

BAB II

KAJIAN TEORI

A. Landasan Teori

1. Pasar Modal

Pasar modal mempunyai peranan penting dalam perekonomian terutama dalam pengalokasian dana masyarakat. Menurut Jogiyanto (2008), pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dan jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Pasar modal berfungsi sebagai sarana alokasi dana yang produktif untuk memindahkan dana dari pemberi pinjaman ke peminjam. Alokasi dana yang produktif terjadi jika individu yang mempunyai kelebihan dana dapat meminjamkannya ke individu lain yang lebih produktif yang membutuhkan dana.

Menurut Tandelilin (2007:13):

Pasar modal berfungsi sebagai lembaga perantara, yang memiliki peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Di samping itu, pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan return relatif besar adalah sektor-sektor yang paling produktif yang ada di pasar).

Instrumen pasar modal berupa surat berharga (efek). Jenis efek antara lain saham (*stock*), obligasi (*bonds*), *right*, *warrant*, dan produk turunan (*derivative*).

2. *Corporate Governance*

a. Pengertian *Corporate Governance*

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai sekumpulan hubungan antara pihak manajemen, *board* dan pemegang saham, dan pihak lain yang mempunyai kepentingan dengan perusahaan. *Corporate Governance* juga mensyaratkan adanya struktur, perangkat untuk mencapai tujuan, dan pengawasan atas kinerja.

Turnbull Report mendefinisikan *corporate governance* sebagai suatu sistem pengendalian internal perusahaan yang memiliki tujuan utama mengelola risiko yang signifikan guna memenuhi tujuan bisnisnya melalui pengamanan aset perusahaan dan meningkatkan nilai investasi pemegang saham dalam jangka panjang. Sedangkan menurut *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG), *corporate governance* adalah proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan, dengan tujuan utama untuk meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya.

Sementara itu Cadbury Committee dari Inggris mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat aturan yang merumuskan

hubungan antara para pemegang saham, manajer, kreditur, pemerintah, karyawan, dan pihak-pihak yang berkepentingan lainnya baik internal maupun eksternal sehubungan dengan hak-hak dan tanggung jawab mereka, atau sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan.

b. Prinsip-prinsip *Corporate Governance*

OECD mengembangkan seperangkat prinsip-prinsip *corporate governance* atau yang lebih dikenal sebagai *The OECD Principles of Corporate Governance*. Prinsip-prinsip dasar dari *good corporate governance* meliputi:

- 1) *Transparency* (keterbukaan informasi), yaitu keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam mengemukakan informasi materiil dan relevan mengenai perusahaan.
- 2) *Accountability* (akuntabilitas), yaitu kejelasan fungsi, struktur, sistem, dan pertanggungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif.
- 3) *Responsibility* (pertanggungjawaban), yaitu kesesuaian (kepatuhan) di dalam pengelolaan perusahaan terhadap prinsip korporasi yang sehat serta peraturan perundangan yang berlaku.
- 4) *Independency* (kemandirian), yaitu suatu keadaan dimana perusahaan dikelola secara profesional tanpa benturan kepentingan dan pengaruh atau tekanan dari pihak manajemen yang tidak sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat.

- 5) *Fairness* (kesetaraan dan kewajaran), yaitu perlakuan yang adil dan setara di dalam memenuhi hak-hak *stakeholder* yang timbul berdasarkan perjanjian serta peraturan perundangan yang berlaku.

Prinsip-prinsip dasar *good corporate governance* yang dikeluarkan OECD menyatakan bahwa kerangka kerja *corporate governance* seharusnya:

- 1) Melindungi hak pemegang saham.
- 2) Memperlakukan seluruh pemegang saham dengan sama.
- 3) Mengakui hak-hak *stakeholder* sesuai dengan hukum yang berlaku dan menerapkan konsep *corporate* yang baik.
- 4) Mengungkapkan seluruh hal material perusahaan dengan akurat dan tepat waktu, termasuk kondisi keuangan, kinerja, kepemilikan dan tata kelola perusahaan.
- 5) Memastikan panduan strategik perusahaan, pengawasan manajemen oleh dewan yang efektif dan pertanggungjawaban dewan kepada perusahaan dan pemegang saham.

Prinsip-prinsip dasar *good corporate governance* ini diharapkan menjadi titik rujukan bagi para regulator (pemerintah) dalam membangun *framework* bagi penerapan *good corporate governance*. Bagi para pelaku usaha dan pasar modal, prinsip-prinsip ini dapat menjadi *guidance* atau pedoman dalam mengelaborasi *best practices* bagi peningkatan nilai dan kelangsungan hidup perusahaan.

c. *Manfaat Corporate Governance*

Manfaat dari pelaksanaan *good corporate governance* menurut FCGI (2001) dalam Naja (2008:45):

- 1) Meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional perusahaan serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *stakeholders*.
- 2) Mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah sehingga dapat lebih meningkatkan *corporate value*.
- 3) Mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia
- 4) Pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan sekaligus akan meningkatkan *shareholders value* dan deviden.

Sedangkan manfaat praktis penerapan *corporate governance* adalah (Naja, 2010:44):

- 1) Meminimalkan *agency cost*, yaitu biaya yang timbul sebagai akibat dari pendelegasian kewenangan kepada manajemen, termasuk biaya penggunaan sumber daya perseroan oleh manajemen untuk kepentingan pribadi maupun dalam rangka pengawasan terhadap perilaku manajemen itu sendiri.
 - 2) Meminimalkan *cost of capital*, yaitu biaya modal yang harus ditanggung bila perusahaan mengajukan pinjaman kepada kreditur.
- Hal ini sebagai dampak dari pengelolaan perusahaan secara baik dan

sehat yang pada gilirannya menciptakan suatu referensi positif bagi para kreditur.

- 3) Meningkatkan nilai saham perusahaan, dengan pengelolaan perusahaan yang baik tentu akan dapat menarik minat dan kepercayaan para investor, sehingga akan sangat membantu usaha (bisnis) perseroan. Tingginya harga saham perseroan akan menjadi tolok ukur positif mengenai keberhasilan suatu korporasi, yang notabene adalah keberhasilan manajemen.
- 4) Mengangkat citra perusahaan, dengan berhasilnya peningkatan harga saham maka akan terangkat nama perusahaan tersebut dan dengan terangkatnya nama perusahaan akan menjadi suatu kebanggaan tersendiri dan menimbulkan image positif terhadap opini yang berkembang di masyarakat.

d. Pengukuran *Corporate Governance*

Kualitas penerapan *corporate governance* di perusahaan perlu diuji bukan hanya terhadap adanya pedoman *corporate governance* yang dimiliki perusahaan tetapi juga terhadap efektivitas pelaksanaan pedoman tersebut untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham tanpa merugikan kepentingan para pemangku kepentingan lainnya. Maka dari itu suatu analisis atas kajian mengenai praktik *corporate governance* diperlukan untuk membantu investor dalam memperoleh gambaran yang jelas mengenai *governance* di suatu perusahaan. Sistem pemeringkatan dengan

skor atau indeks *corporate governance* dapat memberikan informasi seberapa baik perusahaan menerapkan *corporate governance*.

Berikut adalah beberapa studi yang terkait dengan pengukuran *corporate governance* di perusahaan:

1) Survei CLSA

Menurut Arsyah (2002) dalam Mulyati (2010:15) pada tahun 2001, *Credit Lyonnaise Securities Asia* (CLSA) menerbitkan pemeringkatan *corporate governance* dari 495 perusahaan di 25 *emerging market* dan dari 18 sektor ekonomi. Dari Indonesia terpilih 18 perusahaan. Survei CLSA dilakukan melalui kuesioner yang dikembangkan dari prinsip-prinsip *corporate governance*. Kuesioner tersebut mencakup tujuh kategori besar, yaitu disiplin manajemen, transparansi, independen, akuntabilitas, responsibilitas, keadilan, dan kepedulian sosial.

Studi CLSA menemukan korelasi yang kuat antara angka peringkat CG dengan rasio keuangan, valuasi (*Price to Book Value* atau PBV) dan kinerja harga saham dalam 64 perusahaan-perusahaan terbesar (dalam hal kapitalisasi pasar) dari sampel. Hubungan tersebut diperoleh dengan menganalisa kelompok-kelompok perusahaan ke dalam kuartil dari pemeringkatan CG untuk berbagai pasar/sektor. Dari 495 sampel perusahaan di *emerging market*, rata-rata angka peringkat untuk CG adalah 55.9% dari 100%. Perusahaan tersebut memiliki peringkat lebih baik pada kesadaran sosial dan *fairness* tapi berperingkat buruk untuk akuntabilitas dan disiplin. Hasil

pemeringkatan mencerminkan bahwa masalah yang lebih besar pada akuntabilitas manajemen terhadap dewan komisaris atau direksi dan pada kemampuan perusahaan untuk memperbaiki kesalahan manajemen.

2) Survei IICG

Riset yang dilakukan oleh *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) bekerja sama dengan majalah SWA Sembada ini telah dilakukan secara rutin setiap tahun sejak tahun 2001. Riset ini dilakukan terhadap perusahaan yang secara sukarela bersedia mengikuti survei pemeringkatan CG.

Metode riset IICG ini dilakukan melalui empat tahap, yaitu:

- a) Pengisian kuesioner *self assessment* oleh perusahaan seputar penerapan konsep CG di perusahaannya.
- b) Pengumpulan dokumen dan bukti yang mendukung penerapan CG di perusahaannya.
- c) Pembuatan makalah dan presentasi tentang kegiatan perusahaan dalam menerapkan prinsip-prinsip GCG.
- d) Observasi tim peneliti ke perusahaan untuk menelaah kepastian penerapan prinsip-prinsip GCG.

3) Survei IICD

Penelitian tentang penerapan CG di perusahaan-perusahaan publik di Indonesia mengalami perkembangan dengan riset yang dilakukan oleh *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD) untuk

pertama kalinya pada tahun 2005 yang melibatkan 61 perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Studi ini kemudian dilanjutkan pada tahun 2006 dan 2008 atas laporan tahun 2005 dan 2007 yang melibatkan 329 perusahaan publik yang terdaftar di BEI.

Penelitian IICD tersebut menggunakan *corporate governance scorecard* yang dikembangkan berdasarkan *International Standard Code on GCG* dari *Organization of Economic Cooperation and Development* (OECD) yang meliputi lima area studi, yaitu:

Untuk melakukan penilaian praktik CG perusahaan sampel, penelitian ini menggunakan data dan informasi yang tersedia pada website perusahaan, BAPEPAM, BEI, hasil RUPS, dan dari sumber-sumber lain yang dipublikasikan.

e. *Corporate Governance Perception Index* (CGPI)

Dalam www.iicg.org, *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) adalah program riset dan pemeringkatan penerapan tata kelola perusahaan yang baik pada perusahaan publik dan BUMN di Indonesia. Program ini dilaksanakan sejak tahun 2001 dilandasi pemikiran pentingnya mengetahui sejauh mana perusahaan-perusahaan tersebut menerapkan prinsip-prinsip GCG.

Program riset dan pemeringkatan CGPI diselenggarakan oleh *The Indonesia Institute for Corporate Governance* (IICG) bekerjasama dengan majalah SWA sebagai mitra media publikasi. Program ini didesain untuk memacu perusahaan dalam meningkatkan kualitas penerapan CG melalui

perbaikan yang berkesinambungan (*continuous improvement*) dengan melaksanakan evaluasi dan melakukan studi banding (*benchmarking*). Program CGPI akan memberikan apresiasi dan pengakuan kepada perusahaan-perusahaan yang telah menerapkan GCG melalui *CGPI awards* dan penobatan sebagai perusahaan terpercaya.

Pemeringkatan CGPI dilakukan dengan berdasarkan pada 7 (tujuh) kriteria, yaitu (Almilia, 2006:3):

- 1) Komitmen perseroan terhadap *corporate governance*, hal ini menjelaskan sejauh mana perseroan menaruh perhatian terhadap semangat GCG.
- 2) Pelaksanaan RUPS dan perlakuan terhadap *minority shareholders*, mencakup ketepatan waktu pelaksanaan RUPS dan adanya jaminan perlindungan hak pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas.
- 3) Dewan komisaris, dimilikinya dewan komisaris yang kompeten di bidangnya serta seberapa optimal peran dan tanggung jawab mereka dalam penyelenggaraan tata kelola perusahaan yang baik.
- 4) Struktur direksi, dimilikinya direksi yang kompeten di bidangnya serta bagaimana peran dan tanggung jawab direksi dalam penyelenggaraan tata kelola perusahaan yang baik.
- 5) Hubungan dengan *stakeholders*, bagaimana hubungan dan tanggung jawab perusahaan dengan pihak-pihak yang terkait dengan perusahaan.

- 6) Transparansi dan akuntabilitas, mewajibkan adanya informasi yang terbuka, tepat waktu, jelas, dapat diperbandingkan terutama menyangkut masalah keuangan, pengelolaan dan kepemilikan perusahaan.
- 7) Tanggapan terhadap riset IICG, sejauh mana keseriusan responden untuk mengikuti riset ini.

Majalah SWA dan IICG bahkan berencana menjadikan indeks ini sebagai indikator (*benchmark*) yang akan selalu menjadi pegangan investor.

f. *Corporate Governance* di Indonesia

Penerapan *good corporate governance* telah menjadi fokus utama dalam pengembangan iklim usaha di Indonesia terutama dalam rangka mendorong pertumbuhan ekonomi. Perbaikan dan pengembangan *corporate governance* terus dilakukan, mengingat posisi Indonesia dalam bidang ini masih sangat memprihatinkan. Survei tahun 1999 yang dilakukan Pricewaterhouse Coopers dengan responden investor institusional di Singapura menunjukkan bahwa praktek *corporate governance* di Indonesia masih sangat rendah. Sementara hasil survei *Corporate Governance Watch* 2007 yang dikeluarkan oleh CLSA Asia-Pacific Markets suatu *investment group* independen di Hong Kong, menempatkan Indonesia pada posisi terendah bersama Philipina dari 11 pasar Asia yang disurvei, dengan kelemahannya pada peraturan, praktik, penegakkan, akuntansi, budaya *governance* di lingkungan politik.

Berbagai upaya telah dilakukan untuk menunjang dan mewujudkan GCG. Pada tahun 1999 Pemerintah membentuk Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) yang kemudian pada November 2004 berganti nama menjadi Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG), yang lingkup tugasnya lebih luas tidak hanya membuat kebijakan *governance* di sektor korporasi tetapi juga di sektor publik. Komite ini memiliki fungsi untuk memprakarsai pembangunan tata kelola yang baik sekaligus memantau perbaikan tata kelola perusahaan di Indonesia. Pada tahun 2001 KNKCG telah berhasil menerbitkan pedoman praktik GCG (*Code of Good Corporate Governance*). Swasta juga berperan dalam mengembangkan *corporate governance* ini, dengan membentuk organisasi non-pemerintah seperti *Forum for Corporate Governance for Indonesia* (FCGI) pada tahun 2000, *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG), *Corporate Leadership Development in Indonesia* (CLDI), dan *Indonesian Institute of Independent Commissioners* (IIIC).

Bae *et al.* (2003) dalam Prasetyo (2009:17) menyatakan bahwa untuk memperbaiki *corporate governance*, pemerintah harus memperkuat ketentuan hukum yang melindungi kepentingan pemegang saham dan meningkatkan penegakan hukum dan peraturan tersebut. Demikian juga perusahaan harus memperbaiki *corporate governance*-nya. Becht *et al.* (2005) dalam Prasetyo (2009:17) menyatakan bahwa paling tidak terdapat sedikitnya dua alasan perlunya intervensi dari regulator. Pertama, regulasi

yang dikeluarkan regulator (pemerintah) akan mendukung peraturan-peraturan pokok yang ada di perusahaan, karena peraturan yang dibuat oleh pendiri perusahaan atau pemegang saham bersifat subyektif dan tidak efisien, mereka mungkin ingin membatalkan atau mengubahnya di kemudian hari, masalah akan timbul ketika perusahaan tidak memiliki komitmen untuk tidak mengubah atau membatalkan peraturan yang telah dibuatnya. Ketika pemegang saham tersebar dan tidak terlibat aktif dalam perusahaan, hal itu mungkin terjadi bahwa manajemen mengubah aturan untuk kepentingannya sendiri.

3. *Return* (Imbal Hasil)

Return merupakan hasil imbal yang diperoleh dari investasi. Ada dua macam *return* (Jogiyanto, 2008):

a. *Return* Realisasi

Return realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan nilai historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan *expected return* dan risiko di masa datang. Beberapa pengukuran *return* realisasi yang banyak digunakan adalah *return total*, *return relative*, *return cumulative* dan *return* disesuaikan (*adjusted return*), sedangkan rata-rata dari *return* dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika atau rata-rata geometrik.

b. *Return* Ekspektasi

Return ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. *Return* ini digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. *Return* ekspektasi dapat dihitung berdasarkan beberapa cara, yaitu: berdasarkan nilai ekspektasi masa depan, berdasarkan nilai-nilai *return* historis, dan berdasarkan model *return* ekspektasi yang ada.

4. *Abnormal Return*

Menurut Jogiyanto (2010:94), *abnormal return* merupakan kelebihan dari imbal hasil yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap imbal hasil normal. Imbal hasil normal merupakan imbal hasil ekspektasi (*expected return*) atau imbal hasil yang diharapkan oleh investor. Dengan demikian imbal hasil tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara imbal hasil sesungguhnya yang terjadi dengan imbal hasil ekspektasi.

Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2005:43-49) mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan model *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model*. Dalam penelitian ini akan digunakan *market adjusted model* (model disesuaikan pasar) karena dianggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

$$E[R_{i,t}] = R_{M,t}$$

(Jogiyanto, 2010: 76)

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *return* ekspektasian sekuritas ke-i perioda peristiwa ke-t

$R_{M,t}$ = return pasar perioda peristiwa ke-t yang dapat dihitung dengan rumus $R_{M,t} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$ dengan IHSG_t adalah Indeks Harga Saham Gabungan perioda ke-t

5. Volume Perdagangan Saham (*Trading Volume Activity* – TVA)

Volume perdagangan saham merupakan banyaknya lembar saham yang diperdagangkan dalam satu hari perdagangan. Ditinjau dari fungsinya, maka dapat dikatakan bahwa TVA merupakan suatu variasi dari *event study*. Pendekatan *trading volume activity* ini dapat digunakan untuk menguji hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*weak form efficiency*) karena pada pasar yang belum efisien atau efisien dalam bentuk lemah, perubahan harga belum dengan segera mencerminkan informasi yang ada sehingga peneliti hanya dapat mengamati reaksi pasar modal melalui pergerakan volume perdagangan pada pasar modal yang diteliti (Sunur, 2006).

Menurut Ambar dan Bambang (1998), volume perdagangan saham adalah aktivitas perdagangan saham yang terjadi pada waktu tertentu yang diperoleh dengan membandingkan atau membagi antara saham yang diperdagangkan dengan saham yang beredar di bursa efek.

Perubahan volume perdagangan saham di pasar modal menunjukkan aktivitas perdagangan saham di bursa dan mencerminkan keputusan investasi investor. Aktivitas volume perdagangan ini digunakan untuk melihat apakah investor individual menilai pengumuman tersebut informatif. Sehingga dapat dikatakan informasi tersebut dapat memengaruhi suatu investasi.

Perhitungan aktivitas volume perdagangan dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar perusahaan tersebut dalam kurun waktu yang sama.

6. Studi Peristiwa (*Event Study*)

a. Pengertian Studi Peristiwa

Studi peristiwa (*event study*) disebut juga dengan nama analisis residual (*residual analysis*) atau pengujian indeks kinerja tak normal (*abnormal performance index test*) atau pengujian reaksi pasar (*market reaction test*). Bowman (1983) mendefinisikan suatu studi peristiwa sebagai studi yang melibatkan analisis perilaku harga sekuritas sekitar waktu suatu kejadian atau pengumuman informasi (Jogiyanto, 2010: 4).

b. Alasan Melakukan Studi Peristiwa

Beberapa alasan melakukan studi peristiwa menurut Jogiyanto (2010) adalah:

- 1) Studi peristiwa digunakan untuk menganalisis pengaruh dari suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan. Dibandingkan dengan laba

akuntansi, harga saham dipandang lebih mencerminkan kinerja sesungguhnya dari perusahaan. McWilliams dan Siegel (1997) berargumentasi bahwa harga-harga saham mencerminkan nilai dari perusahaan, karena merefleksikan nilai dari aliran-aliran kas masa depan dan sudah memasukkan semua informasi yang relevan.

- 2) Studi peristiwa digunakan karena mengukur langsung pengaruh peristiwa terhadap harga saham perusahaan pada saat terjadinya peristiwa karena harga saham tersedia pada saat peristiwanya terjadi.
- 3) Kemudahan mendapatkan data untuk melakukan studi peristiwa. Data yang digunakan hanya tanggal peristiwa dan harga-harga saham perusahaan bersangkutan dan indeks pasar (untuk mengukur *return* pasar).

c. Tipe Studi Peristiwa

Penelitian-penelitian studi peristiwa digolongkan ke dalam empat kategori, yaitu sebagai berikut (Jogiyanto, 2010):

1) Kandungan Informasi

Studi peristiwa kategori ini digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu peristiwa. Jika suatu peristiwa atau informasi mengandung informasi, maka akan direspon oleh pasar yang ditunjukkan oleh adanya *abnormal return*.

2) Efisiensi Pasar (*Market Efficiency*)

Studi peristiwa ini digunakan untuk menguji pasar efisien. Pengujian pasar efisien adalah lanjutan dari pengujian kandungan informasi. Jika

pengujian kandungan informasi hanya menguji *abnormal return* sebagai reaksi pasar, pengujian pasar efisien meneruskan dengan menguji kecepatan reaksi pasar tersebut. Pasar disebut efisien secara informasi jika suatu peristiwa atau informasi direaksi dengan penuh dan cepat oleh pasar.

3) Evaluasi Model (*Model Evaluation*)

Evaluasi model adalah penelitian yang mengevaluasi model-model yang digunakan di studi peristiwa untuk menentukan model mana yang paling sesuai untuk kondisi yang tertentu.

4) Penjelasan Metrik (*Metrik Explanation*)

Penelitian kategori penjelasan metrik mencoba menjelaskan penyebab reaksi pasar secara lebih lanjut. Penelitian ini menggunakan *abnormal return* sebagai variabel dependen dan variabel-variabel penyebab, misalnya karakteristik perusahaan sebagai variabel-variabel dependen untuk menjelaskan untuk menjelaskan terjadinya *abnormal return*.

d. Reaksi Pasar

Penelitian studi peristiwa meneliti reaksi pasar karena terdapat suatu peristiwa. Pasar akan bereaksi pada peristiwa yang mengandung informasi. Suatu peristiwa dapat diibaratkan sebagai suatu kejutan (*surprise*) atau sesuatu yang tidak diharapkan (*unexpected*). Semakin besar kejutannya, semakin besar reaksi pasarnya. Reaksi pasar dari suatu peristiwa diproksikan dengan *abnormal return*. *Abnormal return* yang bernilai nol menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap peristiwa yang terjadi.

Jika pasar bereaksi terhadap peristiwa yang terjadi, maka akan diperoleh *abnormal return* signifikan berbeda dengan nol. Tanda dari *abnormal return* positif atau negatif menunjukkan arah reaksi pasar terjadi akibat kabar baik atau buruk. Peristiwa kabar baik diharapkan akan direaksi secara positif oleh pasar, begitu juga sebaliknya kabar buruk akan direaksi secara negatif oleh pasar.

Suatu peristiwa atau informasi dianggap sebagai kabar baik atau kabar buruk dihubungkan dengan nilai ekonomis yang dikandungnya. Jika suatu peristiwa atau informasi mengandung nilai ekonomis meningkatkan nilai perusahaan, maka dikategorikan sebagai kabar baik. Jika peristiwa tersebut mengandung nilai ekonomis menurunkan nilai perusahaan, maka termasuk sebagai kabar buruk.

Selain menggunakan *abnormal return*, reaksi pasar juga dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham yang diukur dengan *trading volume activity* (TVA). Dengan menggunakan volume perdagangan saham, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mengandung informasi mengakibatkan tingkat permintaan saham akan lebih tinggi daripada tingkat penawaran saham sehingga volume perdagangan saham mengalami peningkatan. Sebaliknya, jika pengumuman tidak mengandung informasi maka tingkat permintaan saham akan lebih rendah dibandingkan tingkat penawaran saham sehingga volume perdagangan saham mengalami penurunan.

e. Asumsi-asumsi Studi Peristiwa

Menurut McWilliams dan Siegel (1997) dalam Jogiyanto (2010) metode studi peristiwa didasarkan pada tiga asumsi dasar, yaitu:

1) Asumsi Efisiensi Pasar

Pasar efisien dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa sebagai berikut:

- a) Investor adalah penerima harga (*price taker*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat memengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari suatu sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang melakukan *demand* dan *supply*.
- b) Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah.
- c) Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya *random* satu dengan yang lainnya. Informasi dihasilkan secara *random* mempunyai arti bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
- d) Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru.

Pasar dapat dikatakan efisien jika waktu penyesuaian harga ekuilibrium baru dilakukan dengan cepat. Waktu yang cepat tidak harus seketika, tetapi harus dalam waktu yang cepat. Seberapa cepat waktu yang dibutuhkan

tergantung dengan jenis informasinya. Jenis informasi yang mungkin cukup lama untuk dievaluasi oleh pasar adalah *merger* atau akuisisi.

2) Asumsi Peristiwa-peristiwa Tidak Diantisipasi

Untuk menguji reaksi pasar terhadap suatu peristiwa, perlu diasumsikan bahwa peristiwa tersebut belum dan tidak diantisipasi sebelumnya, sehingga reaksi pasar benar-benar hasil dari peristiwa tersebut. Jika peristiwa-peristiwa sudah diantisipasi, maka reaksi pasar sudah terjadi sebelumnya bukan pada saat diumumkan.

3) Asumsi Tidak Ada Efek-efek Pengganggu

Asumsi ini adalah reaksi pasar yang terjadi diakibatkan karena peristiwa yang diteliti bukan karena peristiwa lainnya yang terjadi. Jika ada peristiwa-peristiwa lain yang terjadi bersamaan dengan peristiwa yang diteliti, maka reaksi dari pasar dicurigai mungkin karena peristiwa-peristiwa tersebut. Supaya yakin bahwa reaksi pasar disebabkan oleh peristiwa yang diteliti, maka peristiwa-peristiwa lainnya tidak boleh ada dan terjadi di sepanjang *event window*. Peristiwa-peristiwa lainnya ini disebut dengan peristiwa-peristiwa pengganggu (*confounding events*). Peristiwa-peristiwa pengganggu ini dapat memberikan efek pengganggu (*confounding effect*).

B. Penelitian Relevan

Penelitian-penelitian terdahulu yang ada tentang reaksi pasar adalah sebagai berikut:

1. Almilia dan Sifa (2006) melakukan penelitian mengenai reaksi pasar terhadap publikasi *Corporate Governace Perception Index* (CGPI). Secara garis besar, penelitian ini mengemukakan bahwa pengumuman CGPI direaksi oleh pasar yang ditandai dengan adanya *abnormal return* dan volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman, baik pada perusahaan yang masuk sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI. Ditemukan juga bahwa diantara kedua kelompok perusahaan tersebut tidak terdapat perbedaan *abnormal return* dan volume perdagangan saham pada saat pengumuman CGPI.
2. Arifin (2003) menguji pengaruh pengumuman *earning* pada perusahaan yang menerapkan *corporate governance* terhadap reaksi harga dan volume perdagangan saham. Dengan menggunakan *dummy corporate governance* sebagai variabel bebas, Arifin membagi perusahaan menjadi dua kelompok, yaitu perusahaan yang bagus *corporate governance*-nya dan yang kurang bagus *corporate governance*-nya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman *earning* yang dilakukan oleh perusahaan yang bagus *corporate governance*-nya tidak secara signifikan meningkatkan *value* relevan dari pengumuman *earning* namun secara signifikan menurunkan divergensi ekspektasi investor, terbukti dengan volume perdagangan yang signifikan lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang kurang bagus *corporate governance*-nya.
3. Gantowati dan Sulistiyani (2008) meneliti tentang reaksi pasar terhadap pengumuman dividen yang masuk *Corporate Governance Perception*

Index. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen pada perusahaan yang masuk CGPI direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya variabilitas tingkat keuntungan saham dan volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

4. Wirajaya (2011) meneliti tentang reaksi pasar atas pengumuman *Corporate Governance Perception Index* di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2008. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman CGPI pada perusahaan yang mengikuti survei penerapan *corporate governance* pada perusahaan yang berperingkat baik dan cukup direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* dan perubahan volume perdagangan saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.
5. Budiman dan Supatmi (2009) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Pengumuman Indonesia *Sustainability Reporting Award* (ISRA) terhadap *Abnormal Return* dan Volume Perdagangan Saham (Studi Kasus pada Perusahaan Pemegang ISRA Periode 2005-2008)” menemukan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* saham perusahaan yang memenangkan *award* di seputar tanggal pengumuman ISRA, khususnya pada periode setelah tanggal pengumuman.

C. Kerangka Pikir

Informasi yang tersedia di publik kerap dijadikan dasar bagi pengambilan keputusan investor di pasar modal, termasuk salah satunya adalah informasi tentang penerapan GCG di perusahaan. Berdasarkan landasan teoritis dan

penelitian terdahulu, maka kerangka pikir dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Reaksi Pasar dan *Abnormal Return*

Pengumuman CGPI diduga memiliki kandungan informasi yang dapat memengaruhi reaksi pasar. Reaksi pasar tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham perusahaan bersangkutan yang diukur dengan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya, suatu pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

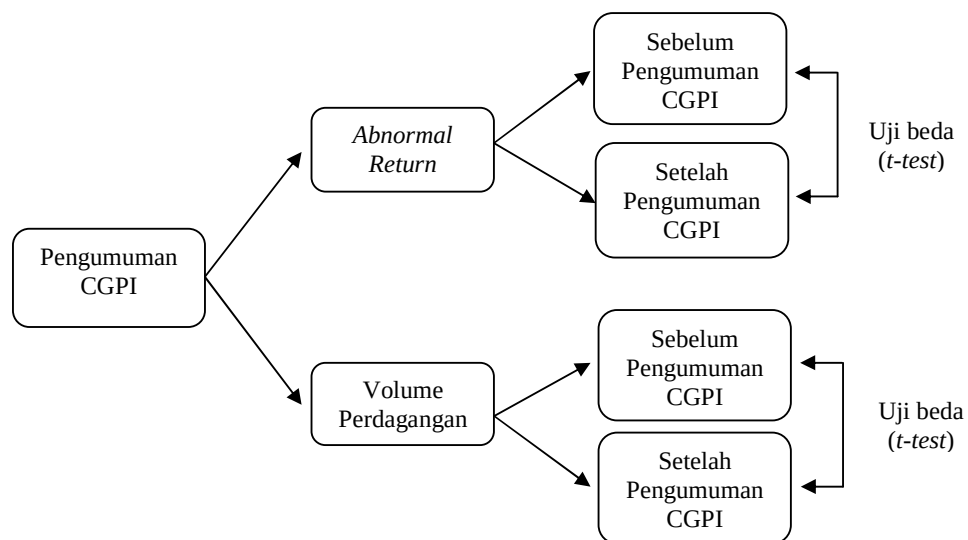
2. Reaksi Pasar dan *Trading Volume Activity*

Reaksi pasar tidak hanya ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham yang tercermin dari *abnormal return*, tetapi juga ditunjukkan dengan adanya perubahan aktivitas perdagangan yang tercermin dari volume perdagangan saham perusahaan yang bersangkutan. Volume perdagangan dapat diukur dengan *trading volume activity* (TVA). TVA dapat digunakan untuk melihat apakah investor secara individual menilai informasi CGPI yang berupa peneringkatan ini sebagai sinyal positif atau negatif untuk membuat keputusan perdagangan saham. Apabila investor mengartikan sebagai sinyal positif atas informasi CGPI tersebut, maka permintaan saham akan lebih tinggi daripada penawaran saham sehingga volume perdagangan akan meningkat. Sebaliknya, apabila muncul sinyal negatif atas informasi CGPI, maka tingkat permintaan

saham yang terjadi akan lebih rendah dibandingkan dengan tingkat penawaran saham sehingga volume perdagangan saham mengalami penurunan.

D. Paradigma Penelitian

Penelitian reaksi pasar terhadap *Good Corporate Governance* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara sistematis dapat digambarkan seperti berikut:



Gambar 1. Paradigma Penelitian

E. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan penelitian, landasan teori dan kerangka berpikir yang telah dikemukakan di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Ha₁ : terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman *Corporate Governance Perception Index*.
- Ha₂ : terdapat *trading volume activity* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman *Corporate Governance Perception Index*.
- Ha₃ : terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman *Corporate Governance Perception Index*.
- Ha₄ : terdapat perbedaan rata-rata *trading volume activity* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman *Corporate Governance Perception Index*.