ini membuktikan 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 selain itu 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.

Grace Santoso dan Shanti (2008)

Penelitian ini meneliti tentang "Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar". Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah terdapat perbedaan reaksi pasar yang diprosikan dengan abnormal return dan volume perdagangan saham antara perusahaan yang masuk sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI di seputar tanggal pengumuman CGPI.

Hasil dari penelitian ini membuktikan bahwa melalui hasil uji beda dengan menggunakan independent t-test pada abnormal return sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI tahun 2005-2008 yang berdasarkan survei penerapan corporate governance di perusahaan tahun 2004-2006, menunjukkan

bahwa H_0 pertama gagal ditolak atau dapat pula dikatakan H_0 diterima. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat perbedaan abnormal return antara sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI di seputar tanggal pengumuman CGPI.

Hasil uji beda dengan menggunakan independent t-test pada volume perdagangan saham sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI tahun 2005-2008 yang berdasarkan survei penerapan corporate governance di perusahaan tahun 2004-2006, menunjukkan bahwa H_0 kedua gagal ditolak atau dapat dikatakan pula bahwa H_0 diterima. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat perbedaan volume perdagangan saham antara sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI di seputar tanggal pengumuman CGPI.

Büyüksalvarcı Ahmet and Hasan Abdioglu (2010)

Penelitian ini meneliti tentang *Corporate Governance, Financial Ratios and Stock Returns: An Empirical Analysis of Istanbul Stock Exchange (ISE)*. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menentukan perbedaan antara transaksi yang mempengaruhi perusahaan dalam indeks tata kelola perusahaan dan perusahaan yang tidak termasuk dalam indeks ini, dalam hal rasio keuangan (likuiditas rasio, rasio struktur keuangan, rasio aktivitas dan rasio kinerja pasar saham) dan return saham.

Hasil dari penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan yang terlibat dalam indeks tata kelola perusahaan menggunakan sumber-sumber asing lebih daripada yang lain untuk pembiayaan aset, rasio turnover yang bekerja modal perusahaan, rasio laba atas ekuitas dan rasio laba per saham akan lebih tinggi. Namun, tidak ada perbedaan statistik dalam pengembalian saham dan rasio likuiditas antara perusahaan yang termasuk dalam indeks tata kelola perusahaan dan tidak terlibat dalam indeks ini.

Landasan Teori

Efisiensi Pasar

Hipotesis utama untuk *Efficient Market Hypothesis* (EMH) adalah bahwa harga saham

secara akurat dan cepat mencerminkan semua informasi yang tersedia sedemikian rupa sehingga tidak ada yang bisa memperoleh keuntungan yang abnormal. Hipotesis pasar efisien (EMH) yang dikembangkan oleh Fama (1965) mempelajari respon harga saham terhadap informasi pasar dan harga saham, sementara muncul untuk mengikuti *random walk* (Somoye, Russell Olukayode Christopher dan Akintoye, Ishola Rufus, 2008). Waktu untuk penyesuaian untuk setiap informasi baru yang dianggap sebagai faktor penting, jika pasar menyesuaikan lebih cepat dan akurat, itu dianggap lebih efisien (Mahdi M. Hadi, 2006).

Menurut Jogiyanto dalam buku Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, 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 di mana 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, 2008).

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. Program 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 Indonesia Institute for Corporate Governance* (IICG) bekerjasama dengan majalah SWA sebagai mitra media publikasi. Program ini didesain untuk memacu 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.

Abnormal Return

Abnormal return merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. 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 jumlah seluruh saham yang diperdagangkan (Hastuti dan Sudibyo, 1998 dalam Firmansyah 2010). Sedangkan menurut Arif Budiarto dan Zaki Baridwan (1999) aktivitas volume perdagangan saham adalah kemampuan untuk membeli dan menjual sekuritas dengan cepat pada harga yang tak terlalu berbeda dengan harga terdahulu yang diasumsikan bahwa tak ada informasi yang timbul. 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 Governance Perception Index*

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*. 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 Luciana Spica 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.

Dengan adanya pemeringkatan CG berupa CGPI ini, dapat diduga bahwa perusahaan yang menduduki predikat tertinggi akan lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang menduduki predikat di bawahnya. Dikatakan demikian karena perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya mempunyai tata kelola (*corporate governance*) lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang menduduki predikat terpercaya. Perusahaan yang menduduki predikat terpercaya mempunyai tata kelola perusahaan (*corporate governance*) lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang menduduki predikat cukup terpercaya. Dengan demikian memungkinkan adanya reaksi pasar yang berbeda antara perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya dan predikat cukup terpercaya pada saat pengumuman CGPI.

Rerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini terdapat pada Gambar 1. Berdasarkan rerangka pemikiran tersebut, maka dapat disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1 : Terdapat reaksi pasar di seputar tanggal pengumuman CGPI

Hipotesis minor:

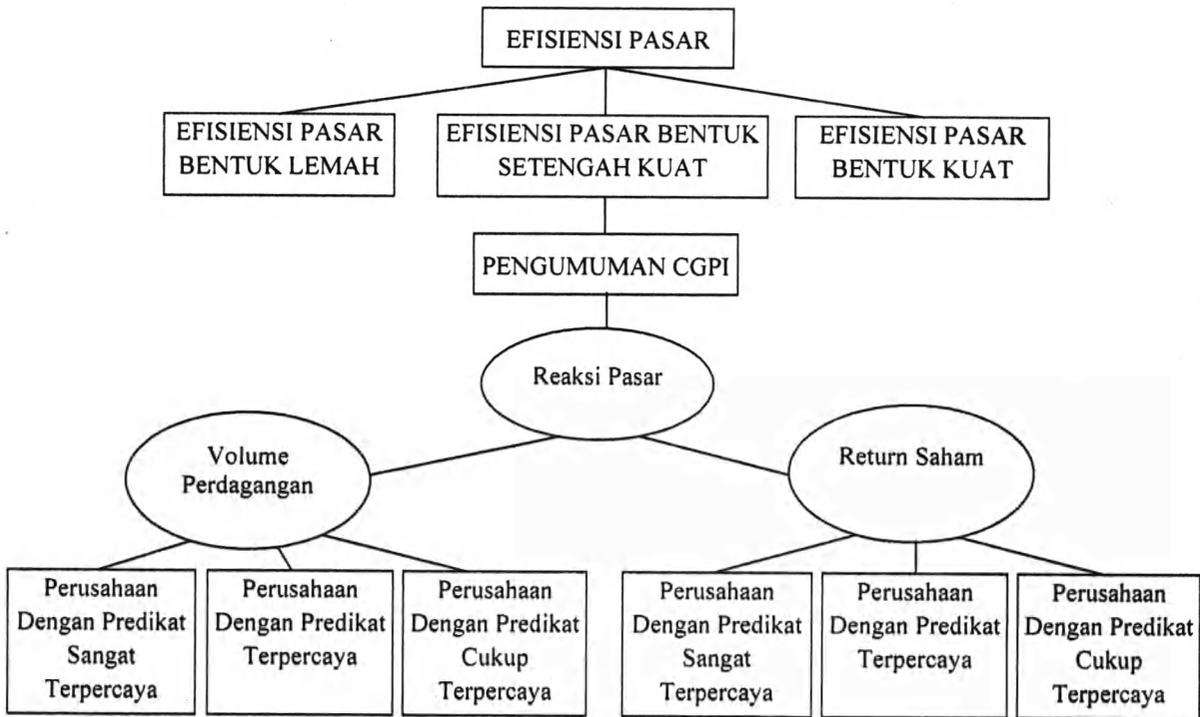
H1a: Pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman

H1b: Pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat terpercaya direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman

H1c: Pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat cukup terpercaya direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman

H1d: Pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya volume perdagangan yang signifikan disekitar tanggal pengumuman

Gambar 1
Rerangka Pemikiran



H1e: Pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat terpercaya direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya volume perdagangan yang signifikan disekitar tanggal pengumuman

H1f: Pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat cukup terpercaya direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya volume perdagangan yang signifikan disekitar tanggal pengumuman

H2: Terdapat perbedaan *abnormal return* antara perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya dan predikat cukup terpercaya di seputar tanggal pengumuman CGPI.

H3: Terdapat perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan antara perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya dan cukup terpercaya di seputar tanggal pengumuman CGPI.

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Ruang lingkup penelitian ini dibatasi pada perusahaan yang mendapat CGPI 2006-2010 (dalam majalah SWA) pada perusahaan-perusahaan yang mengikuti survei penerapan

corporate governance di perusahaan tahun 2005-2009. Penelitian ini menggunakan metode *event study* (peristiwa), yang bertujuan untuk mengetahui adanya pengaruh berdasarkan suatu peristiwa (*event*) dengan adanya informasi pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai pengumuman, Jogiyanto (2000: 392). Peristiwa yang dimaksud dalam penelitian ini adalah peristiwa pengumuman CGPI terhadap volume perdagangan dan *abnormal return*.

Identifikasi Variabel

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

- *Abnormal return*
- Volume perdagangan saham

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dalam penelitian ini ada dua, yakni: *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity*.

Abnormal return adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi atau tingkat keuntungan yang diharapkan yang dihitung menggunakan persamaan:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Sedangkan *trading volume activity* yaitu pembagian antara jumlah saham yang diperdagangkan dibagi dengan saham yang beredar untuk menghitung volume perdagangan saham yang dihitung dengan persamaan:

$$TVA = \frac{\sum \text{SahamDiperdagangkan}_i}{\sum \text{SahamBeredar}_i} \quad (2)$$

Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang mengikuti survei CGPI 2005-2009 (dalam laporan IICG dan majalah SWA). Dari populasi diambil sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu suatu pengambilan sampel dimana 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 2005-2009. (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 selama *event windows* tidak melakukan transaksi penjualan saham, maka perusahaan tersebut tidak masuk dalam kriteria. (5) Perusahaan yang dijadikan sampel dikelompokkan menjadi tiga, yaitu perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, perusahaan yang memiliki predikat terpercaya, dan perusahaan yang mempunyai predikat cukup terpercaya dalam CGPI.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yang terdiri atas data berikut: (1) Data harga penutupan saham (*closing price*) harian untuk menghitung *return actual* perusahaan maupun *expected return* tahun 2006-2010. (2) Volume perdagangan saham harian perusahaan dan jumlah saham yang beredar untuk menghitung TVA tahun 2006-2010. (3) Data tanggal publikasi CGPI 2006-2010. Data ini digunakan sebagai *event date* terhadap penelitian yang akan digunakan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari IICG, www.duniainvestasi.com, dan majalah SWA tahun 2006-2010.

Data dapat pula diperoleh dari Indonesia Security Market Directory (ISMD), Indonesia Capital Market Directory (ICMD) dan Laporan keuangan di BEI Surabaya. Dalam penelitian ini pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi yaitu teknik pengumpulan data dengan cara mempelajari catatan-catatan atau arsip-arsip yang sudah ada.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Hipotesis 1: pengujian Hipotesis 1 dengan uji statistik rata-rata satu sampel (*one sample t-test*)

One Sample t-test Abnormal Return

Hasil pengujian dapat dilihat pada pada Tabel 1. Dari Tabel 1 dapat diketahui bahwa perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya menunjukkan bahwa selama *event windows* secara statistik tidak signifikan, yang ditunjukkan dengan taraf signifikansi yang lebih besar dari 0,05, sehingga dapat dijelaskan bahwa H0 diterima atau H1 ditolak. Hal ini berarti, pengumuman CGPI pada perusahaan yang berpredikat sangat terpercaya tersebut tidak memiliki kandungan informasi yang berarti, sehingga tidak direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan tidak adanya abnormal return yang signifikan diseperti tanggal pengumuman CGPI.

Tabel 1
Hasil Uji One Sample t-test Abnormal Return

Event windows	Predikat Sangat Terpercaya		Predikat Terpercaya		Predikat Cukup Terpercaya	
	Signifikansi	Kesimpulan	Signifikansi	Kesimpulan	Signifikansi	Kesimpulan
t-3	0,756	H0 Diterima	0,779	H0 Diterima	0,410	H0 Diterima
t-2	0,666	H0 Diterima	0,176	H0 Diterima	0,348	H0 Diterima
t-1	0,544	H0 Diterima	0,982	H0 Diterima	0,626	H0 Diterima
t0	0,435	H0 Diterima	0,059	H0 Diterima	0,444	H0 Diterima
t+1	0,716	H0 Diterima	0,978	H0 Diterima	0,679	H0 Diterima
t+2	0,264	H0 Diterima	0,174	H0 Diterima	0,580	H0 Diterima
t+3	0,755	H0 Diterima	0,632	H0 Diterima	0,737	H0 Diterima

Sumber: Data diolah.

Tabel 2
Hasil Uji One Sample t-test Trading Volume Activity

Event windows	Predikat Sangat Terpercaya		Predikat Terpercaya		Predikat Cukup Terpercaya	
	Signifikansi	Kesimpulan	Signifikansi	Kesimpulan	Signifikansi	Kesimpulan
t-3	0,008	H0 ditolak	0,000	H0 ditolak	0,047	H0 ditolak
t-2	0,007	H0 ditolak	0,000	H0 ditolak	0,016	H0 ditolak
t-1	0,003	H0 ditolak	0,000	H0 ditolak	0,008	H0 ditolak
t0	0,001	H0 ditolak	0,000	H0 ditolak	0,052	H0 diterima
t+1	0,002	H0 ditolak	0,000	H0 ditolak	0,127	H0 diterima
t+2	0,005	H0 ditolak	0,000	H0 ditolak	0,021	H0 ditolak
t+3	0,019	H0 ditolak	0,002	H0 ditolak	0,008	H0 ditolak

Sumber: Data diolah.

Perusahaan dengan predikat terpercaya memiliki tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05, sehingga dapat dijelaskan bahwa pengumuman CGPI tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* saham pada perusahaan yang memiliki predikat terpercaya, maka dapat dijelaskan bahwa H0 diterima atau H1 ditolak. Berdasarkan hal ini dapat dikatakan bahwa pasar tidak bereaksi pada saat tiga hari sebelum diumumkannya pengumuman CGPI, pada saat pengumuman CGPI dan tiga hari sesudah pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat terpercaya.

Sedangkan pada perusahaan yang memiliki predikat cukup terpercaya menunjukkan bahwa selama *event windows* tingkat signifikansi menunjukkan angka yang lebih besar dari 0,05 dan t hitung < t tabel, sehingga H0 diterima atau H1 ditolak.

Hal ini berarti Pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat cukup terpercaya tidak direaksi oleh pasar, karena investor menganggap pengumuman CGPI tidak mempunyai kandungan informasi yang berarti yang dapat mendukung investor untuk mendapatkan *abnormal return*.

Secara umum hasil uji one sample t-test terhadap ketiga tingkatan perusahaan menunjukkan bahwa pengumuman CGPI tidak memiliki kandungan informasi yang dapat mendukung keputusan investor untuk mendapatkan *abnormal return*, sehingga pengumuman CGPI tersebut tidak direaksi oleh pasar, baik untuk perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, maupun cukup terpercaya.

One sample t-test Trading Volume Activity

Hasil pengujian dapat dilihat pada pada Tabel 2. Dari Tabel 2 dapat diketahui bahwa

Tabel 3
Hasil Uji ANOVA *Abnormal Return*

Predikat	Sangat Terpercaya	Terpercaya	Cukup terpercaya
Mean	-0,001	0,001	0,003
F hitung		0,596	
F tabel		3,130	
Signifikansi		0,554	
Kesimpulan		Tidak signifikan	
Keterangan		H0 diterima	

Sumber: Data diolah.

Tabel 4
Homogeneous Subsets

Subset for alpha = ,05

Predikat	N	I
Sangat terpercaya	16	-,001
Terpercaya	40	,001
Cukup terpercaya	13	,003
Sig.		,451

Sumber: Data diolah.

pengujian terhadap volume perdagangan saham pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya selama periode pengamatan adalah direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dari tingkat signifikansi yang lebih kecil dari 0,5, sehingga dapat dijelaskan bahwa pengumuman CGPI mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *trading volume activity* (TVA) pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya.

Pada perusahaan yang memiliki predikat terpercaya hasil pengujian menunjukkan tingkat signifikansi yang kurang dari 0,05, sehingga H0 ditolak dan H1 diterima yang artinya pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat terpercaya direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya volume perdagangan yang signifikan disekitar tanggal pengumuman.

Sedangkan hasil pengujian terhadap volume perdagangan saham pada perusahaan yang memiliki predikat cukup terpercaya menunjukkan bahwa hanya 'pada t0 dan t+1 secara statistik tidak signifikan karena taraf signifikansi > 0,05, sedangkan pada t-3 sampai dengan t+3 taraf signifikansi < 0,05, sehingga H0 ditolak atau H1 diterima. Hal ini berarti bahwa pengumuman CGPI

direaksi oleh pasar pada saat sebelum pengumuman dan setelah pengumuman CGPI.

Berdasarkan analisis diatas, dapat dijelaskan bahwa saham perusahaan yang masuk dalam pengumuman CGPI termasuk saham yang likuid meskipun tidak ada perbedaan return yang diperoleh. Berdasarkan hal ini dapat dikatakan bahwa pasar bereaksi pada saat tiga hari sebelum diumumkannya pengumuman CGPI, pada saat pengumuman CGPI, dan tiga hari sesudah pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya meskipun ada hari saat pengumuman tersebut tidak direaksi, sehingga dapat dijelaskan bahwa pengumuman CGPI mempunyai kandungan informasi yang berarti.

Hipotesis 2 dan 3: pengujian Hipotesis 2 dan 3 dengan uji statistik rata-rata *Analysis of Variance* (ANOVA).

ANOVA *Abnormal Return*

Hasil pengujian *abnormal return* terhadap perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya

Tabel 5
Hasil Uji ANOVA Trading Volume Activity

Predikat	Sangat Terpercaya	Terpercaya	Cukup terpercaya
Mean	0,002	0,003	0,004
F hitung		2,475	
F tabel		3,130	
Signifikansi		0,092	
Kesimpulan		Signifikan	
Keterangan		H0 ditolak	

Sumber: Data diolah.

Tabel 6
Homogeneous Subsets

Subset for alpha = ,05

Predikat	N	1	2
Sangat terpercaya	16	-,001	
Terpercaya	40	,001	,003
Cukup terpercaya	13	,003	,004
Sig.		,451	,571

Sumber: Data diolah.

menunjukkan hasil yang tidak signifikan seperti terlihat pada Tabel 3 dan 4.

Hal ini ditunjukkan dengan taraf signifikansi yang lebih besar dari 0,05 dan $F_{hitung} < F_{tabel}$ dan juga hasil uji homogenitas yang hanya membentuk satu kolom yang bersifat sejenis atau tidak ada beda.

Sehingga dapat dijelaskan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak berarti, yang tidak terdapat perbedaan return antara perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, cukup terpercaya di seputar tanggal pengumuman CGPI.

ANOVA Trading Volume Activity

Hasil pengujian *trading volume activity* terhadap perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya pada Tabel 5 dan 6 menunjukkan hasil yang signifikan pada α 10% ($0,092 < 0,10$). Hasil uji homogenitas yang menunjukkan adanya perbedaan antara perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya dengan perusahaan yang memiliki predikat cukup terpercaya, ditunjukkan dengan terbentuknya dua kolom dengan sisi yang nilainya berbeda,

perusahaan dengan predikat sangat terpercaya di kolom pertama dengan nilai 0,001587 dan perusahaan dengan predikat cukup terpercaya di kolom kedua dengan nilai 0,004458. Namun tidak dengan perusahaan yang memiliki predikat terpercaya, karena nilainya muncul di kedua sisi, sehingga tidak ada perbedaan volume perdagangan.

Dengan demikian dapat dijelaskan bahwa hipotesis ketiga, menyatakan bahwa ada perbedaan volume perdagangan antara perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya diseperti tanggal pengumuman CGPI dapat diterima.

Reaksi Pasar atas Pengumuman Corporate Governance Perception Index

Dari hasil pengujian hipotesis yang dilakukan terhadap *Abnormal Return* dan Volume Perdagangan pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya selama periode pengamatan (*event windows*) mulai tiga hari sebelum sampai tiga hari sesudah pengumuman CGPI, dapat diketahui bahwa pengumuman CGPI tidak mempunyai

pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* baik sebelum pengumuman, pada saat pengumuman, maupun setelah pengumuman CGPI. Hal tersebut menunjukkan bahwa pengumuman CGPI tidak direspon dan tidak memberikan kandungan informasi yang berarti bagi pasar. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa pengumuman CGPI oleh investor dianggap kurang memberikan suatu kandungan informasi yang dapat digunakan oleh investor untuk mencari keuntungan selisih harga beli saham (*capital gain*) sehingga investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* yang maksimal.

Sedangkan dari hasil pengujian *Trading Volume Activity* (TVA) pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya selama periode pengamatan (*event windows*) mulai tiga hari sebelum sampai tiga hari sesudah pengumuman CGPI, dapat diketahui bahwa pengumuman CGPI mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan baik sebelum pengumuman, pada saat pengumuman, maupun sesudah pengumuman CGPI. Hal tersebut menunjukkan bahwa pengumuman CGPI, meskipun tidak memberikan *abnormal return* kepada investor, namun hal tersebut berpengaruh terhadap likuiditas saham perusahaan yang masuk dalam pengumuman CGPI.

Dengan demikian harga saham perusahaan yang masuk pemeringkatan CGPI tidak mencerminkan semua informasi yang tersedia sedemikian rupa sehingga tidak ada yang bisa memperoleh keuntungan yang abnormal. Pengumuman CGPI merupakan suatu informasi baru yang dianggap sebagai faktor penting, dimana jika pasar dapat menyesuaikan lebih cepat dan akurat, maka itu dianggap lebih efisien. Namun dari hasil pengujian, harga pasar tidak mencerminkan adanya pengumuman CGPI, karena harga tidak dengan cepat mencerminkan adanya pengumuman CGPI. Harga saham tidak mengalami kenaikan ataupun penurunan yang signifikan dengan

adanya pengumuman CGPI. Hal ini, tidak mendukung adanya hipotesis efisiensi pasar.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa meskipun *abnormal return* tidak signifikan namun *trading volume activity* signifikan terhadap pengumuman CGPI pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya, sehingga meskipun perusahaan – perusahaan tersebut tidak dapat memberikan return yang abnormal, namun saham – saham tersebut aktif diperdagangkan atau masih diminati oleh investor karena perusahaan – perusahaan tersebut memiliki tata kelola yang baik. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Luciana Spica Alimilia dan Lailul Sifa (2006) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan abnormal return maupun volume perdagangan antara sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI di seputar tanggal pengumuman CGPI.

Perbedaan Abnormal Return Pada Perusahaan Yang Memiliki Predikat Sangat Terpercaya, Terpercaya, Dan Cukup Terpercaya

Dari hasil pengujian statistik yang menganalisis perbedaan *abnormal return* pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya, maka dapat dijelaskan tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *abnormal return* pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya. Ini dapat terlihat pada t hitung $< t$ tabel ($0,596 < 3,13$) dan signifikansi $> \alpha$ ($0,554 > 0,05$) sehingga H_0 diterima. Hal ini juga memperkuat hasil penelitian pada hipotesis pertama, bahwa tidak ada perbedaan *return* pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, maupun cukup terpercaya di seputar tanggal pengumuman CGPI, sehingga pengumuman CGPI memberikan tidak direaksi oleh pasar atau merupakan *bad news* bagi investor.

Tidak adanya perbedaan *return* tersebut dapat dikarenakan saham yang masuk

pemeringkatan merupakan saham yang aktif diperjualbelikan di pasar modal dan para investor masih belum menganggap informasi CGPI sebagai informasi yang berarti yang dapat mendukung para investor untuk meningkatkan *return*.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Grace Santoso dan Shanti (2009) yang mengatakan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI pada saat pengumuman CGPI.

Perbedaan Volume Perdagangan Pada Perusahaan Yang Memiliki Predikat Sangat Terpercaya, Terpercaya, dan Cukup Terpercaya

Dari hasil pengujian hipotesis yang dilakukan pada volume perdagangan saham selama periode pengamatan (*event windows*) mulai tiga hari sebelum sampai tiga hari sesudah pengumuman CGPI, dapat diketahui bahwa pengumuman CGPI mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan pada taraf signifikansi 10%. Hasil uji homogenitas yang terdapat pada lampiran 10 menunjukkan adanya perbedaan volume perdagangan antara perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya dengan perusahaan yang memiliki predikat cukup terpercaya, ditunjukkan dengan terbentuknya dua kolom dengan sisi yang nilainya berbeda, perusahaan dengan predikat sangat terpercaya di kolom pertama dengan nilai 0,001578 dan perusahaan dengan predikat cukup terpercaya di kolom kedua dengan nilai 0,004458. Namun tidak dengan perusahaan yang memiliki predikat terpercaya, karena nilainya muncul di kedua sisi, sehingga tidak ada perbedaan. Dengan demikian hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa pengumuman CGPI memberikan pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya dapat diterima. Berdasarkan hal ini dapat dikatakan bahwa pasar bereaksi pada saat diumumkannya

pengumuman CGPI yang dilihat berdasarkan volume perdagangan.

Adanya perbedaan volume perdagangan terutama pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya dan cukup terpercaya ini dapat disebabkan oleh saham perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan memang sudah termasuk saham dengan likuiditas tinggi, sehingga adanya pengumuman CGPI tersebut mempengaruhi likuiditas saham yang diperjualbelikan.

Hasil pengujian ini sesuai dengan hasil penelitian Luciana Spica Almilia dan Lailul Sifa (2006) yang menyatakan terdapat perbedaan volume perdagangan yang signifikan pada saat pengumuman CGPI antara perusahaan yang masuk sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI.

SIMPULAN, IMPLIKASI, SARAN DAN KETERBATASAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: (1) Tidak ada reaksi pasar diseperti 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. Hal tersebut ditunjukkan dengan tidak adanya hari di sekitar tanggal pengumuman yang direaksi signifikan terhadap *abnormal return*, namun reaksi signifikan ditunjukkan dengan adanya perbedaan volume perdagangan, meskipun demikian hipotesis pertama ditolak. (2) Tidak ada perbedaan return pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya yang berarti pengumuman CGPI tidak memberikan kandungan informasi yang berarti bagi investor, 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. Dengan demikian hipotesis kedua ditolak. (3) 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, hal ini ditunjukkan dengan taraf signifikansi $< \alpha 0,1$ pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya dengan perusahaan yang memiliki predikat cukup terpercaya yang dapat dilihat pada hasil uji homogenitas pada lampiran 10, namun tidak demikian dengan perusahaan yang memiliki predikat terpercaya. Hal ini berarti ada perbedaan volume perdagangan pada perusahaan yang memiliki predikat sangat terpercaya, terpercaya, dan cukup terpercaya. Dengan demikian hipotesis ketiga diterima.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang disadari sebagai berikut: (1) Sampel yang diambil hanya perusahaan yang tidak mengumumkan *corporate action* diseperti tanggal pengumuman CGPI. (2) *Event windows* yang digunakan pada penelitian ini terlalu pendek. (3) Pada penelitian ini juga mengabaikan aspek kebocoran informasi yang mungkin terjadi sebelum tanggal pengumuman. (4) Banyaknya sampel yang tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sehingga mengurangi jumlah sampel penelitian. (5) Karakteristik investor di Indonesia yang cenderung bersifat spekulasi, yang berarti hanya mencari keuntungan jangka pendek dengan melakukan kegiatan jual beli di pasar modal tanpa menganalisis informasi yang tersedia di pasar modal.

Sebagai implikasi dari penelitian ini, juga mengacu pada hasil kesimpulan, maka ada beberapa saran yang penulis dapat berikan, yaitu sebagai berikut:

Perusahaan Emiten

Perusahaan emiten disarankan untuk memperbaiki kinerja perusahaannya, sehingga dapat mengikuti program pemeringkatan CGPI ini, dan dapat bersaing

dengan perusahaan lain untuk mendapatkan peringkat yang lebih baik lagi.

Bagi Investor

Dalam pengambilan keputusan investasi hendaknya investor tidak hanya memperhatikan *announcement* yang dilakukan oleh perusahaan, namun akan lebih baik jika investor memperhatikan kinerja perusahaan yang bersangkutan.

Bagi peneliti selanjutnya

Bagi peneliti selanjutnya diharapkan dapat melakukan penelitian mengenai *corporate governance* dikaitkan dengan event-event yang terjadi di perusahaan, misalnya pada saat pengumuman deviden, *stock split* dan lain sebagainya.

DAFTAR RUJUKAN

- Ambar Woro Hastuti dan Bambang Sudibyo, 1998, "Pengaruh Publikasi Laporan Arus Kas terhadap Volume perdagangan Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 1. No 2, Hal 239-254.
- Arief Budiarto dan Zaki Baridwan, 1999, "Pengaruh Pengumuman *Right Issue* terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di BEJ periode 1994-1996", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.29, PP. 91-16.
- Büyüksalvarcı, Ahmet dan Hasan Abdioglu, 2010, "Corporate Governance, Financial Ratios And Stock Returns: An Empirical Analysis Of Istanbul Stock Exchange (ISE)", (Online), (<http://www.eurojournals.com/finance.htm>, diakses 16 April 2011).
- Cooper, DR, dan Scindler, PS 2006, *Business Research Method*, Ninth Edition, Mc Graw Hill Internasional.
- Durnev, A, dan E. H. Kim, 2002, "To Steal Or Not To Steal: Firm Attributes, Legal Environment, And Valuation", (Online), (<http://papers.ssrn.com>, diakses 16 April 2011).
- 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.
- Foster George, 1986, *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall, International Editions, Second Edition, New Jersey.
- Grace Santoso dan Shanti, 2008, “Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Corporate Governance Perception Index (CGPI) Sepuluh Besar Dan Non Sepuluh Besar”, *Jurnal Perbanas*, (Online) Vol. 11 No. 2 (Agustus), (<http://puslit2.petra.ac.id/ejournal/index.php/nas/article/shop/17214/17164>, diakses 26 Juni 2011).
- Hadi, Mahdi M 2006, “Review of Capital Market Efficiency: Some Evidence from Jordanian Market”, (Online), (<http://www.eurojournals.com/finance.htm>, diakses 30 September 2011).
<http://www.fcgi.or.id>, diakses 26 Juni 2011.
http://www.iicg.org/asset/doc/Kepmen_BUMN_2002_117_Praktek_GCG_BUMN.pdf diakses 26 Juni 2011.
- I Gde Ary W 2008, “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 16 April 2011).
- Imam Ghozali, 2006, *Analisis Multivariate Lanjutan Dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi kedua, Cetakan Pertama, Penerbit PT. BPF, Yogyakarta.
- Jogiyanto, 2009, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Ke Enam, BPF UGM, Yogyakarta.
- Johnson, Simon; P. Boone; A. Breach; dan Friedman, 2000, “Corporate Governance in Asian Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58: pp. 141-186.
- Kaihatu, ST 2006, “Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia”, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 8 No. 1 (Maret): pp 1-9.
- Klapper, Leora F. and I. Love, 2002, “Corporate Governance, Investor Protection, And Performance in Emerging Markets”, World Bank, Working Paper, (Online), (<http://paper.ssrn.com>, diakses 16 April 2011).
- Luciana Spica Almilia dan Lailul Sifa, 2006, “Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance Perception Index pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta”, *Simposium Nasional Akuntansi*, IX.
- Luciana Spica Almilia dan Dina Puspita, 2007, “Reaksi Pasar Terhadap Dividen Initiations dan Dividen Omissions pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta”, *Proceeding Seminar Nasional Manajemen SMART*.
- Mohammad Samsul, 2006, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, Erlangga, Surabaya.
- Murphy, Jhon J 1986, *Technical Analysis of the Future Market: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications*, Prentice Hall, New York.
- Pangestu Subagyo dan Djarwanto, 2005, *Statistika Induktif*. BPF UGM. Yogyakarta,
- Profil Program CGPI, (Online), (<http://www.iicg.org>, diakses 17 April 2011).
- Samontaray, DP 2010, “Impact of Corporate Governance on the Stock Prices of the Nifty 50 Broad Index Listed Companies”, (Online), (<http://www.eurojournals.com/finance.htm>, diakses 16 April 2011).
- Somoye, Russell Olukayode Christopher dan Ishola Rufus Akintoye, 2008, “Asset Pricing in an Informational Inefficient Market: How Suitable is Capital Asset Pricing Model?” (Online), (<http://www.eurojournals.com/finance>

htm, diakses 30 September 2011).
Zaenal Arifin, 2003, "Pengaruh Corporate
Governance terhadap Reaksi Harga

dan Volume Perdagangan pada Saat
Pengumuman Earnings", *Simposium
Nasional Akuntansi, IV*.