

**PERBEDAAN REAKSI PASAR TERHADAP PUBLIKASI
CORPORATE GOVERNANCE PERCEPTION INDEX
PADA PERUSAHAAN TOP 10 DAN NON TOP 10
(Berdasarkan Survey IICG)**

Azhari S dan Yenita Ernas

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Riau
Kampus Bina Widya Km 12,5 Simpang Baru, Pekanbaru 28293

ABSTRAKSI

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui reaksi pasar yang timbul dari publikasi Corporate Governance Perception Index (CGPI) sekaligus membuktikan adanya perbedaan reaksi pasar tersebut antara perusahaan Top 10 dan perusahaan Non top 10 CGPI. Pengujian ini menggunakan variable abnormal return dan volume perdagangan saham sebagai indikator penilaian reaksi pasar. Sampel penelitian ini diambil dengan menggunakan purposive sampling method. Populasi penelitian ini berjumlah 148, Selanjutnya, diperoleh 84 perusahaan sebagai sample penelitian yang terbagi atas : 26 perusahaan Top 10 dan 58 perusahaan Non top 10. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan program SPSS 13.00.

Hasil ujhipotesis menunjukkan bahwa publikasi CGPI menimbulkan reaksi pasar yang signifikan baik pada perusahaan Top 10 maupun Non top 10 yang terlihat dari adanya abnormal return dan volume perdagangan yang signifikan. Selanjutnya publikasi CGPI tidak menimbulkan perbedaan abnormal return yang signifikan pada perusahaan Top 10 maupun perusahaan Non top 10. Namun sebaliknya, publikasi CGPI menimbulkan adanya perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan antara perusahaan Top 10 dan perusahaan Non top 10.

Kata Kunci : *Corporate governance perception index, abnormal return, volume perdagangan saham, reaksi pasar.*

PENDAHULUAN

Good Corporate Governance diartikan sebagai seperangkat sistem yang dapat mengatur dan mengendalikan perusahaan agar memacu terbentuknya pola manajemen yang profesional, transparan, bersih, dan berkelanjutan, maka peningkatan nilai perusahaan yang diharapkan akan tercapai. Penerapan *Good Corporate Governance* menurut Djatmiko (2001) memberikan manfaat bagi perusahaan karena semakin dipercaya oleh investor, mitra bisnis dan kreditur, sehingga saham-saham yang dijual akan diburu oleh investor dan menyebabkan harga saham meningkat.

Wacana GCG (*Good Corporate Governance*) mulai muncul dan menjadi isu hangat yang semakin menarik perhatian yakni berawal dari reaksi para pemegang saham di Amerika Serikat pada tahun 1980-an yang terancam kepentingannya. Tindakan merger dan akuisisi di era 1980-an juga dinilai banyak merugikan para pemegang saham akibat kesalahan manajemen dalam mengambil keputusan.

Untuk menjamin dan mengamankan kepentingan pemegang saham, muncul beberapa gagasan yang diharapkan dapat menyelesaikan masalah *conflict of interest* ini. Salah satunya adalah dengan pemberdayaan komisaris sebagai salah satu wacana penegakan GCG. Dengan cepat, konsep GCG ini pun diterima kalangan bisnis maupun masyarakat luas.

Pernyataan tersebut juga didukung dari hasil survei oleh CLSA *Emerging Market* pada bulan April 2001 yang menemukan korelasi positif antara praktik GCG dan harga saham. Semakin baik penerapan praktek GCG, nilai saham pun meningkat. Hasil penelitian tersebut memperlihatkan dari 25 perusahaan peringkat teratas yang mempraktekkan GCG dengan sangat baik, nilai sahamnya naik rata-rata 267% (Djarmiko dalam majalah SWA, 2001).

Hasil survei yang dilakukan McKinsey & Co pada tahun 2000 seperti yang dikutip dalam Arifin (2003) menunjukkan bahwa investor bersedia memberi premium 27% bagi perusahaan di Indonesia yang dinilai bagus tata kelola perusahaannya. Hal ini mencerminkan kepercayaan investor terhadap konsep GCG tersebut.

Walaupun banyak yang menyadari pentingnya praktek *Good Corporate Governance* sebagaimana dijelaskan di atas, akan tetapi di Indonesia penerapan praktek *Good Corporate Governance* masih sangat rendah. Hal ini dapat dilihat dari penerapan praktek *Good Corporate Governance* lebih banyak didorong oleh faktor regulasi dan sekedar menghindari sanksi saja dibandingkan dengan menempatkan konsep *Good Corporate Governance* sebagai budaya perusahaan (YPPMI & SC, 2002 dalam Sulistyanti, 2003).

Dari hasil survey sebagaimana yang dijelaskan di atas mendasari majalah SWA dan IICG untuk melakukan survei *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) ini. Sudah saatnya perusahaan-perusahaan di Indonesia didorong untuk segera memperbaiki kualitas GCG-nya. Publikasi CGPI ini mengindikasikan adanya reaksi pasar karena memberikan suatu informasi baru bagi publik. Reaksi pasar ini akan terlihat dari nilai saham perusahaan-perusahaan yang mengikuti survey tersebut. Nilai saham tersebut dapat bergerak naik maupun turun tergantung persepsi publik terhadap informasi CGPI yang dipublikasikan.

Dengan adanya informasi hasil pemeringkatan *corporate governance* yang berupa CGPI ini, dapat diduga bahwa perusahaan yang menduduki peringkat di atas akan lebih baik dibandingkan perusahaan yang menduduki peringkat dibawah. Sehingga memungkinkan adanya perbedaan reaksi pasar diantara perusahaan yang masuk Top 10 dan Non-top 10 CGPI karena secara teori, suatu informasi dianggap informatif jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan (*beliefs*) para pengambil keputusan (Arifin, 2003).

Penelitian mengenai *Corporate Governance* di Indonesia beberapa diantaranya mengindikasikan hasil yang berbeda-beda. Seperti yang dilakukan Sulistyanti (2003) yang menemukan penerapan GCG oleh perusahaan dapat mempengaruhi respon pasar dengan indikator *Annual Report Award* (ARA). Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa lima hari setelah publikasi pemberian ARA pasar merespon positif publikasi tersebut secara signifikan.

Darmawati, dkk (2004) meneliti hubungan *Corporate Governance* dengan kinerja perusahaan (kinerja pasar dan kinerja operasional). Hasil penelitiannya menemukan bahwa variable *Corporate Governance* tidak mempengaruhi kinerja pasar perusahaan tetapi mempengaruhi kinerja operasional.

Penelitian mengenai *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) dilakukan oleh Arifin (2003) 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. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengumuman *earnings* yang dilakukan oleh perusahaan yang bagus *Corporate Governance*-nya secara signifikan menurunkan divergensi ekspektasi investor. Hal ini ditunjukkan dengan volume perdagangan yang lebih kecil secara signifikan

dibandingkan dengan perusahaan yang kurang bagus *Corporate Governance*-nya.

Almilia (2006) tidak menemukan adanya perbedaan reaksi pasar antara perusahaan yang masuk Top-10 dan Non-top 10. Hal ini terlihat dari tidak terdapat perbedaan *abnormal return* maupun volume perdagangan antara kedua kategori perusahaan tersebut.

Secara teori, publikasi CGPI dapat memberikan informasi baru yang dianggap penting. Informasi tersebut tentunya akan menimbulkan suatu reaksi dari publik (Arifin, 2003). Untuk mengetahui reaksi pasar tersebut, peneliti menggunakan variabel independen *abnormal return* dan volume perdagangan saham sebagai instrumen dalam melihat reaksi pasar modal terhadap informasi dari publikasi CGPI ini.

Reaksi pasar diukur menggunakan *abnormal return* dan volume perdagangan saham. Dalam hal ini, pasar dikatakan bereaksi jika informasi yang dipublikasikan menimbulkan adanya *abnormal return* baik positif maupun negatif di pasar. Sebaliknya, jika tidak ditemukan adanya *abnormal return* maka hal tersebut mengindikasikan pasar tidak bereaksi terhadap *event* tersebut.

Begitu juga dengan volume perdagangan saham. Pasar dikatakan bereaksi terhadap suatu kandungan informasi dari suatu publikasi (*event*) ditandai dengan adanya volume perdagangan saham yang bergerak naik maupun turun sesuai tanggapan pasar terhadap *event* tersebut. Jika pasar menganggap informasi tersebut sebagai *good news*, maka volume perdagangan saham akan meningkat. Sebaliknya, jika pasar menganggap informasi tersebut sebagai *bad news*, maka volume perdagangan saham pun cenderung akan menurun (Jogiyanto, 2003).

Sebagai pengukur respon pasar atas suatu *event*, *return* saham dan volume perdagangan saham memang tidak selalu sejalan. Bamber dan Cheon (1995) menemukan bahwa hanya sekitar 52% *event* dimana reaksi *return* (harga) sama dengan reaksi volume perdagangan, sekitar 25% agak berbeda reaksinya, sedangkan 30% reaksinya justru berlawanan. Ini terjadi karena harga merupakan gambaran rata-rata dari reaksi pasar sedangkan volume menggambarkan total reaksi pasar atas suatu *event* (Arifin, 2003).

HIPOTESIS PENELITIAN

Maka berdasar uraian di atas, hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

- H1 : Terdapat reaksi pasar yang signifikan dari publikasi *Corporate Governance Perception Index* pada perusahaan Top 10 dan Non top 10 CGPI di sekitar periode *event window*
- H1a : Terdapat *abnormal return* yang signifikan dari publikasi CGPI pada perusahaan Top 10 CGPI di sekitar periode *event window*
- H1b : Terdapat *abnormal return* yang signifikan dari publikasi CGPI pada perusahaan Non top 10 CGPI di sekitar periode *event window*
- H1c : Terdapat volume perdagangan saham yang signifikan dari publikasi CGPI pada perusahaan Top 10 CGPI di sekitar periode *event window*
- H1d : Terdapat volume perdagangan saham yang signifikan dari publikasi CGPI pada perusahaan Non top 10 CGPI di sekitar periode *event window*
- H2 : Terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan pada saat publikasi (t_0) CGPI antara perusahaan yang masuk Top 10 dan Non top 10 CGPI
- H2a : Terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada saat publikasi (t_0) CGPI antara perusahaan yang masuk Top 10 dan Non top 10 CGPI.
- H2b : Terdapat perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan pada saat publikasi (t_0) CGPI antara perusahaan yang masuk Top 10 dan Non top 10 CGPI.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini mengambil populasi berupa perusahaan yang terdaftar dan mengikuti survei CGPI yang dilaksanakan oleh IICG selama 5 tahun (2001-2005). Dalam hal ini terdapat 148 perusahaan yang bersedia mengikuti survei selama periode tersebut. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria yang sudah ditentukan maka perusahaan yang terpilih menjadi sampel hanya berjumlah 84 perusahaan. Dari klasifikasi tersebut didapat bahwa dari tahun 2001-2005 yang masuk kategori Top 10 ada 26 perusahaan dan Non-top 10 ada 58 perusahaan.

Periode pengamatan dalam penelitian ini diambil selama 11 hari di sekitar tanggal pengumuman, yaitu 5 hari sebelum ($t-5$), pada saat ($t=0$) dan 5 hari setelah publikasi ($t+5$) CGPI.

Penentuan periode penelitian ini untuk menghindari adanya *compounding effect* (seperti pembagian dividen, saham bonus, dan *stock split* ataupun informasi lain) yang dapat menyebabkan *abnormal return* dan volume perdagangan saham perusahaan yang bersangkutan akan mengalami perubahan.

Variabel Penelitian dan Pengukurannya

1. Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah publikasi CGPI (*Corporate Governance Perception Index*). CGPI merupakan pemeringkatan *corporate governance* yang terdapat dalam majalah SWA. Peneliti mengelompokkan perusahaan menjadi dua kategori, yaitu : perusahaan yang masuk kategori Top 10 dan Non Top 10.

2. Variabel Dependen

Dalam penelitian ini variabel dependen yang diteliti adalah reaksi pasar yang dapat dilihat dari dua variabel berikut :

a. *Abnormal return*

Abnormal return digunakan untuk melihat harga saham pada *event window* untuk masing-masing hari di sekitar tanggal peristiwa.

b. *Volume Perdagangan saham*

Volume perdagangan saham diukur berdasarkan volume perdagangan saham harian dengan menggunakan *Trading Volume Activity* (TVA) selama *event window* yaitu $t-5$ sampai dengan $t+5$.

Melakukan uji hipotesis.

Hipotesis induk H1 yang terdiri dari hipotesis anak yakni H1a, H1b, H1c, dan H1d diuji dengan menggunakan alat uji *one sample t-test*. Kemudian hipotesis induk H2 yang terdiri atas hipotesis anak H2a dan H2b diuji dengan *Independent Sample t-Tes.t*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Pengujian H1

Pengujian terhadap hipotesis 1 bertujuan untuk mengetahui adanya reaksi pasar yang signifikan dari

publikasi *Corporate Governance Perception Index* pada perusahaan Top 10 dan Non top 10 CGPI di sekitar periode *event window*. Reaksi pasar diukur dengan menggunakan indikator *abnormal return* dan volume perdagangan saham.

a. Pengujian H1a

Pengujian H1a ini dimaksudkan untuk mengetahui adanya *abnormal return* yang signifikan dari publikasi CGPI pada perusahaan Top 10 di sekitar periode *event window*. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 1 lampiran 1.

Dari tabel tersebut, terlihat bahwa selama *event window* 11 hari, terjadi fluktuasi *abnormal return* yang cukup beragam. *Abnormal return* yang positif terjadi selama 6 hari (55%) yakni untuk periode t-4, t-2, t-1, t+2, t+4, t+5. Sedangkan untuk 5 hari selebihnya (45%) yakni pada periode t-5, t-3, t0, t+1, t+3 terjadi *abnormal return* yang negatif.

Selanjutnya publikasi CGPI berpengaruh secara signifikan terhadap AAR pada t-5 dan t+2. Sedangkan pada hari-hari lainnya selama *event window* publikasi CGPI tidak berpengaruh terhadap AAR. Hal ini dapat terlihat dari nilai probabilitas yang lebih besar dari 0.05. Hal ini berarti, publikasi CGPI ini dianggap memiliki kandungan informasi pada t-5 dan t+2 sehingga direaksi oleh pasar yang terlihat dari nilai probabilitas sebesar 0.049 dan 0.000. Jadi, selama *event window* 11 hari tersebut, pasar menunjukkan adanya reaksi yang signifikan menanggapi publikasi CGPI di hari kelima sebelum publikasi dan hari kedua setelah publikasi.

Dari hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa H1a diterima sehingga terbukti bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan terhadap publikasi CGPI pada perusahaan Top 10 di sekitar periode *event window*.

b. Pengujian H1b

Pengujian H1b dimaksudkan untuk mengetahui adanya *abnormal return* yang signifikan dari publikasi CGPI pada perusahaan Non top 10 CGPI di sekitar periode *event window*. *Abnormal return* yang terjadi selama *event window* pada perusahaan Non top 10 dapat dilihat pada tabel 2 lampiran 1.

Dari tabel tersebut diperoleh bahwa terjadi *abnormal return* yang positif pada periode t-3, t-1, t0, t+1, t+2, t+4. Sedangkan pasar merespon negatif terhadap publikasi CGPI pada hari t-5,t-4,t-2,t+3, dan t+5.

Selanjutnya dari uji t yang dilakukan, diperoleh hasil bahwa selama *event window* 11 hari tersebut, terdapat AAR yang signifikan pada t+3 dan t+4 yakni dengan nilai masing-masing 0.024 dan 0.048. Hal ini berarti, publikasi CGPI dianggap memiliki kandungan informasi sehingga menyebabkan pasar bereaksi secara signifikan pada hari t+3 dan t+4. Sedangkan hari-hari lainnya di *event window* tidak menunjukkan adanya AAR yang signifikan. Hal tersebut terlihat dari nilai probabilitas yang lebih besar dari 0.05.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H1b juga dapat dibuktikan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan terhadap publikasi CGPI pada perusahaan Non top 10 CGPI di sekitar *event window* yakni pada hari ketiga dan keempat setelah publikasi..

c. Pengujian H1c

Selanjutnya, dilakukan pengujian H1c untuk mengetahui adanya volume perdagangan saham yang

signifikan dari publikasi CGPI pada perusahaan Top 10 CGPI di sekitar *event window*. Hasil *one sample t-test* terhadap *Trading Volume Activity* (TVA) pada perusahaan Top 10 dapat dilihat pada tabel 3 lampiran 2.

Seperti yang ditunjukkan pada tabel tersebut, volume perdagangan saham perusahaan Non top 10 CGPI juga menunjukkan hasil yang signifikan pada 11 hari *event window*. Hal ini terbukti dari probabilitas TVA yang nilainya tidak melebihi tingkat signifikansi 0.05. Sehingga dapat dikatakan H1d diterima yakni terdapat volume perdagangan saham yang signifikan terhadap publikasi CGPI pada perusahaan Non top 10 CGPI di sekitar periode *event window*.

Dari hasil-hasil pengujian terhadap H1a, H1b, H1c, dan H1d di atas dapat disimpulkan bahwa publikasi CGPI ini menimbulkan reaksi pasar yang signifikan di sekitar periode *event window* baik pada perusahaan Top 10 maupun perusahaan Non top 10. Hal ini terbukti dari pengujian pada masing-masing indikator yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar yakni *abnormal return* dan volume perdagangan saham yang keduanya menunjukkan hasil yang signifikan.

Dengan diterimanya H1a dan H1b, menunjukkan bahwa publikasi CGPI ini menimbulkan reaksi pasar signifikan yang dibuktikan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan baik untuk perusahaan Top 10 maupun Non top 10 CGPI. Hasil uji ini sesuai dengan hasil penelitian Almilia (2006) yang menemukan adanya *abnormal return* yang signifikan baik pada perusahaan Top 10 maupun Non top 10 terhadap publikasi CGPI.

Begitu juga dengan hasil uji t terhadap volume perdagangan saham. H1c dan H1d diterima sehingga jelaslah bahwa dengan menggunakan indikator TVA juga menunjukkan bahwa publikasi CGPI menimbulkan reaksi pasar yang signifikan bagi perusahaan Top 10 dan perusahaan Non top 10 CGPI.

Hal ini juga tidak jauh berbeda dengan penelitian Almilia (2006) yang juga menemukan hasil yang sama bahwa publikasi CGPI direaksi oleh pasar yang terlihat dari adanya volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal publikasi.

Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa H1 diterima yakni terdapat reaksi pasar yang signifikan terhadap publikasi CGPI pada perusahaan Top 10 dan Non top 10 di sekitar periode *event window*.

Dengan melihat hasil di atas terlihat bahwa reaksi pasar terhadap publikasi CGPI ini menunjukkan gambaran yang berbeda tergantung indikator yang digunakan. Hal ini berdasarkan hasil uji yang diperoleh bahwa jika indikator yang digunakan adalah *abnormal return*, publikasi CGPI menimbulkan reaksi pasar yang signifikan hanya dalam rentang waktu yang singkat yakni hanya berkisar 2 hari saja di sekitar *event window*. Berbeda dengan hal tersebut, publikasi CGPI malah direaksi oleh pasar secara signifikan selama periode *event window* 11 hari melalui pengujian terhadap indikator volume perdagangan saham.

Kesimpulan tersebut sesuai dengan yang dinyatakan Arifin (2003) bahwa sebagai pengukur respon pasar atas suatu *event*, *abnormal return* dan volume perdagangan saham memang tidak selalu sejalan. Ini terjadi karena harga merupakan gambaran rata-rata dari reaksi pasar sedangkan volume menggambarkan total reaksi pasar atas suatu *event*.

2. Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis 2 adalah untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan

pada saat publikasi (t0) CGPI antara perusahaan Top 10 dan Non top 10. Perbedaan reaksi pasar ini dapat dilihat dari perbedaan *abnormal return* dan juga volume perdagangan saham.

Pengujian H2a

Pengujian terhadap H2a dilakukan untuk mengetahui adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada saat publikasi CGPI (t0) antara perusahaan Top 10 dan Non top 10 CGPI. Berikut adalah hasil pengujian terhadap H2a menggunakan *Independent sample t-test* :

Tabel IV.6 : Hasil *independent sample t-test* terhadap *Abnormal Return* Antara Perusahaan Top 10 Dan Non Top 10 CGPI Pada Saat Publikasi (t0)

| Keterangan | Top 10 CGPI | Non top 10 CGPI | Sig. (2-tailed) |
|------------|-------------|-----------------|-----------------|
| AAR | -0.001634 | 0.015365 | 0.128 |

Dari hasil pengujian terhadap *abnormal return* untuk perusahaan yang masuk Top 10 dan Non top CGPI pada hari saat publikasi (t0) diperoleh nilai probabilitas sebesar 0.128 yang lebih tinggi dari tingkat signifikansi 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H0 diterima dan H2a ditolak, artinya bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada saat hari publikasi CGPI antara perusahaan yang masuk Top 10 dan Non top 10 CGPI.

Hasil ini konsisten dengan penelitian Almilia (2006) yang juga tidak menemukan adanya perbedaan *abnormal return* antara perusahaan Top 10 dan Non top 10 CGPI pada hari saat publikasi (t0).

a. Pengujian H2b

Pengujian H2b dilakukan untuk mengetahui adanya perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan pada saat hari publikasi (t0) CGPI antara perusahaan Top 10 dan Non top 10 CGPI. Tidak jauh berbeda dengan pengujian terhadap *abnormal return*, pengujian H2b ini juga menggunakan uji statistik parametrik *independent sample t-test*. Hal tersebut juga berdasarkan hasil uji normalitas data yang menyimpulkan bahwa data volume perdagangan saham terdistribusi dengan normal.

Berikut adalah hasil pengujian H2b dengan menggunakan *Independent sample t-test* :

Tabel IV.7 : Hasil *independent sample t-test* terhadap TVA Antara Perusahaan Top 10 Dan Non Top 10 CGPI Pada Saat Publikasi (t0)

| Keterangan | Top 10 CGPI | Non top 10 CGPI | Sig. (2-tailed) |
|---------------|-------------|-----------------|-----------------|
| Rata-rata TVA | 0.001543 | 0.006606 | 0.019 |

Dari hasil pengujian terhadap volume perdagangan saham untuk perusahaan Top 10 dan Non top 10 CGPI pada saat pengumuman diperoleh nilai probabilitas sebesar 0.019 yang lebih rendah dari tingkat signifikansi 5%. Sehingga dapat disimpulkan H2b diterima. Ini berarti bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan pada saat hari publikasi CGPI antara perusahaan Top 10 dan Non top 10 CGPI.

Perbedaan volume perdagangan saham tersebut tidak terlepas dari informasi yang terdapat dari

publikasi CGPI tersebut. Jika publikasi CGPI tersebut dianggap memberikan kandungan informasi yang penting bagi publik, maka akan menimbulkan reaksi yang salah satunya dapat dilihat dari pergerakan volume perdagangan saham.

Pada pengujian sebelumnya sudah diketahui bahwa publikasi CGPI ini direaksi oleh pasar baik pada perusahaan Top 10 maupun Non top 10 dengan menggunakan indikator volume perdagangan saham. Namun, reaksi yang terjadi berbeda bagi kedua kategori perusahaan tersebut. Seperti yang telah dibuktikan melalui pengujian terhadap H2b dimana terbukti bahwa terdapat perbedaan reaksi yang signifikan antara perusahaan Top 10 dan Non top 10. Hal itu terjadi karena dengan adanya informasi dari publikasi CGPI ini dapat mengubah kepercayaan investor dalam pembuatan keputusan investasinya.

Dari hasil penelitian kali ini diketahui bahwa perusahaan yang termasuk Top 10 CGPI, volume perdagangan saham nya lebih kecil yakni 0.001401 dari perusahaan yang termasuk Non top 10 CGPI yang volume perdagangan sahamnya 0.006606. Dengan demikian, bagi perusahaan Top 10 atau dengan kata lain perusahaan yang dinilai bagus *Corporate Governance*-nya, publikasi CGPI ini secara signifikan menurunkan divergensi ekspektasi investor.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Almilia (2006) yang tidak menemukan adanya perbedaan volume perdagangan saham antara perusahaan Top 10 dan Non top 10 pada saat pengumuman CGPI.

Namun tidak halnya jika dibandingkan dengan penelitian Arifin (2003). Penelitian kali ini justru memperkuat hasil penelitian beliau yang menyimpulkan bahwa pengumuman *earnings* bagi perusahaan yang bagus *Corporate Governance*-nya secara signifikan menurunkan ekspektasi investor yang terlihat dari volume perdagangan saham yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang kurang bagus *Corporate Governance*-nya.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji reaksi pasar yang terjadi terhadap publikasi *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) bekerja sama dengan majalah SWA dengan melihat ada tidaknya perbedaan *abnormal return* dan volume perdagangan saham yang signifikan antara perusahaan yang termasuk Top 10 dan perusahaan Non top 10 CGPI selama *event window* yaitu 5 hari sebelum publikasi, 1 hari pada saat publikasi (pengumuman), dan 5 hari setelah publikasi CGPI.

Berdasarkan hasil yang didapat dari pengujian statistik yang dilakukan maka dapat disimpulkan :

1. Dari pengujian yang dilakukan ditemukan bahwa publikasi CGPI menimbulkan *abnormal return* dan volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar periode *event window* baik pada perusahaan Top 10 maupun Non top 10. Hasil ini tidak berbeda dengan penelitian sebelumnya oleh Almilia (2006) yang juga menemukan adanya *abnormal return* dan volume perdagangan saham yang signifikan pada perusahaan Top 10 dan Non top 10 dari publikasi CGPI ini.
2. Dari pengujian yang dilakukan menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan tetapi terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan yang terlihat dari volume perdagangan saham pada saat publikasi (t_0) CGPI antara perusahaan Top 10 dan Non top 10. Hasil ini berbeda dengan penelitian Almilia (2006) dimana dari penelitian tersebut tidak terdapat perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan pada saat hari publikasi CGPI antara perusahaan Top 10 dan Non top 10 CGPI.

Saran :

1. Penelitian selanjutnya dapat dikembangkan dengan menggunakan periode pengamatan yang terdiri dari periode pendek (*event window* 11 hari) dan periode panjang untuk melihat kinerja perusahaan dalam jangka panjang berkenaan dengan publikasi CGPI
2. Untuk penelitian mengenai reaksi pasar terhadap publikasi CGPI ini disarankan agar menggunakan 7 kriteria yang digunakan IICG sebagai indikator / pengukur untuk menilai CGPI ini sehingga diharapkan hasil yang diperoleh lebih bermanfaat.

DAFTAR PUSTAKA

- Algipari. 2003. *Statistik Induktif untuk Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta : UPP AMP YKPN.
- Alijoyo, F.A. 2003. *Trilogy of Governance*, (online), <http://www.fcgi.or.id>
- Almilia, L.S. 2006. *Reaksi Pasar Publikasi Corporate Perception Index Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEJ*. Makalah Disajikan pada Simposium Nasional Akuntansi XI, Padang, 23-26 Agustus.
- Anoraga, Pandji. 2003. *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta : Rineka Cipta.
- Arifin, Zainal. 2003. *Pengaruh Corporate Governance terhadap Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Pada Saat Pengumuman Earnings*. Makalah Disajikan pada Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya, 16-17 Oktober.
- Boediono, Gideon. 2005. *Kualitas Laba : Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba dengan Menggunakan Analisis Lajur*. Makalah Disajikan pada Simposium Nasional Akuntansi VIII, Solo, 15-16 September.
- Chandra, Aditiawan. 2003. *Prinsip-Prinsip dalam Merancang Kebijakan Good Corporate Governance dalam Suatu Organisasi*. Majalah Usahawan. No.09, TH XXXII September.
- Darmawati, Deni dkk. 2004. *Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan*. Makalah Disajikan pada Simposium Nasional Akuntansi VII, Bali, 2-3 Desember.
- Djarmiko, H.E. 2001. *Saatnya Menjadi Perusahaan Terpercaya*. SWA/19/XVII/20 September-3 Oktober, 1-3.
- Endri. 2006. *Best Practice Good Corporate Governance dalam Meningkatkan Sinergi dan Kinerja Stakeholders*, (Online), <http://www.bunghatta.info/content.php?article.134>
- Herwidayatmo. 2000. *"Implementasi Good Corporate Governance untuk Perusahaan Publik Indonesia"*. Majalah Usahawan, No. 10, Th.XXIX, Oktober.
- Indriantoro, Nur. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: BPFE
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : Universitas Gajah Mada.
- Kurnia, Pipin. 2006. *Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Stock Split : Studi Empiris Perusahaan yang Terdaftar di BEJ*. Skripsi tidak diterbitkan. Pekanbaru : Fakultas Ekonomi Universitas Riau.
- Lako, Andreas. 2006. *Relevansi Informasi Akuntansi Untuk pasar Saham Indonesia : Teori dan Bukti Empiris*. Yogyakarta : Amara Books
- Luciana. 2006. *Analisis Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Setelah Publikasi Laporan Keuangan di BEJ*. Skripsi tidak diterbitkan. Pekanbaru : Fakultas Ekonomi Universitas Riau.
- Pambudi, T.S. 2001. *Barisan Perusahaan Terpercaya*. SWA/19/XVII/20 September-3 Oktober. 4-6.
- Pradana, Aria. 2006. *Pengaruh Keterlambatan Penyampaian Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan Sektor Keuangan terhadap Return Saham Emiten Sektor Keuangan yang Go Public di BEJ*. Skripsi (online). Malang : Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.
- Pramesti, Getut. 2006. *Panduan Lengkap SPSS 13.0 dalam Mengolah Data Statistik*. Jakarta : PT Gramedia
- Puspitaningsih, Andri. 2006. *Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Stock Split yang Ditunjukkan oleh Abnormal Return dan Trading Volume Activity*. Skripsi (online). Malang :

Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.

- Sudarmadi. *Tak Rumit Menerapkan Good Corporate Governance*. SWA No.04, TH XX, 19 Februari – 3 Maret 2004
- Sudrajat, M. 1985. *Statistik Non Parametrik*. Bandung : Armico.
- Sulistiyanti, Sri. *Good Corporate Governance : Berhasilkah diterapkan di Indonesia?* Jurnal Widya Warta, No.2, TH XXVI, Juli 2003.
- Sulistiyanti, Sri. *Good Corporate Governance : Bisakah Meningkatkan Kepercayaan Masyarakat?*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Vol.4, No.1, Januari 2003.
- Sutarmiyani. 2006. *Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Perubahan harga Saham (Return) : Studi Empiris Perusahaan yang Terdaftar di BEJ*. Skripsi tidak diterbitkan. Pekanbaru : Fakultas Ekonomi Universitas Riau.
- Tanjung, B.N. 2003. *Pedoman Penulisan Karya Ilmiah (Proposal, Skripsi, dan Tesis)*. Jakarta : Kencana.
- Wijaya, Chandra. 2005. *Riset Keuangan : Pengujian-Pengujian Empiris*. Jakarta : Gramedia Pustaka Utama.