

PENGARUH PUBLIKASI CORPORATE GOVERNANCE PERCEPTION INDEX TERHADAP TINGKAT LIKUIDITAS DAN RETURN SAHAM

Oleh:
Nur Fauziah

ABSTRAK

Corporate Governance Perception Index (CGPI) adalah indeks yang dikeluarkan oleh The Indonesian Institute Corporate Governance berdasarkan hasil survey yang dilakukan terhadap tata kelola perusahaan yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang bersifat voluntary. Hasil survey merupakan peringkat bagi perusahaan-perusahaan yang disurvei dan selanjutnya hasil penilaian dipublikasikan pada masyarakat melalui majalah Swasembada.

Penelitian ini melihat apakah ada reaksi pasar yang ditunjukkan dari adanya Abnormal Return dan Trading Volume Activity terhadap publikasi yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan hasil survey.

Hasil penelitian menunjukkan tidak ada reaksi pasar yang terjadi setelah publikasi yang dilakukan terhadap pemeringkatan CGPI terhadap perusahaan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan tersebut.

Kata kunci : Corporate Governance Perception Index, Abnormal Return, Trading Volume Activity

A. LATAR BELAKANG

Menurut pendapat para ahli bahwa beberapa Negara Asia yang terkena krisis financial salah satu sumber utamanya adalah kelemahan dalam Corporate Governance. Kelemahan Corporate Governance ini menyebabkan memburuknya perekonomian di Negara-negara tersebut yang berakibat pada krisis financial pada tahun 1997 dan 1998. Sejak saat itu, permasalahan Corporate Governance menjadi semakin menarik perhatian karena menurut penelitian Johnson et. al. (2000) menunjukkan bahwa variable corporate governance yang diterapkan suatu Negara lebih mampu menjelaskan luasnya depresiasi mata uang dan menurunnya kinerja pasar modal di Negara-negara berkembang dibandingkan variable-variabel makroekonomi pada periode krisis.

Pemahaman terhadap masalah corporate governance dapat ditelusuri dari pemahaman mengenai agency theory yang mencoba menjelaskan bagaimana pihak-pihak dalam perusahaan (pemilik perusahaan, manajer dan kreditur) akan berperilaku, karena pada dasarnya pihak-pihak yang ada dalam perusahaan tersebut memiliki kepentingan yang berbeda-beda. Masalah corporate governance timbul karena terjadi pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Menurut Suad Husnan (2001) dalam Asian Development Bank (ADB) bahwa meningkatnya isu tentang corporate governance karena: (1) pemilik perusahaan dapat terbagi menjadi dua kelompok, yaitu majority shareholders (controlling) dan minority shareholders, yang mungkin saja terjadi ketidakselarasan kepentingan; (2) terjadinya masalah keagenan antara manajer dan shareholders; dan (3) dibutuhkannya suatu system yang mampu melindungi para pemegang saham dan krediturnya.

Good Corporate Governance merupakan konsep yang menekankan pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar, akurat dan tepat waktu serta kewajiban perusahaan untuk mengungkapkan (disclosure) secara akurat, tepat waktu dan transparan mengenai semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan dan stakeholder. Sejalan dengan *Letter Of Intent* (LOI) yang ditandatangani oleh pemerintah Indonesia dengan International Monetary Fund (IMF), yang mencantumkan jadwal perbaikan pengelolaan perusahaan-perusahaan di Indonesia, Komite Nasional Kebijakan Corporate Governace (KNKGC) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mempunyai tanggung jawab untuk menerapkan standar good corporate governance yang telah diterapkan di tingkat internasional (Rahardjo 2004).

Suatu organisasi yang bernama The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) pada tahun 2001 bekerjasama dengan Bursa Efek Indonesia (BEI), dahulu bernama Bursa Efek Jakarta (BEJ), dan majalah Swasembada melakukan riset atas penerapan good corporate governance pada perusahaan-perusahaan yang masuk dalam daftar LQ 45 dan terdaftar di BEI. Hasil riset dipublikasikan di majalah Swasembada berupa peringkat (daftar) 10 perusahaan yang paling terpercaya. Perusahaan yang disurvei harus memiliki kelengkapan dalam penyajian laporan keuangan, profil perusahaan, pengungkapan visi dan misi perusahaan berkaitan dengan pelaksanaan good corporate governance, analitis dan pembahasan manajemen atas kinerja perusahaan, laporan keuangan yang sesuai dengan prinsip akuntansi dan ketentuan pasar modal yang berlaku dan informasi lain yang relevan dengan kebutuhan stakeholder (Rahardjo 2004).

Prinsip good corporate governance pada dasarnya meliputi empat komponen utama yang diperlukan untuk meningkatkan profesionalisme dan kesejahteraan pemegang saham tanpa mengabaikan kepentingan stakeholders, yaitu fairness, tranparancy, accountability dan responsibility, selanjutnya oleh IICG dijabarkan ke dalam sembilan dimensi penilaian. Tiap-tiapdimensi tersebut kemudian diberi nilai sesuai dengan bobot yang dibebankan dan hasil pengamatan tim juri. Kesembilan dimensi penilaian tersebut adalah komitmen

terhadap tata kelola perusahaan; tata kelola dewan komisaris, komite-komite fungsional, dewan direksi, transparansi, perlakuan terhadap pemegang saham, peran pihak berkepentingan lainnya, integritas dan independensi.

Perusahaan yang dikelola dengan baik (*good corporate governance*) mempunyai ciri diantaranya menyampaikan informasi dengan lebih cepat, akurat dan lengkap. Suatu informasi dianggap informatif jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan (*beliefs*) para pengambil keputusan. Adanya suatu informasi yang baru akan membentuk suatu kepercayaan yang baru dikalangan para investor. Kepercayaan ini akan terlihat melalui reaksi para investor terhadap sebuah pengumuman melalui perubahan harga saham perusahaan, perubahan volume perdagangan saham dan reaksi pasar lainnya.

Peringkat yang dihasilkan oleh IICG dan dipublikasikan di majalah *Swasembada* perlu dianalisis lebih jauh, apakah perusahaan yang masuk dalam peringkat versi IICG direspon oleh pasar dan mempengaruhi tingkat likuiditas dan return saham perusahaan tersebut. Atas dasar itulah maka penulis melakukan penelitian atas perusahaan-perusahaan yang masuk dalam peringkat IICG pengaruhnya terhadap tingkat likuiditas dan return sahamnya.

B. RUMUSAN MASALAH

Masalah yang akan dianalisis dalam penelitian ini adalah: Bagaimanakah pengaruh publikasi *Corporate Governance Perception Index* terhadap tingkat likuiditas dan return saham.

C. TUJUAN PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh publikasi *Corporate Governance Perception Index* terhadap tingkat likuiditas dan return saham.

D. LANDASAN TEORI

D.1 *Corporate Governance*

Menurut *Cadbury Committee*, *corporate governance* merupakan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengelola perusahaan, kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstem lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka. Dengan kata lain, *corporate governance* merupakan suatu *system* yang mengatur dan mengendalikan perusahaan dan bertujuan untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan dalam sebuah perusahaan (*stakeholders*)

Menurut *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD), *corporate governance* mengandung empat unsur penting yaitu :

1. *Fairness* (Keadilan) : menjamin perlindungan hak-hak para pemegang saham dan menjamin terlaksananya komitmen dengan para investor.
2. *Transparency* (Transparan) : mewajibkan adanya informasi keuangan, pengelolaan perusahaan dan kepemilikan perusahaan yang terbuka, tepat waktu, jelas dan dapat diperbandingkan,
3. *Accountability* (Akuntabilitas) : menjelaskan peran dan tanggungjawab, serta mendukung usaha untuk menjamin penyeimbangan kepentingan manajemen dan pemegang saham yang diawasi oleh Dewan Komisaris.
4. *Responsibility* (Pertanggungjawaban) : memastikan dipatuhinya peraturan serta ketentuan yang berlaku sebagai cerminan dipatuhinya nilai-nilai sosial.

D.2 *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG)

IICG merupakan lembaga yang didirikan di Jakarta pada tanggal 2 Juni 2000, yang mempunyai kegiatan berbentuk kajian dan pengembangan konsep-konsep *Good Corporate Governance* sekaligus penerapannya dalam praktek bisnis. Kegiatan ini diarahkan untuk mendorong dan membangkitkan motivasi para pengelola perusahaan untuk dapat memahami manfaat dari penerapan *Good Corporate Governance* dalam dunia bisnis

IICG melakukan survey terhadap perusahaan yang melaksanakan praktek *Good Corporate Governance* dan melakukan penilaian terhadap perusahaan-perusahaan tsb. Penilaian yang dilakukan IICG terdiri dari sembilan dimensi yang ada dalam perusahaan, yaitu : komitmen terhadap tata kelola perusahaan, tata kelola dewan komisaris, komite-komite fungsional, dewan direksi, transparansi, perlakuan terhadap para pemegang saham, peran pihak berkepentingan lainnya, integritas dan independensi.

Survey yang dilakukan IICG menghasilkan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), kemudian IICG mempublikasikan hasil surveynya berupa 10 perusahaan yang memiliki tata kelola paling baik dan terpercaya di majalah bisnis Swasembada. Tujuan publikasi peringkat CGPI tersebut adalah untuk (1) sosialisasi konsep *Good Corporate Governance*, (2) pemetaan perkembangan wacana dan praktek *Good Corporate Governance*, dan (3) menjadi *benchmark* dalam implementasi *Good Corporate Governance*.

D.3 *Corporate Governance* dan Kinerja Saham

Mekanisme *corporate governance* terkait erat dengan pasar modal. Sebagaimana yang tercantum dalam Surat Edaran Bapepem, yang mewajibkan pembentukan komite audit bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Perusahaan didirikan dengan tujuan utama untuk memakmurkan para pemilik perusahaan. Di lain pihak manajer sebagai pihak yang mengelola perusahaan bertujuan untuk meningkatkan prestasi individu dan meningkatkan kompensasi yang akan diterimanya. Manajer mempunyai hak untuk mengelola

perusahaan yang berarti juga memiliki hak untuk mengelola dana investor. Investor memiliki harapan bahwa manajer akan menghasilkan *return* dari dana yang mereka investasikan. Sehingga kontrak yang baik antara manajer dan investor adalah kontrak yang mampu menjelaskan spesifikasi apa saja yang harus dilakukan manajer dalam mengelola dana investor, serta spesifikasi tentang pembagian *return* antara manajer dan investor. Kadang hal inilah yang membuat adanya konflik diantara manajer dengan pemilik.

Corporate governance merupakan sistem pertanggungjawaban resmi direksi kepada pemegang saham (Hoesada, dalam Soenarto, 2003). Dalam pertanggungjawaban yang diberikan direksi kepada para pemegang saham, *accounting quality* merupakan salah satu aspek yang harus diperhatikan. Informasi yang diberikan harus mencerminkan apa yang terjadi di perusahaan (*transparency*). Diharapkan laporan yang diberikan direksi kepada pemegang saham dapat membuat pemegang saham mengetahui bagaimana kebijakan yang dibuat perusahaan terhadap dana yang diinvestasikannya

Pelaksanaan *Good Corporate Governance* di dalam perusahaan akan meyakinkan para investor bahwa manajer sebagai pihak pengelola perusahaan akan memberikan keuntungan bagi mereka. Di samping itu pelaksanaan *Corporate Governance* yang baik akan meyakinkan para calon investor untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan.

Perusahaan yang mengadopsi praktek tata kelola yang lebih baik memiliki *performance* yang lebih baik dalam pasar dan internalnya. *Performance* yang baik dalam pasar akan dapat dilihat dari reaksi yang diberikan pasar terhadap perusahaan yang memiliki *Corporate Governance* yang lebih baik. Kinerja pasar modal antara lain dapat diukur dari harga saham dan volume perdagangan sahamnya (Bushman dan Smith, dalam Sunarto, 2003). Sehingga *Corporate Governance* yang baik diharapkan akan meningkatkan kinerja pasar modal, terutama kinerja saham.

D.4 Kandungan Informasi

Pasar modal diartikan sebagai instrumen keuangan jangka panjang, baik dalam bentuk saham maupun obligasi, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun yang diterbitkan oleh perusahaan swasta (Arifin dan Fachruddin, dalam Raharjo, 2004). Pasar modal berfungsi sebagai sarana alokasi dana yang produktif untuk memindahkan dana dari pemilik dana kepada yang membutuhkan dana. Agar aktivitas pemindahan dana dapat berjalan dengan efektif dan efisien maka pihak-pihak yang berkepentingan di pasar modal haruslah memiliki informasi yang cukup.

Arifin (2003) dalam Almilia (2006) menyatakan bahwa informasi dianggap informatif jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan para pengambil keputusan. Adanya informasi yang baru akan membentuk kepercayaan yang baru di kalangan para investor. Kepercayaan ini akan terlihat melalui reaksi para investor terhadap sebuah pengumuman melalui perubahan harga saham perusahaan, perubahan volume perdagangan saham dan reaksi pasar lainnya.

Beberapa informasi yang terdapat di pasar modal misalnya, penggabungan perusahaan (*merger*), pengambilalihan (*acquisition*), pemecahan

saham (*stock splits*), pembagian dividen saham (*stock dividend*), laporan keuangan dan juga informasi tentang *Corporate Governance Perception Index* (CGPI).

Adanya publikasi perusahaan-perusahaan yang dinilai berdasarkan prinsip *Good Corporate Governance* akan memiliki kandungan informasi jika ada respon dari para investor setelah publikasi peristiwa tersebut. Publikasi ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang diumumkan tersebut telah memiliki tata kelola perusahaan yang baik dan menjadi *benchmark* terhadap penerapan prinsip GCG di Indonesia. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* dan perubahan volume perdagangan sebagai proksi dari likuiditas saham. Jika para investor memperoleh *abnormal return* negative (*return* saham di bawah *return* pasar), maka investor menilai peristiwa publikasi ini sebagai kabar buruk (*bad news*) dan jumlah saham yang diperdagangkan tidak menunjukkan adanya perbedaan antara sebelum dan setelah publikasi. Sebaliknya, jika *abnormal return*-nya positif berarti para investor memperoleh *return* saham di atas *return* pasar, maka informasi publikasi ini dinilai sebagai kabar baik (*good news*) dan jumlah saham yang diperdagangkan menunjukkan adanya perbedaan antara sebelum dan setelah publikasi.

D.5 Abnormal Return

Abnormal return merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya (*return* realisasi) dengan *return* yang diharapkan (*return* ekspektasi). Tandellin dan Algifari (1999) menjelaskan bahwa *abnormal return* negative mengindikasikan bahwa investor memperoleh *return* saham di bawah *return* pasar, dan informasi yang didapat merupakan kabar buruk (*bad news*), sebaliknya jika *abnormal return* positif berarti investor memperoleh *return* saham di atas *return* pasar, informasi yang diperoleh merupakan kabar baik (*good news*).

Publikasi perusahaan yang dinilai berdasarkan prinsip *good corporate governance* dan masuk dalam peringkat CGPI merupakan informasi penting yang sangat baik bagi investor. Informasi ini akan menunjukkan bahwa perusahaan yang masuk dalam peringkat tersebut mempunyai tata kelola perusahaan yang baik yang mampu meningkatkan kinerja perusahaan yang bisa diproksikan dengan peningkatan harga sahamnya. Peningkatan harga saham akan mempengaruhi *return* saham perusahaan tersebut.

D.6 Liquidity (Likuiditas)

Menurut Copeland Likuiditas adalah ketidakmampuan suatu perusahaan untuk melunasi tagihan yang mempunyai jangka waktu sangat pendek. Harga dari likuiditas tersebut adalah potongan yang disebabkan oleh ketidakmampuan dalam pembayaran. Glen mendefinisikan likuiditas sebagai suatu kemampuan untuk bertransaksi dengan cepat dan tanpa mengubah harga secara substansial dan kedalaman pasar sebagai kemampuan untuk melakukan transaksi pada harga pasar sekarang.

Para akademisi mengartikan likuiditas sebagai suatu kemampuan dari pasar dalam mencapai suatu jumlah perdagangan yang tinggi tanpa efek harga yang utama, hal itu ditunjukkan dengan biaya transaksi yang rendah. Volume perdagangan menggambarkan seberapa banyak saham ditransaksikan, itulah

yang menyebabkan volume sebagai indikator yang utama dalam likuiditas. Semakin likuid suatu saham berarti berarti frekuensi transaksi semakin tinggi. Hal ini menunjukkan tingginya minat investor untuk memiliki saham.

D.7 Pengujian *Event Study*

Pengujian *event study* adalah studi yang dilakukan untuk mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman melalui harga sekuritasnya. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (Jogiyanto). Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu pengumuman yang ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuitas yang bersangkutan serta untuk menguji apakah terdapat *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham dari pengumuman tersebut. Untuk melihat adanya *abnormal return* dilakukan pengamatan di sekitar tanggal pengumuman peristiwa.

D.8 *Trading Volume Activity (TVA)*

Trading Volume Activity (TVA) adalah ukuran yang digunakan untuk melihat seberapa banyak saham yang diperdagangkan akibat adanya suatu pengumuman. Melalui TVA dapat diketahui seberapa besar minat investor untuk memiliki saham perusahaan yang bersangkutan. TVA merupakan perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham yang beredar.

E. PENELITIAN TERDAHULU

Lei, Luo (2005) meneliti tentang hubungan antara *corporate governance* dan kinerja perusahaan, serta pengaruh dari *corporate governance* terhadap *return* saham pada perusahaan-perusahaan Inggris yang termasuk dalam FTSE 350 untuk periode 1999 hingga 2003. Untuk menilai *corporate governance* dari perusahaan digunakan scorecard. Dalam penelitian ini perusahaan dibagi menjadi dua kelompok yaitu kelompok perusahaan yang termasuk 20% rating teratas sebagai *good governance portfolio* dan kelompok perusahaan yang termasuk 20% rating terbawah sebagai *bad governance portfolio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ***investor akan kehilangan uang mereka jika membeli saham perusahaan yang berada pada good governance portfolio dan menjual saham perusahaan yang berada di bad governance portfolio.***

Rahardjo, Shiddiq Nur (2004) menguji tentang reaksi pasar terhadap publikasi perusahaan yang dinilai berdasarkan prinsip *good corporate governance* pada tahun 2002. Sample yang digunakan adalah 32 perusahaan yang mengikuti survey CGPI pada tahun 2002 dan 18 perusahaan yang tidak mengikuti survey CGPI sebagai *control group* untuk mengetahui bahwa reaksi pasar yang terjadi bukan akibat dari peristiwa lain. Reaksi pasar ditunjukkan oleh perubahan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* yang dihitung dengan menggunakan *market model*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa

peristiwa publikasi perusahaan yang dinilai berdasarkan prinsip *good corporate governance* direspon secara positif oleh pasar, sedangkan perusahaan yang masuk dalam *control group* tidak menimbulkan reaksi pasar. Hasil ini menunjukkan bahwa peristiwa publikasi tersebut memiliki kandungan informasi.

Almilia, Luciana S. dan Sifa, Lailul L (2006) meneliti tentang reaksi pasar terhadap peristiwa publikasi *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode 2001 sampai dengan 2003. Sample penelitian terdiri dari 103 perusahaan yang dikelompokkan menjadi dua kelompok yaitu kelompok perusahaan sepuluh besar dan kelompok perusahaan non sepuluh besar pemeringkatan CGPI. Reaksi pasar diukur dari *abnormal return* dan volume perdagangan saham yang terjadi di sekitar peristiwa publikasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa publikasi hasil survey CGPI pada perusahaan yang masuk sepuluh besar dan non sepuluh besar direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di seputar tanggal pengumuman, tetapi 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.

F. FORMULASI HIPOTESIS

Berdasarkan penelitian terdahulu dan kajian teori di atas maka perumusan hipotesis yang diajukan adalah :

- 1 Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* berpengaruh terhadap return saham perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI.
- 2 Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* berpengaruh terhadap return saham perusahaan yang tidak masuk dalam pemeringkatan CGPI.
- 3 Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* berpengaruh terhadap likuiditas saham perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI.
- 4 Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* berpengaruh terhadap likuiditas saham perusahaan yang tidak masuk dalam pemeringkatan CGPI.

G. METODOLOGI PENELITIAN

G.1 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2001 sampai dengan 2007. Sample yang digunakan dikelompokkan menjadi dua kelompok yaitu, kelompok perusahaan yang masuk dalam daftar sepuluh besar peringkat CGPI dan kelompok perusahaan yang tidak masuk dalam daftar sepuluh besar peringkat CGPI. Yang mempunyai karakter yang sama sebagai *control group*.

G.2 Variabel dan Definisi Operasional Variabel

a. Abnormal Return

Abnormal return didefinisikan sebagai selisih antara return yang sesungguhnya (*actual return*) dengan return yang diharapkan (*expected return*). *Abnormal return* dihitung dengan formula sebagai berikut :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad \dots\dots\dots(1)$$

Dimana :

- $R_{i,t}$: tingkat *abnormal return* sekuritas i pada waktu t
- $R_{i,t}$: *actual return* sekuritas i pada waktu t
- $(R_{i,t})$: *expected return* sekuritas i pada waktu t

Actual return dapat dihitung dengan formula sebagai berikut :

$$P_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \dots\dots\dots(2)$$

Dimana :

- P_t : Harga saham hari ini
- P_{t-1} : Harga saham hari sebelumnya

Expected return dihitung dengan formula sebagai berikut :

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} \quad \dots\dots\dots(3)$$

Dimana :

- α_i : Alpha saham ke-i
- β_i : Beta saham ke-i
- $R_{m,t}$: *Market return* pada hari ke-i

b. Volume Perdagangan Saham

Volume perdagangan menggambarkan seberapa banyak saham yang ditransaksikan. Pengukuran terhadap volume perdagangan didasarkan pada jumlah saham yang beredar pada periode peristiwa. Perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan terhadap jumlah saham yang beredar pada waktu tertentu disebut sebagai *Trading Volume Activity (TVA)*. TVA digunakan untuk melihat apakah peristiwa publikasi CGPI akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan investor untuk melakukan perdagangan yang berbeda dari perdagangan normal.

TVA dapat dihitung dengan formula sebagai berikut :

$$TVA = \frac{\text{Saham perusahaan i yang diperdagangkan pada waktu t}}{\text{Saham perusahaan i yang beredar pada waktu t}} \quad \dots\dots(4)$$

G.3 Data dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa :

- a. Tanggal Publikasi CGPI tahun 2001 – 2007
- b. Harga penutupan saham harian
- c. Indeks Harga Saham Gabungan harian
- d. Jumlah perdagangan saham harian
- e. Jumlah saham yang beredar harian

Data-data tersebut diambil dari laporan hasil survey *Corporate Governance Perception Index* yang dilaksanakan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* yang dipublikasikan dalam majalah *Bisnis Swasembada* dan *Capital Market Directory (ICM)*, dan *Indonesian Securities Market Database* Pojok BEJ Fakultas Ekonomi UII.

G.4 Periode Observasi

Periode observasi dibagi menjadi :

- a. *Event Date* yang digunakan adalah tanggal publikasi hasil survey CGPI yang dimuat dalam majalah *Bisnis Swasembada*.
 - CGPI : 20 September 2001
 - CGPI : 5 November 2002
 - CGPI : 19 Februari 2004
 - CGPI : 28 April 2005
 - CGPI : 11 Desember 2006
- b. Periode peristiwa (*event window*) adalah periode saat diperkirakan pasar mulai bereaksi atas peristiwa publikasi perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI. Dalam penelitian ini *event window* ditetapkan 5 hari sebelum dan 5 hari setelah peristiwa (*event date*). Penentuan periode peristiwa selama 5 hari di seputar tanggal pengumuman dimaksudkan agar tidak terjadi bias dalam melihat pengaruh peristiwa publikasi terhadap harga dan volume perdagangan saham apabila periode peristiwa terlalu panjang atau terlalu pendek.
- c. Periode estimasi adalah periode sebelum periode peristiwa yang dipakai untuk melihat ada tidaknya *abnormal return*. Periode estimasi yang digunakan selama 30 hari sebelum periode peristiwa (*event window*).

H. PENGUJIAN HIPOTESIS

- a. **Hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut :**

Ho : Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* tidak berpengaruh terhadap return saham perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI.

H1 : Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* berpengaruh terhadap return saham perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI.

Keputusan untuk menerima atau menolak H_0 adalah sebagai berikut :

Bila $P_{value} \leq \alpha$ maka H_0 ditolak

Bila $P_{value} > \alpha$ maka H_0 diterima

b. Hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut :

H_0 : Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* tidak berpengaruh terhadap return saham perusahaan yang tidak masuk dalam pemeringkatan CGPI.

H_1 : Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* berpengaruh terhadap return saham perusahaan yang tidak masuk dalam pemeringkatan CGPI.

Keputusan untuk menerima atau menolak H_0 adalah sebagai berikut :

Bila $P_{value} \leq \alpha$ maka H_0 ditolak

Bila $P_{value} > \alpha$ maka H_0 diterima

c. Hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut :

H_0 : Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* tidak berpengaruh terhadap likuiditas saham perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI.

H_1 : Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* berpengaruh terhadap likuiditas saham perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI.

Keputusan untuk menerima atau menolak H_0 adalah sebagai berikut :

Bila $P_{value} \leq \alpha$ maka H_0 ditolak

Bila $P_{value} > \alpha$ maka H_0 diterima

d. Hipotesis keempat dirumuskan sebagai berikut :

H_0 : Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* tidak berpengaruh terhadap likuiditas saham perusahaan yang tidak masuk dalam pemeringkatan CGPI.

H_1 : Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* berpengaruh terhadap likuiditas saham perusahaan yang tidak masuk dalam pemeringkatan CGPI.

Keputusan untuk menerima atau menolak H_0 adalah sebagai berikut :

Bila $P_{value} \leq \alpha$ maka H_0 ditolak

Bila $P_{value} > \alpha$ maka H_0 diterima

I. HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

I.1. Hasil Pengujian Terhadap Hipotesis Pertama (H_1)

Hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini menyatakan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* pada saat sebelum dan setelah peristiwa publikasi bagi perusahaan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI

Pengujian terhadap hipotesis pertama ini dilakukan dengan membandingkan *mean* CAR pada saat sebelum dan estela peristiwa publikasi CGPI bagi preusan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan tersebut. Pengujian perbedaan *mean* CAR dilakukan antara sebelum ($t-5$ sampai dengan $t-1$) dan estela peristiwa publikasi CGPI ($t+1$ sampai dengan $t+5$) dengan $\alpha = 0,05$.

Hasil pengujian *paired simple t-test* dengan signifikansi dua sisi ini menghasilkan *prob-value* sebesar 0,108. Angka ini jauh lebih besari dari α yang ditetapkan. Menurut criteria validitasnya menunjukkan bahwa hasil pengujian ini tidak menolak H_0 . Sehingga dari hasil pengujian hipotesis pertama ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* pada saat sebelum dan estela peristiwa publikasi bagi preusan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI.

I.2. Hasil Pengujian Terhadap Hipotesis Kedua (H_2)

Hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini menyatakan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* antara preusan yang dipublikasikan masuk dalam pemeringkatan CGPI dengan perusahaan yang tidak termasuk dalam pemeringkatan CGPI pada periode yang sama dijadikan sebagai *control group*.

Pengujian hipotesis ini menggunakan *paired simple t-test dengan signifikansi* dua sisi dengan $\alpha = 0,05$. Pengujian yang dilakkan hadala dengan membandingkan dua rata-rata dari sampel atas perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI dengan perusahaan yang tidak masuk dalam pemeringkatan CGPI yang dijadikan sebagai *control group*. Perbandingan rata-rata dilakukan terhadap *mean* CAR yang ada estela peristiwa publikasi perusahaan yang dinilai berdasarkan prinsip good corporate governance dan masuk dalam pemeringkatan CGPI yaitu pada hari pertama ($t+1$) sampai dengan hari relima ($t+5$) estela *event date*.

Hasil pengujian terhadap *mean* CAR dari sampel atas perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI dengan perusahaan yang tidak masuk dalam pemeringkatan CGPI yang dijadikan sebagai *control group*.

Hasil dari pengujian ini mendukung hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* antara perusahaan yang tidak termasuk dalam pemeringkatan CGPI pada periode yang sama yang dijadikan sebagai *control group*.

I.2. Hasil Pengujian Terhadap Hipotesis Ketiga (H_3)

Hipotesis ketiga menyatakan terdapat perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya volue perdagangan yang signifikan pada saat sebelum dan estela peristiwa publikasi bagi perusahaan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI.

Pengujian terhadap hipotesis ini juga dilakukan dengan menggunakan *paired simple t-test* signifikansi dua sisi dengan $\alpha = 0,05$. Data yang dibandingkan dalam hipotesis ini hadala rata-rata TVA pada perusahaan-perusahaan yang dinilai berdasarkan prinsip good corporate governance dan dipublikasi masuk dalam pemeringkatan CGPI. Rata-rata TVA pada saat sebelum peristiwa publikasi yaitu pada 5 hari sebelum ($t-5$) sampai 1 hari sebelum

(t-1) *event-date* yang kemudian dibandingkan dengan rata-rata TVA estela peristiwa publikasi yaitu pada hari pertama setelah (t+1) sampai hari terakhir (t+5) periode jendela.

Hasil pengujian terhadap rata-rata TVA pada saat sebelum peristiwa publikasi yaitu pada 5 hari sebelum (t-5) sampai 1 hari sebelum (t-1) *event-date* dan rata-rata TVA estela peristiwa publikasi yaitu pada hari pertama setelah (t+1) sampai hari terakhir (t+5) periode jendela pada perusahaan-perusahaan yang dinilai berdasarkan prinsip GCG dan masuk dalam pemeringkatan CGPI. Hasil dari pengujian hipotesis ketiga ini menyatakan tidak terdapat perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya volume perdagangan yang signifikan pada saat sebelum dan setelah peristiwa publikasi bagi perusahaan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI.

I.4. Hasil Pengujian Terhadap Hipotesis Keempat (H_4)

Hipotesis terakhir menyatakan bahwa terdapat reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya perbedaan volume perdagangan antara perusahaan yang dipublikasikan masuk dalam pemeringkatan CGPI dengan perusahaan yang tidak termasuk dalam pemeringkatan CGPI pada periode yang sama yang dijadikan sebagai *control group*.

Berdasarkan kriteria validitas yang telah ditentukan, nilai *prob-value* yang lebih kecil dari nilai α menyimpulkan bahwa pengujian tersebut mendukung hipotesis yang diajukan. Setelah dilakukan pengujian terhadap data yang ada, maka hasil pengujian mendukung hipotesis keempat yang menyatakan terdapat reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya perbedaan volume perdagangan antara perusahaan yang tidak termasuk dalam pemeringkatan CGPI pada periode yang sama yang dijadikan sebagai *control group*.

J. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian seperti yang telah dipaparkan diatas, maka dapat diambil kesimpulan atas hasil penelitian hadala sebagai berikut:

1. Tidak terdapat perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan adanya *abnormal return* sebelum dan setelah peristiwa publikasi bagi perusahaan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI. Artinya tidak ada *abnormal return* yang diterima investor dari perusahaan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan atas peristiwa publikasi pemeringkatan CGPI tersebut.
2. Tidak terdapat perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan adanya *abnormal return* antara perusahaan yang dipublikasikan masuk dalam pemeringkatan CGPI dengan perusahaan yang tidak masuk dalam pemeringkatan CGPI pada periode yang sama yang dijadikan sebagai *control group*.
3. Tidak terdapat perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan adanya *volume perdagangan* sebelum dan setelah peristiwa publikasi bagi perusahaan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI. Artinya peristiwa publikasi tidak mampu mempengaruhi investor untuk

membeli saham-saham dari perusahaan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatakn.

4. Terdapat perbedaan reaksi pasar yang ditunjukkan adanya *volume perdagangan* antara perusahaan yang dipublikasikan masuk dalam pemeringkatan CGPI dengan perusahaan yang tidak masuk dalam pemeringkatan CGPI.

K. REKOMENDASI BAGI PENELITI SELANJUTNYA

Penelitian ini memiliki kekurangan dan keterbatasan dan pengambilan data, memproses sampai pada mengintepretasikannya. Kelemahan pada penelitian ini diharapkan dapat menjadi rekomendasi bagi peneliti yang akan melakukan penelitian selanjutnya.

1. Dalam penelitian ini pengambilan sample control group yang dilakukan hanya didasarkan pada sektor usaha yang sama dengan sampel perusahaan pertama, hal ini membuat hasil data menjadi tidakimbang. Pertimbangan terhadap ukuran perusahaan sampel akan sangat membantu dalam mengintepretasikan pengaruh peristiwa yang terjadi
2. Penelitian ini hanya menggunakan 2 (dua) ukuran dalam menilai reaksi pasar yang terjadi terhadap peristiwa publikasi CGPI. Penggunaan model ukuran yang lebih banyak akan sangat membantu untuk melihat kecenderungan reaksi pasar secara keseluruhan terhadap publikasi pemeringkatan CGP

REFERENSI

Almalia, Luciana S. dan Sifa, Lailul L., (2006), *Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance Perception Index Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*, Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang. www.google.co.id

Darmawati, Deni, Khomsiyah dan Rahayu, Rika Gelar, *Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan*, Jurnal The Indonesian Institute for Corporate Governance. www.iicg.org.id

Han, Ki C. (1995), *The Effects of Reverse Splits on the Liquidity of The Stock*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 30 No. 1

Husnan, Suad, (2001), *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi 3, Yogyakarta: UPP AMP YKPN

Indonesian Capital Market Directory

_____, (2001), *Indonesian Securities Market Database, ISMD 2,0*, Yogyakarta: Pusat Pengembangan Akuntansi UGM

Januarko, M. Unggul, (2004), *Bid-Ask Spread, Volume, dan Volatility Intraday Saham di Bursa Efek Jakarta: Periode Pengamatan 27 Januari 2004 Hingga 17 Februari 2004*, Skripsi (Tidak dipublikasikan), Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia

Johnson, Simon, et.al., *Corporate Governance in Asian Financial Crisis*, Journal of Financial Economics 58, page 141-186

Lei, Luo (2005), *The Determinants of Corporate Governance and the Link between Corporate Governance and Performance: Evidence from the U.K. Using a Corporate Governance Scorecard*, Dissertation S-3 School of Business National University of Singapore.

M. Jogiyanto H (2000), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 2, BPFE, Yogyakarta

Majalah Swasembada

Rogers, Pablo, et.al. *Corporate Governance, Stock Market and Economic Growth in Brazil*. www.ssm.com

Sunarto, (2003), *Corporate Governance dan Kinerja Saham*, FOKUS Ekonomi, Volume 2 dan 3, halaman 240-257