

Studi Beda Reaksi Pasar atas Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* antara Perusahaan “Sepuluh Besar” dan ”Non Sepuluh Besar” yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2011

Melissa Aristya Tedjakusuma

Jurusan Akuntansi Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya
melissa_at_the@yahoo.co.id

Abstrak – Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) direaksi pasar dengan adanya *abnormal return* dan peningkatan *trading volume activity* signifikan di sekitar tanggal pengumuman, serta apakah terdapat perbedaan signifikan reaksi pasar antara perusahaan yang penerapan *corporate governance*-nya lebih baik (kelompok “Sepuluh Besar”) dan kurang baik (kelompok “Non Sepuluh Besar”). Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang memperoleh peringkat CGPI tahun 2007-2011, terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dan tidak melakukan *corporate action* selama periode jendela, yaitu sebanyak 70 perusahaan dengan rincian 39 perusahaan “Sepuluh Besar” dan 31 perusahaan “Non Sepuluh Besar”. Untuk menguji adanya reaksi pasar digunakan *one sample t-test* dan *one sample sign test*, sedangkan untuk menguji perbedaan reaksi pasar digunakan *independent samples t-test* dan *Mann-Whitney test*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengumuman CGPI tidak direspon secara agregat oleh pasar dengan tidak adanya *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman, tetapi direspon secara individual oleh investor dengan adanya peningkatan *trading volume activity* signifikan. Antara kelompok ”Sepuluh Besar” dan “Non Sepuluh Besar” tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* dan *trading volume activity* di sekitar tanggal pengumuman CGPI, yang menunjukkan bahwa pasar masih belum menganggap CGPI sebagai informasi yang penting dalam keputusan berinvestasi.

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

Abstract – *This research examines market reaction reflected from significant abnormal return and increase of trading volume activity around the date of Corporate Governance Perception Index (CGPI) announcement, also examines significant market reaction differences between better corporate governance companies (big ten companies) and non big ten companies. The sample of this research is 70 companies which received 2007-2011 CGPI rating, listed in Indonesia Stock Exchange, and do not exercise any corporate action during event window, consist of 39 big ten companies and 31 non big ten companies. Data were analyzed using one sample t-test and one sample sign test to test market reaction to CGPI announcement, independent samples t-test and Mann-Whitney test to test market reaction differences between big ten and non big ten companies. The results show that there is no significant abnormal return around the date of announcement, implies that CGPI announcement is not responded by aggregate market, but responded by individual investor with significant increase of trading volume activity. Abnormal return and trading volume activity around*

the date of CGPI announcement between big ten and non big ten companies is not significantly different, implies that CGPI announcement still not considered as an important information in decision making of investment.

Keywords: *Corporate Governance Perception Index, Abnormal Return, Trading Volume Activity*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Krisis finansial di Asia Timur dan Asia Tenggara tahun 1997, ha ncurnya Enron dan WorldCom, serta krisis *subprime mortgage* di Amerika Serikat yang menyebabkan kerugian luar biasa pada perusahaan besar seperti Merrill Lynch, Lehman Brothers, dan Citicorp, mengingatkan akan pentingnya penerapan *Good Corporate Governance* (Joko Sugiarsono, jurnalis senior Majalah SWA, Januari 2008). *Good Corporate Governance* (GCG) merupakan landasan yang kokoh untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan membangun bisnis yang berkelanjutan (Harmanto Edy Djatmiko, pimpinan Divisi Penerbitan SWA, 2010). Pada tahun 2005, Bank Mandiri bermasalah dengan *Non Performing Loan* (NPL) dan keuntungannya menurun sebesar 80%. Setelah menerapkan GCG, pada tahun 2007 Bank Mandiri mencapai predikat “Sangat Terpercaya” dalam *Corporate Governance Perception Index* serta peningkatan keuntungan sebesar 200% dari Rp 1,1 triliun menjadi Rp 3,1 triliun dan harga saham dari Rp 1.600/lembar pada tahun 2005 menjadi Rp 3.500/lembar (Majalah SWA Januari 2008).

Menurut survei McKinsey & Co (Coombes dan Watson, 2000 dan Luhukay, 2002) pada lebih dari 200 investor global dengan akumulasi aset lebih dari US\$ 3,25 miliar di Asia, Eropa dan Amerika Serikat, serta Amerika Latin, informasi *corporate governance* sama pentingnya bahkan lebih penting dari informasi laporan keuangan. Investor bersedia memberi premium kepada perusahaan yang menerapkan *corporate governance* dengan baik, yang besarnya berbeda antar negara. Untuk negara Asia berkisar antara 20-27% dan Indonesia tertinggi, yaitu 27%. Jadi, jika suatu perusahaan di Indonesia menerapkan *corporate governance* dengan baik di lingkungan Indonesia yang secara umum masih kurang baik penerapan *corporate governance*-nya, perusahaan tersebut akan memperoleh premium yang lebih tinggi dari investor.

Penilaian penerapan GCG pada perusahaan di Indonesia dilakukan melalui program *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). Karena perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI merupakan perusahaan yang telah menerapkan *corporate governance* dengan baik, kemungkinan saham perusahaan yang masuk CGPI akan direaksi oleh pasar. Dengan adanya pemeringkatan CGPI, dapat diduga bahwa perusahaan yang mendapat peringkat atas lebih baik penerapan *corporate governance*-nya daripada perusahaan peringkat bawah sehingga memungkinkan adanya perbedaan reaksi pasar (Almilia dan Sifa, 2006).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah informasi CGPI mendapatkan reaksi pasar yang diproksikan dengan *abnormal return* dan peningkatan *trading volume activity* di sekitar tanggal pengumuman CGPI. Selain itu juga menguji apakah perusahaan yang *corporate governance*-nya lebih baik (kelompok “Sepuluh Besar”) memiliki perbedaan reaksi pasar dengan perusahaan yang *corporate governance*-nya yang kurang baik (kelompok “Non Sepuluh Besar”).

Kajian Teori dan Pengembangan Hipotesis

Corporate Governance dan Corporate Governance Perception Index (CGPI)

Corporate governance adalah suatu mekanisme yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar tercapai tujuan bersama (*The Indonesian Institute for Corporate Governance*, 2009; *Organization for Economic and Development*, 1999 dalam Syakhroza, 2003). Sementara itu, *Good Corporate Governance* (GCG) merupakan sistem yang memberikan nilai tambah kepada semua *stakeholder* dalam jangka panjang dengan menekankan pentingnya penyediaan informasi (*The Indonesian Institute for Corporate Governance*, 2009; Daniri, 2000 dan Ruru, 2000 dalam Sulistyanto dan Warastuti, 2004). Suatu perusahaan dikatakan melaksanakan GCG apabila telah menerapkan prinsip *Transparency*, *Accountability*, *Responsibility*, *Independency*, dan *Fairness* (Komite Nasional Kebijakan *Governance*, 2006).

Corporate Governance Perception Index (CGPI) merupakan program riset dan pemeringkatan penerapan GCG yang diselenggarakan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) dan Majalah SWA pada perusahaan publik, Badan Usaha Milik Negara (BUMN), Badan Usaha Milik Daerah

(BUMD), Lembaga Keuangan Perbankan dan non-Perbankan, Lembaga Keuangan Syariah, dan Perusahaan Swasta di Indonesia secara tahunan sejak tahun 2001 (www.iicg.org). CGPI bertujuan untuk memicu perusahaan dalam meningkatkan kualitas penerapan GCG. Keikutsertaan CGPI bersifat sukarela dan melibatkan partisipasi aktif perusahaan dan seluruh *stakeholder*-nya.

Corporate Governance dan Reaksi Pasar

Suatu pengumuman dianggap informatif jika dapat mengubah kepercayaan pengambil keputusan (Wuryani, 2007). Pengumuman CGPI diduga memiliki kandungan informasi yang mempengaruhi reaksi pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham perusahaan yang masuk pemeringkatan CGPI yang diukur dengan *abnormal return*. Perubahan harga saham merefleksikan perubahan kepercayaan rata-rata pasar secara agregat (Beaver, 1968 dalam Bandi dan Hartono, 2000; Kim dan Verrecchia, 1991; Bamber dan Cheon, 1995). Jadi, *abnormal return* digunakan untuk melihat reaksi pasar secara keseluruhan terhadap informasi CGPI sebagai keputusan perdagangan saham.

Almilia dan Sifa (2006) menguji reaksi pasar terhadap publikasi CGPI 2001-2003 dengan membagi perusahaan menjadi kelompok sepuluh besar dan kelompok non s epuluh besar. Dari penelitian tersebut diperoleh bukti bahwa pengumuman CGPI pada kedua kelompok tersebut sama-sama direaksi pasar dengan adanya *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Wirajaya (2011) yang menguji CGPI tahun 2006-2008 menemukan hasil yang sejalan dengan Almilia dan Sifa (2006). Sulistyanto dan Prapti (2003) membuktikan bahwa terdapat *abnormal return* signifikan di sekitar pengumuman *Annual Report Award (ARA)* tahun 2002 kepada perusahaan yang baik *corporate governance*-nya. Namun, Wuryani (2007) yang juga menguji ARA tahun 2002, tidak menemukan *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Penelitian pada negara *emerging market* yang memiliki efisiensi pasar modal serupa dengan Indonesia, seperti Brazil dan Turki (Morey et al, 2009), menemukan adanya *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman informasi *corporate governance* (Chavez dan Silva, 2006; Bozcuk, 2010). Nittayagasetwat dan Nittayagasetwat (2006) menguji reaksi harga saham atas

pengumuman *Corporate Governance Rating* (CGR) pada perusahaan *top quartile* yang terbaik penerapan *corporate governance*-nya di Thailand, yang juga termasuk negara *emerging market*, membuktikan bahwa informasi tersebut tidak direspon pasar dengan tidak adanya *abnormal return* signifikan. Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : Terdapat *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok “Sepuluh Besar”.

H2 : Terdapat *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok “Non Sepuluh Besar”.

Selain *abnormal return*, reaksi pasar juga ditunjukkan dengan adanya peningkatan aktivitas perdagangan saham perusahaan yang diukur dengan *trading volume activity*. *Trading volume activity* merupakan jumlah tindakan atau perdagangan investor individual (Beaver, 1968 dalam Bandi dan Hartono, 2000; Kim dan Verrecchia, 1991; Bamber dan Cheon, 1995). Jadi, *trading volume activity* digunakan untuk melihat reaksi investor secara individual terhadap informasi CGPI dalam membuat keputusan perdagangan saham.

Almilia dan Sifa (2006) dan Wirajaya (2011) membuktikan adanya volume perdagangan signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada kedua kelompok. Wuryani (2007) membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* sebelum dan setelah pengumuman ARA. Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : Terdapat peningkatan *trading volume activity* signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok “Sepuluh Besar”.

H4 : Terdapat peningkatan *trading volume activity* signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok “Non Sepuluh Besar”.

Dengan adanya pemeringkatan CGPI, dapat diduga bahwa perusahaan yang *corporate governance*-nya lebih baik (kelompok “Sepuluh Besar”) memiliki *abnormal return* dan peningkatan *trading volume activity* yang lebih tinggi dari perusahaan yang kurang baik *corporate governance*-nya (kelompok “Non

Sepuluh Besar”). Hal tersebut memungkinkan adanya perbedaan reaksi pasar yang signifikan antara perusahaan “Sepuluh Besar” dan “Non Sepuluh Besar” CGPI.

Almilia dan Sifa (2006) serta Santoso dan Shanti (2009) membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* dan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman CGPI antara perusahaan sepuluh besar dan non sepuluh besar. Wirajaya (2011) memperoleh hasil penelitian yang sejalan dengan Almilia dan Sifa (2006) serta Santoso dan Shanti (2009). Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5 : Terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman CGPI antara perusahaan yang termasuk dalam kelompok “Sepuluh Besar” dan “Non Sepuluh Besar”.

H6 : Terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* di sekitar tanggal pengumuman CGPI antara perusahaan yang termasuk dalam kelompok “Sepuluh Besar” dan “Non Sepuluh Besar”.

METODE PENELITIAN

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang termasuk pemeringkatan CGPI dalam Majalah SWA tahun 2007-2011. Kemudian diambil sampel dengan metode *purposive sampling* yang menggunakan kriteria tertentu agar relevan dengan tujuan penelitian. Kriteria pengambilan sampel adalah:

1. Perusahaan tersebut dikelompokkan dalam kelompok “Sepuluh Besar” dan “Non Sepuluh Besar” untuk masing-masing tahun 2007-2011. Kelompok “Sepuluh Besar” merupakan 10 perusahaan dengan nilai total tertinggi, sedangkan yang lainnya termasuk dalam kelompok “Non Sepuluh Besar”.
2. Perusahaan tersebut terdaftar di BEI pada masing-masing periode pengumuman CGPI tahun 2007-2011 dan mempublikasikan laporan keuangan di *website* BEI (www.idx.co.id).
3. Perusahaan tersebut tidak melakukan *corporate action* seperti: *right issue*, *warrant*, *convertible bond*, *stock option*, *stock split*, *stock dividend*, *bonus share*, *reverse stock split*, serta merger dan akuisisi selama periode jendela.

4. Perusahaan tersebut memiliki informasi mengenai harga saham penutupan (*closing price*) dan volume perdagangan saham harian selama periode jendela.

Dari jumlah total perusahaan yang termasuk dalam pemeringkatan CGPI tahun 2007-2011 sebanyak 122 perusahaan, setelah dilakukan seleksi diperoleh total sampel sebanyak 70 perusahaan. Sampel tersebut terdiri dari 39 perusahaan kelompok “Sepuluh Besar” dan 31 perusahaan kelompok “Non Sepuluh Besar”. Daftar perusahaan yang menjadi sampel dapat dilihat pada lampiran 1.

Jenis dan Sumber Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa:

1. Data perusahaan yang termasuk dalam pemeringkatan CGPI tahun 2007-2011 serta data tanggal publikasinya dari Majalah SWA.
2. Data harga saham penutupan (*closing price*), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), serta volume perdagangan saham harian selama periode jendela dari *Yahoo Finance*.
3. Data jumlah saham yang beredar tiap periode pengumuman CGPI tahun 2007-2011 diperoleh dari laporan keuangan yang diunduh dari *website* BEI.
4. Data *corporate action* diperoleh dari laporan keuangan dan *IDX Statistics* yang diunduh dari *website* BEI.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai berikut:

1. *Abnormal return* (AR) merupakan selisih antara *return* realisasi dengan *return* ekspektasi. *Return* realisasi diperoleh dari data harga penutupan (*closing price*) saham harian. *Return* ekspektasi dihitung dengan *market-adjusted model*, yang menggunakan *return* indeks pasar (IHSG) pada periode jendela karena pasar modal Indonesia memiliki nilai dan volume transaksi relatif sedikit serta cenderung bergerak hanya pada saat tertentu (Junaedi, 2005). Rumus perhitungan *abnormal return* selama *event window* (Junaedi, 2005):

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

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

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

Keterangan:

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

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

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

IHSG : Indeks Harga Saham Gabungan

P_t : *Closing price* saham pada hari ke-t

t : *Event window* (periode jendela)

2. *Trading volume activity* (TVA), yaitu porsi saham yang diperdagangkan terhadap total jumlah saham perusahaan yang beredar pada periode jendela.

Rumus perhitungan TVA selama *event window* menurut Foster (1986):

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{saham perusahaan yang beredar pada waktu } t} \dots\dots (4)$$

Keterangan:

$TVA_{i,t}$: Volume perdagangan sekuritas ke-i pada periode t.

t : *Event window* (periode jendela)

3. Periode jendela (*event window*) digunakan selama 7 hari, yaitu: 3 hari aktif perdagangan saham sebelum, hari peristiwa, dan 3 hari aktif perdagangan saham setelah tanggal pengumuman CGPI tahun 2007-2011. Tanggal pengumuman CGPI (t=0) ditetapkan dari tanggal penerbitan Majalah SWA yang berisi pemaparan hasil pemeringkatan CGPI masing-masing tahunnya. Periode jendela dipilih selama 7 hari karena periode jendela yang panjang akan berbaur dengan pengaruh peristiwa lain atau *confounding effect* (Setyawasih, 2007) dan sebaiknya kurang dari 10 hari (Sawyer dan Gyax, 2001).

Teknik Analisis Data

Tahap-tahap menganalisis data dalam penelitian ini adalah:

1. Mengidentifikasi tanggal pengumuman CGPI sebagai (t=0).
2. Menentukan periode jendela dari pengumuman CGPI, yaitu (t-3) sampai (t+3).
3. Menghitung reaksi pasar dengan menggunakan rumus perhitungan *abnormal return* dan *trading volume activity*.
4. Melakukan analisis data yaitu uji normalitas dengan menggunakan *one sample Kolmogorov-Smirnov*. Tingkat signifikansi (α) yang digunakan adalah 5%

5. Melakukan pengujian hipotesis. Hipotesis 1, 2, 3, dan 4 diuji dengan menggunakan *one sample t-test* untuk data yang berdistribusi normal dan *one sample sign test* untuk data yang berdistribusi tidak normal. Hipotesis 5 dan 6 diuji dengan menggunakan *independent samples t-test* jika pasangan data per hari untuk kelompok “Sepuluh Besar” dan “Non Sepuluh Besar” sama-sama berdistribusi normal, serta *Mann-Whitney test* apabila terdapat salah satu atau kedua data pada pasangan data per hari berdistribusi tidak normal. Tingkat signifikansi (α) yang digunakan adalah 5%.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, dilakukan pengujian normalitas data variabel *abnormal return* dan *trading volume activity* untuk mengetahui bagaimana distribusi data, sehingga dapat digunakan alat uji statistik yang sesuai. Berikut adalah hasil uji normalitas *abnormal return* dan *trading volume activity*:

Tabel 1
Hasil Uji Normalitas *Abnormal Return* Kelompok “Sepuluh Besar”

<i>Abnormal Return</i>	<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	Kesimpulan
t-3	0,220	Data berdistribusi normal
t-2	0,924	Data berdistribusi normal
t-1	0,611	Data berdistribusi normal
t=0	0,009	Data berdistribusi tidak normal
t+1	0,039	Data berdistribusi tidak normal
t+2	0,298	Data berdistribusi normal
t+3	0,558	Data berdistribusi normal

Sumber: Data (diolah)

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas *Abnormal Return* Kelompok “Non Sepuluh Besar”

<i>Abnormal Return</i>	<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	Kesimpulan
t-3	0,703	Data berdistribusi normal
t-2	0,384	Data berdistribusi normal
t-1	0,355	Data berdistribusi normal
t=0	0,030	Data berdistribusi tidak normal
t+1	0,454	Data berdistribusi normal
t+2	0,511	Data berdistribusi normal
t+3	0,063	Data berdistribusi normal

Sumber: Data (diolah)

Dari kedua tabel di atas, dapat diketahui bahwa pada kelompok “Sepuluh Besar” semua data *abnormal return* berdistribusi normal kecuali pada (t=0) dan (t-1) yang berdistribusi tidak normal, sedangkan pada kelompok “Non Sepuluh Besar” semua data berdistribusi normal kecuali (t=0) yang berdistribusi tidak normal.

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas Trading Volume Activity Kelompok “Sepuluh Besar”

<i>Trading Volume Activity</i>	<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	Kesimpulan
t-3	0,002	Data berdistribusi tidak normal
t-2	0,004	Data berdistribusi tidak normal
t-1	0,008	Data berdistribusi tidak normal
t=0	0,002	Data berdistribusi tidak normal
t+1	0,000	Data berdistribusi tidak normal
t+2	0,061	Data berdistribusi normal
t+3	0,001	Data berdistribusi tidak normal

Sumber: Data (diolah)

Tabel 4
Hasil Uji Normalitas Trading Volume Activity Kelompok “Non Sepuluh Besar”

<i>Trading Volume Activity</i>	<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	Kesimpulan
t-3	0,006	Data berdistribusi tidak normal
t-2	0,021	Data berdistribusi tidak normal
t-1	0,045	Data berdistribusi tidak normal
t=0	0,037	Data berdistribusi tidak normal
t+1	0,049	Data berdistribusi tidak normal
t+2	0,110	Data berdistribusi normal
t+3	0,001	Data berdistribusi tidak normal

Sumber: Data (diolah)

Dari kedua tabel di atas, dapat diketahui bahwa pada kelompok “Sepuluh Besar” semua data *trading volume activity* berdistribusi tidak normal kecuali pada (t+2) yang berdistribusi normal. Begitu pula dengan kelompok “Non Sepuluh Besar” yang datanya hanya berdistribusi normal pada (t+2).

Tabel 5
Hasil Pengujian Hipotesis 1

<i>Abnormal Return</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>	Kesimpulan
<i>Uji One Sample T-Test</i>		
t-3	0,190	Tidak signifikan
t-2	0,887	Tidak signifikan
t-1	0,573	Tidak signifikan
t+2	0,138	Tidak signifikan
t+3	0,938	Tidak signifikan
<i>Uji One Sample Sign Test</i>		
t=0	0,3368	Tidak signifikan
t+1	1,0000	Tidak signifikan

Sumber: Data (diolah)

Tabel 6
Hasil Pengujian Hipotesis 2

<i>Abnormal Return</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>	Kesimpulan
<i>Uji One Sample T-Test</i>		
t-3	0,069	Tidak signifikan
t-2	0,134	Tidak signifikan
t-1	0,061	Tidak signifikan
t+1	0,953	Tidak signifikan
t+2	0,048	Signifikan
t+3	0,110	Tidak signifikan
<i>Uji One Sample Sign Test</i>		
t=0	0,4731	Tidak signifikan

Sumber: Data (diolah)

Dari pengujian *one sample t-test* dan *one sample sign test* terhadap *abnormal return* (hipotesis 1 dan 2) pada kelompok “Sepuluh Besar” diperoleh hasil bahwa tidak terdapat *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI. Sedangkan pada kelompok “Non Sepuluh Besar”, secara statistik *abnormal return* signifikan hanya terjadi pada (t+2) saja sehingga tidak dapat digunakan untuk menggeneralisasi hari lainnya. Jadi, pada kedua kelompok dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI.

Hasil tersebut tidak sejalan dengan Almilia dan Sifa (2006) serta Santoso dan Shanti (2009) bahwa terdapat *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada kelompok sepuluh besar maupun non sepuluh besar. Begitu pula dengan Wirajaya (2011) yang membuktikan adanya *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada kelompok baik dan cukup. Sulistyanto dan Prapti (2003) juga membuktikan adanya *abnormal return* signifikan atas pengumuman *Annual Report Award* (ARA) tahun 2002 pada perusahaan yang baik *corporate governance*-nya. Selain itu, Chavez dan Silva (2006) serta Bozcuk (2010) membuktikan adanya *abnormal return* signifikan atas pengumuman informasi *corporate governance* baik di Brazil maupun Turki, yang merupakan negara dengan efisiensi pasar modal serupa dengan Indonesia.

Penelitian ini sejalan dengan Wuryani (2007) yang tidak menemukan adanya *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman ARA tahun 2002. Nittayagasetwat dan Nittayagasetwat (2006) juga membuktikan tidak adanya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman *Corporate Governance Rating* (CGR) di Thailand pada perusahaan *top quartile* tahun 2004-2005.

Tabel 7
Hasil Pengujian Hipotesis 3

<i>Trading Volume Activity</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>	Kesimpulan
<i>Uji One Sample T-Test</i>		
t+2	0,000	Signifikan
<i>Uji One Sample Sign Test</i>		
t-3	0,0000	Signifikan
t-2	0,0000	Signifikan
t-1	0,0000	Signifikan
t=0	0,0000	Signifikan
t+1	0,0000	Signifikan
t+3	0,0000	Signifikan

Sumber: Data (diolah)

Tabel 8
Hasil Pengujian Hipotesis 4

<i>Trading Volume Activity</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>	Kesimpulan
<i>Uji One Sample T-Test</i>		
t+2	0,000	Signifikan
<i>Uji One Sample Sign Test</i>		
t-3	0,0000	Signifikan
t-2	0,0000	Signifikan
t-1	0,0000	Signifikan
t=0	0,0000	Signifikan
t+1	0,0000	Signifikan
t+3	0,0000	Signifikan

Sumber: Data (diolah)

Dari pengujian *one sample t-test* dan *one sample sign test* terhadap *trading volume activity* (hipotesis 3 dan 4) baik pada kelompok “Sepuluh Besar” maupun “Non Sepuluh Besar” diperoleh hasil adanya peningkatan *trading volume activity* signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI. Hasil tersebut sejalan dengan Almilia dan Sifa (2006) serta Santoso dan Shanti (2009) bahwa terdapat *trading volume activity* signifikan di sekitar tanggal pengumuman pada kelompok sepuluh besar maupun non s epuluh besar. Begitu pula dengan Wirajaya (2011) yang membuktikan adanya *trading volume activity* signifikan di sekitar tanggal pengumuman CGPI pada kelompok baik dan cukup. Namun, Wuryani (2007) membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *trading volume activity* sebelum dan setelah pengumuman ARA.

Beberapa penelitian tentang reaksi pasar atas pengumuman *event* (Beaver, 1968 dalam Bandi dan Hartono, 2000; Kim dan Verrecchia, 1991; Bamber dan Cheon, 1995; Bandi dan Hartono, 2000; Cready dan Hurtt, 2002) menemukan bahwa reaksi harga (diukur dengan *abnormal return*) dan reaksi volume perdagangan (diukur dengan *trading volume activity*) tidak selalu searah karena pengharapan pasar atas pengumuman suatu *event* belum tentu sama (Hartono, 2008). *Abnormal return* merefleksikan perubahan pengharapan pasar secara agregat atas suatu pengumuman, sedangkan *trading volume activity* merefleksikan perubahan pengharapan investor secara individual. Jadi, pasar secara agregat menganggap bahwa pengumuman CGPI kurang memberikan keyakinan sebagai informasi berguna untuk pengambilan keputusan investasi. Hanya sebagian kecil investor secara individual, percaya bahwa CGPI merupakan informasi yang berguna dan memanfaatkannya sebagai keputusan untuk berinvestasi.

Tabel 9
Hasil Pengujian Hipotesis 5

<i>Abnormal Return</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>	Kesimpulan
<i>Independent Samples T-Test</i>		
t-3	0,387	Tidak terdapat perbedaan signifikan
t-2	0,172	Tidak terdapat perbedaan signifikan
t-1	0,177	Tidak terdapat perbedaan signifikan
t+2	0,333	Tidak terdapat perbedaan signifikan
t+3	0,152	Tidak terdapat perbedaan signifikan
<i>Mann-Whitney Test</i>		
t=0	0,749	Tidak terdapat perbedaan signifikan
t+1	0,777	Tidak terdapat perbedaan signifikan

Sumber: Data (diolah)

Tabel 10
Hasil Pengujian Hipotesis 6

<i>Trading Volume Activity</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>	Kesimpulan
<i>Independent Samples T-Test</i>		
t+2	0,746	Tidak terdapat perbedaan signifikan
<i>Mann-Whitney Test</i>		
t-3	0,705	Tidak terdapat perbedaan signifikan
t-2	0,657	Tidak terdapat perbedaan signifikan
t-1	0,391	Tidak terdapat perbedaan signifikan
t=0	0,482	Tidak terdapat perbedaan signifikan
t+1	0,745	Tidak terdapat perbedaan signifikan
t+3	0,543	Tidak terdapat perbedaan signifikan

Sumber: Data (diolah)

Dari pengujian *independent sample t-test* dan *Mann Whitney test* (pengujian hipotesis 5 dan 6), diperoleh hasil bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* dan *trading volume activity* di sekitar tanggal pengumuman CGPI antara kelompok "Sepuluh Besar" dan "Non Sepuluh Besar". Hal tersebut sejalan dengan Almilia dan Sifa (2006) serta Santoso dan Shanti (2009). Wirajaya (2011) juga tidak menemukan perbedaan signifikan *abnormal return* dan *trading volume activity* antara kelompok baik dan cukup. Hal tersebut menunjukkan bahwa pasar belum menganggap CGPI sebagai informasi yang berguna sehingga perusahaan yang *corporate governance*-nya baik dan kurang baik direaksi sama.

Tidak adanya perbedaan reaksi pasar signifikan antara kelompok "Sepuluh Besar" dan "Non Sepuluh Besar" dimungkinkan karena pengelompokan tersebut kurang jelas batas *range*-nya. Pengelompokan dilakukan berdasarkan nilai totalnya. Sepuluh perusahaan dengan nilai total tertinggi masuk dalam kelompok "Sepuluh Besar", yang lainnya masuk kelompok "Non Sepuluh Besar". IICG mengklasifikasikan berdasarkan *range* nilai total, yaitu: "Sangat Terpercaya" (85,00 – 100), "Terpercaya" (70,00 – 84,99), dan "Cukup Terpercaya" (55,00 –

69,99). Namun, sulit dilakukan penelitian karena keterbatasan jumlah perusahaan masing-masing kategori untuk dijadikan sampel. Dimungkinkan perusahaan yang sebenarnya memiliki peringkat kurang baik masuk dalam kelompok yang lebih baik apabila jumlah peserta cenderung sedikit sehingga dapat terjadi *overlap*.

Penilaian dalam program CGPI tidak hanya dilihat dari laporan keuangan saja, tetapi juga dibutuhkan peran aktif perusahaan bersama seluruh *stakeholder*-nya serta dilakukan observasi ke perusahaan peserta untuk melihat kepastian penerapannya. Namun, partisipasi perusahaan dalam program CGPI ini bersifat sukarela dan tidak ada sanksi bagi yang tidak mengikuti, sehingga minat perusahaan untuk berperan serta masih rendah (Gendut Suprayitno, peneliti senior IICG, dalam Majalah SWA, Januari 2008). Hal itu terlihat dari jumlah peserta CGPI tahun 2007-2011 masing-masing tahunnya sekitar 20-30 perusahaan.

Walapun demikian, bukan berarti program CGPI ini tidak berguna. Karena partisipasinya bersifat sukarela, dengan mengikuti CGPI dapat terlihat kepedulian terhadap penerapan GCG di Indonesia. Perusahaan peserta CGPI dapat menjadi panutan bagi perusahaan lainnya untuk menerapkan *corporate governance* dengan baik. Program CGPI perlu disosialisasikan lebih luas dan perlu dukungan pemerintah, misalnya dengan pemberian sanksi bagi perusahaan yang tidak ikut dan pemberian *reward* bagi perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI, misalnya tidak dilakukan audit pajak seperti yang dilakukan pemerintah kepada pemenang *Annual Report Award* (Majalah SWA, Januari 2008), pengurangan *annual fee* serta persetujuan penerbitan dan penjualan saham lebih cepat bagi perusahaan yang baik *corporate governance*-nya seperti yang dilakukan *Stock Exchange of Thailand* (Nittayagasetwat dan Nittayagasetwat, 2006). Dengan demikian, dapat memacu minat untuk berpartisipasi dalam program CGPI, sehingga perusahaan dapat mengukur penerapan *corporate governance* yang telah dilakukan dan meningkatkannya menjadi lebih baik lagi pada periode mendatang.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian, dapat diperoleh kesimpulan bahwa: (1) Tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* dan *trading volume activity* antara kelompok "Sepuluh Besar" dan "Non Sepuluh Besar" di sekitar tanggal

pengumuman CGPI, yang menunjukkan bahwa informasi CGPI masih dianggap kurang berarti dalam keputusan berinvestasi, serta (2) Pengumuman CGPI pada kelompok "Sepuluh Besar" dan "Non Sepuluh Besar" tidak direspon secara agregat oleh pasar dengan tidak adanya *abnormal return* signifikan di sekitar tanggal pengumuman, tetapi direspon secara individual oleh investor dengan adanya peningkatan *trading volume activity* signifikan.

Penelitian ini masih terdapat keterbatasan, yaitu: penghitungan *return* ekspektasi hanya menggunakan *market adjusted model*, indikator reaksi pasar hanya menggunakan *abnormal return* dan *trading volume activity*, jumlah sampel sedikit karena peserta CGPI relatif sedikit sehingga kemungkinan hasil pengujian tidak dapat digeneralisasikan, serta tidak mempertimbangkan faktor lain selain *corporate action* yang kemungkinan dapat mempengaruhi reaksi pasar.

Dari keterbatasan tersebut, rekomendasi bagi penelitian selanjutnya adalah: menggunakan model lain dalam perhitungan *return* ekspektasi, menggunakan variabel reaksi pasar lainnya misalnya *security return variability*, mempertimbangkan faktor selain *corporate action* perusahaan seperti peristiwa ekonomi dan politik di Indonesia dan luar negeri yang berdampak pada perekonomian Indonesia, serta melakukan penelitian *event* CGPI dengan pendekatan kualitatif karena jumlah perusahaan peserta relatif sedikit.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, Luciana Spica dan Lailul L. Sifa. (2006). Reaksi Pasar Publikasi *Corporate Governance Perception Index* Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Simposium Nasional Akuntansi 9 P adang. (<http://blog.umy.ac.id/ervin/files/2012/06/K-AKPM-10.pdf> diakses pada 24 April 2012)
- Bamber, Linda Smith dan Youngsoon Susan Cheon. (1995). *Differential Price and Volume Reaction to Accounting Earnings Announcements*. *The Accounting Review*, Vol. 70, N o. 3, pp. 417 -441. (http://dc317.4shared.com/download/h4FoWTB1/differential_price_and_volume_.pdf?tsid=20120926-064638-c0067aa7 diakses pada 26 S eptember 2012)
- Bandi dan Jogiyanto Hartono. (2000). Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3, N o. 2, pp. 203-213. (<http://digilib.ubaya.ac.id/index.php?page=down> diakses pada 28 Mei 2012)

- Bozcuk, Aslihan. (2010). *Price Reaction to Corporate Governance Rating Announcements at The Istanbul Stock Exchange. International Journal of Economics and Finance Studies*, Vol. 2, No. 1, pp. 1 -6. (http://www.sobiad.org/eJOURNALS/journal_IJEF/archieves/2010_1/01aslihan_bozcuk1.pdf diakses pada 31 Oktober 2012)
- Bursa Efek Indonesia. (2007). *IDX Statistics 2007*. (<http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/Statistic/Yearly/IDX%20STATISTICS%202007.pdf> diakses pada 31 Agustus 2012)
- Bursa Efek Indonesia. (2008). *IDX Statistics 2008*. (http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/Statistic/Yearly/IDX_STATISTICS_2008.pdf diakses pada 31 Agustus 2012)
- Bursa Efek Indonesia. (2009). *IDX Statistics 2009*. (http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/Statistic/Yearly/IDX%20STATISTICS%202009_revisi.pdf diakses pada 31 Agustus 2012)
- Bursa Efek Indonesia. (2010). *IDX Statistics 2010*. (http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/Statistic/Yearly/Baru_IDX-Statistics-2010.pdf diakses pada 31 Agustus 2012)
- Bursa Efek Indonesia. (2011). *IDX Statistics 2011*. ([http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/Statistic/Yearly/IDX_Annually_Statistic2011\(Revisi\).pdf](http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/Statistic/Yearly/IDX_Annually_Statistic2011(Revisi).pdf) diakses pada 31 Agustus 2012)
- Chavez, Gonzalo A. dan Ana Cristina Silva. (2006). *Improved Corporate Governance: Market Reaction and Liquidity Implications*. (http://latienda.ie.edu/working_papers_economia/WP06-08.pdf diakses pada 22 Mei 2012)
- Coombes, Paul dan Mark Watson. (2000). *Three Surveys on Corporate Governance. The McKinsey Quarterly*, No. 4, pp. 74-77. (http://www.qualified-auditpartners.be/user_files/ITforBoards/GVCR_McKinsey-Coombes_Paul__Watson_Mark_Three_surveys_on_corporate_governance_2000.pdf diakses pada 14 Juni 2012)
- Cready, William M. dan David N. Hurtt. (2002). *Assesing Investor Response to Information Events Using Return and Volume Metrics. The Accounting Review*, Vol. 77, No. 4, pp. 891-909. (http://fad.u-bordeaux4.fr/pluginfile.php/3297/mod_resource/content/1/cready_hurt_2002.pdf diakses pada 28 Oktober 2012)
- <http://www.finance.yahoo.com>
- Foster, George. (1986). *Financial Statement Analysis, 2nd edition*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.

Hartono, Jogiyanto. (2008). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kelima. Yogyakarta : BPFY-Yogyakarta.

<http://www.idx.co.id>

Junaedi, Dedi. (2005). Dampak Tingkat Pengungkapan Informasi Perusahaan Terhadap Volume Perdagangan dan *Return* Saham: Penelitian Empiris Terhadap Perusahaan-Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 2, No. 2, pp. 1-28. (<http://isjd.pdii.lipi.go.id/admin/jurnal/2205128.pdf> diakses pada 31 Mei 2012)

Kim, Oliver dan Robert E. Verrecchia. (1991). *Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements*. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, pp. 302-321. (<http://faculty.fuqua.duke.edu/~qc2/BA532/1991%20JAR%20Kim%20and%20Verrecchia.pdf> diakses pada 8 Juni 2012)

Komite Nasional Kebijakan *Governance*. (2006). *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. (http://www.ecgi.org/codes/documents/indonesia_cg_2006_id.pdf diakses pada 4 April 2012)

Luhukay, Jos. (2002). Tata Pamong dan Nilai Perusahaan. *Warta Ekonomi* No. 21, Thn. XIV, pp. 62- 63.

Majalah SWA No.01/XXIV/9-23 Januari 2008.

Majalah SWA No.27/XXIV/18 Desember 2008-7 Januari 2009.

Majalah SWA No.27/XXV/21 Desember 2009-6 Januari 2010.

Majalah SWA No.26/XXVI/9-19 Desember 2010.

Majalah SWA No.27/XXVII/19 Desember 2011-4 Januari 2012.

Morey, Matthew, Aron Gottesman, Edward Baker, dan Ben Godridge. (2009). *Does Better Corporate Governance Result in Higher Valuations in Emerging Markets? Another Examination Using A New Data Set*. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, pp. 254 –262. (http://www.edoseg.org/uploaded/COURS%20ANGLAIS/Does_better%20corporate%20governance%20result%20in%20higher%20valuations.pdf diakses pada 8 November 2012).

Nittayagasetwat, Aekkachai dan Wiyada Nittayagasetwat. (2006). *An Analysis of the Stock Price Reaction to Corporate Governance Rating Announcements: The Case of Thai Listed Companies*. *NIDA Business Journal*, Vol. 1. (http://journal.nida.ac.th/journal/attachments/a413_en.pdf diakses pada 31 Oktober 2012)

- Santoso, Grace dan Shanti. (2009). Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* Sepuluh Besar dan Non Sepuluh Besar. (<http://puslit2.petra.ac.id/ejournal/index.php/nas/article/download/17214/17164> diakses pada 14 Mei 2012)
- Sawyer, K.R. dan A. Gyax. (2001). *How Eventful are Event Studies?*. (<http://korea.ssrn.com/delivery.php?ID=135126090088117010110081030083030100084047065081011094098125000124124092049060111017047045125023011102091031100043073030046067082118087113016120113096025125038008048087001119079027106119025101013&EXT=pdf> diakses 6 Juni 2012)
- Setyawasih, Rianti. (2007). Studi Tentang Peristiwa (*Event Study*): Suatu Panduan Riset Manajemen Keuangan di Pasar Modal. *Jurnal Optimal*, Vol. 1, No.1, pp. 52-58. (<http://www.ejournal-unisma.net/ojs/index.php/optimal/article/download/420/394> diakses pada 25 September 2012)
- Sulistiyanto, H. Sri dan Meniek S. Prapti. (2003). *Good Corporate Governance: Bisakah Meningkatkan Kepercayaan Masyarakat?*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 4, No. 1 (<http://re-searchengines.com/sulistiyanto1.html> diakses pada 5 April 2012)
- Sulistiyanto, H. Sri dan Yusni Warastuti. (2004). *Good Corporate Governance: Harapan dan Tantangan*. *Jurnal Studi Bisnis*, Vol. 2, No. 1, pp. 53-60. (<http://digilib.ubaya.ac.id/index.php?page=down> diakses pada 4 Juni 2012)
- Syakhroza, Akhmad. (2003). *Teori Corporate Governance*. *Usahawan*, No. 08, Th XXXII, pp. 19-25.
- The Indonesian Institute for Corporate Governance*. (2009). *Corporate Governance Perception Index 2008*. (<http://www.iicg.org/asset/doc/Profil%20CGPI%202008.pdf> diakses pada 13 Mei 2012)
- Wirajaya, I Gde Ary. (2011). Reaksi Pasar Atas Pengumuman *Corporate Governance Perception Index* (Studi Peristiwa di Bursa Efek Indonesia). *AUDI Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 1. (<http://ejournal.unud.ac.id/abstrak/ary%20wirajaya%20final.pdf> diakses pada 30 Mei 2012)
- Wuryani, Eni. (2007). Kandungan Informasi Pemberian Penghargaan Laporan Tahunan Sebagai Indikasi Kepercayaan Masyarakat pada Konsep *Corporate Governance*. *Jurnal Akuntansi - Bisnis & Manajemen*, Vol. 14, No.1, pp. 1-13. (<http://digilib.ubaya.ac.id/index.php?page=down> diakses pada 4 Juni 2012)

LAMPIRAN 1
DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL

Perusahaan "Sepuluh Besar"	Kode	Perusahaan "Non Sepuluh Besar"	Kode
Tahun 2007			
PT Aneka Tambang Tbk	ANTM	PT Indosat Tbk	ISAT
PT Adhi Karya Tbk	ADHI	PT Bakrie & Brothers Tbk	BNBR
PT United Tractors Tbk	UNTR	PT Citra Marga Nusaphala Persada Tbk	CMNP
PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	PTBA	PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk	PJAA
PT Astra Graphia Tbk	ASGR		
PT Kalbe Farma Tbk	KLBF		
PT Bank BNI (Persero) Tbk	BBNI		
PT Bank Permata Tbk	BNLI		
Tahun 2008			
PT Bank CIMB Niaga Tbk	BNGA	PT Elnusa Tbk	ELSA
PT United Tractors Tbk	UNTR	PT BFI Finance Indonesia Tbk	BFIN
PT Aneka Tambang Tbk	ANTM	PT Citra Marga Nushapala Persada Tbk	CMNP
PT Adhi Karya (Persero) Tbk	ADHI	PT Bakrieland Development Tbk	ELTY
PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	PTBA	Pt Pembangunan Jaya Ancol Tbk	PJAA
PT Indosat Tbk	ISAT	PT Panorama Transportasi Tbk	WEHA
PT Bank NISP Tbk	NISP		
PT Wijaya Karya Tbk	WIKA		
Tahun 2009			
PT Bank Mandiri (Persero) Tbk	BMRI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk	ADHI
PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	TLKM	PT Bakrieland Development Tbk	ELTY
PT Bank CIMB Niaga Tbk	BNGA	PT Panorama Transportasi Tbk	WEHA
PT Aneka Tambang Tbk	ANTM		
PT United Tractors Tbk	UNTR		
PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	PTBA		
PT Elnusa Tbk	ELSA		
PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	BBNI		
PT Jasa Marga (Persero) Tbk	JSMR		
Tahun 2010			
PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	TLKM	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	JSMR
PT United Tractors Tbk	UNTR	PT Elnusa Tbk	ELSA
PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	ANTM	PT Adhi Karya (Persero) Tbk	ADHI
PT Bukit Asam (Persero) Tbk	PTBA	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO
PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	PGAS	PT Bakrieland Development Tbk	ELTY
		PT Timah (Persero) Tbk	TINS
		PT Panorama Transportasi Tbk	WEHA
		PT Bakrie Telecom Tbk	BTEL

Tahun 2011			
PT Bank Mandiri (Persero) Tbk	BMRI	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	JSMR
PT Bank CIMB Niaga Tbk	BNGA	PT Bank Pembangunan Daerah	
PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	TLKM	Jawa Barat & Banten Tbk	BJBR
PT United Tractors Tbk	UNTR	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO
PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	ANTM	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	ITMG
PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	BBTN	PT Bakrieland Development Tbk	ELTY
PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	BBNI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk	ADHI
PT Krakatau Steel (Persero) Tbk	KRAS	PT Bakrie & Brothers Tbk	BNBR
PT Bukit Asam (Persero) Tbk	PTBA	PT Bakrie Telecom Tbk	BTEL
		PT Timah (Persero) Tbk	TINS
		PT Panorama Transportasi Tbk	WEHA

LAMPIRAN 2

PERIODE JENDELA PENELITIAN

Periode Jendela	Tahun				
	2007	2008	2009	2010	2011
t-3	04 Januari 2008	15 Desember 2008	15 Desember 2009	03 Desember 2010	14 Desember 2011
t-2	07 Januari 2008	16 Desember 2008	16 Desember 2009	06 Desember 2010	15 Desember 2011
t-1	08 Januari 2008	17 Desember 2008	17 Desember 2009	08 Desember 2010	16 Desember 2011
t=0	09 Januari 2008	18 Desember 2008	21 Desember 2009	09 Desember 2010	19 Desember 2011
t+1	14 Januari 2008	19 Desember 2008	22 Desember 2009	10 Desember 2010	20 Desember 2011
t+2	15 Januari 2008	22 Desember 2008	23 Desember 2009	13 Desember 2010	21 Desember 2011
t+3	16 Januari 2008	23 Desember 2008	28 Desember 2009	14 Desember 2010	22 Desember 2011