

**ANALISA PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE*
TERHADAP REAKSI PASAR DISEKITAR HARI EX-DIVIDEN**

TESIS

**YASMIN SOULISA
0606011192**



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM PASCASARJANA ILMU MANAJEMEN
DEPOK
AGUSTUS 2008**

**ANALISA PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE*
TERHADAP REAKSI PASAR DISEKITAR HARI EX-DIVIDEN**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister dalam
Ilmu Manajemen

**YASMIN SOULISA
0606011192**



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM PASCASARJANA ILMU MANAJEMEN
DEPOK
AGUSTUS 2008**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.




Nama : Yasmin Soulisa
NPM : 0606011192
Tanda Tangan : 
Tanggal : 13 Agustus 2008

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Yasmin Soulisa
NPM : 0606011192
Program Studi : Ilmu Manajemen
Judul Tesis : Analisa Pengaruh *Corporate Governance* terhadap
Reaksi Pasar disekitar Hari Ex-Dividen

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains Manajemen pada Program Studi Ilmu Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Helson Siagian, Ph.D. 
Penguji : Ruslan Prijadi, Ph.D. 
Penguji : Rofikoh Rokhim, Ph.D. 

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 23 Juli 2008

KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Program Studi Ilmu Manajemen Kekhususan Keuangan pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

- (1) Bapak Ruslan Prijadi, Ph.D., selaku Ketua Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana FEUI;
- (2) Bapak Helson Siagian, Ph.D., selaku dosen pembimbing yang telah memberikan pengarahan dan bimbingan dalam penyusunan tesis ini;
- (3) Ibu Rofikoh Rokhim, Ph.D., selaku dosen penguji yang telah memberikan saran dalam penyempurnaan tesis ini;
- (4) Mama, alm. Papa, Kak Ari dan Kak Ivy yang senantiasa mengiringi setiap langkah;
- (5) Adjie, atas doa dan motivasi yang diberikan;
- (6) Rekan-rekan di pascafe UI; Mas Dwi, Pak Karnen, Dewi, Lina, Andi, Irfan, Yusuf, Fadel, Reza, Andri, Bu Ros, Mba Lupi, Dini, Gina, Nuri, dan Julio yang telah banyak memberikan bantuan dan dorongan semangat;
- (7) Staf sekretariat dan perpustakaan pascafe yang telah banyak membantu selama penulis kuliah di pascafe Ilmu Manajemen Universitas Indonesia.

Akhir kata, saya berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Depok, Agustus 2008

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademika Universitas Indonesia, saya bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Yasmin Soulisa
NPM : 0606011192
Program Studi : Ilmu Manajemen
Departemen : Keuangan
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Tesis

demikian pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

Analisa Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Reaksi Pasar disekitar Hari Ex-Divididen

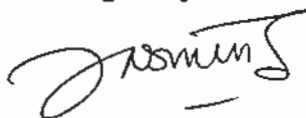
Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pengkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 13 Agustus 2008

Yang menyatakan



(Yasmin Soulisa)

ABSTRAK

Nama : Yasmin Soulisa
Program Studi : Ilmu Manajemen
Judul : Analisa Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Reaksi Pasar disekitar Hari Ex-Dividenden

Corporate governance merupakan rangkaian proses, aturan, kebijaksanaan, hukum dan institusi yang mempengaruhi cara perusahaan diarahkan, dikelola atau dikontrol. Peningkatan *corporate governance* berdasarkan angka *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang dikembangkan oleh the *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) dimaksudkan agar setiap perusahaan di Indonesia mengetahui seberapa baik tingkat *corporate governance* perusahaan mereka, sehingga dengan demikian dapat terus memperbaiki diri. Penelitian ini membandingkan *return* saham dan volume perdagangan disekitar hari ex-dividen antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dan *return* saham dan volume perdagangan disekitar hari ex-dividen dari perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI. Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* dan *abnormal volume* yang signifikan antara kedua kelompok. Hasil dari penelitian juga menunjukkan bahwa perusahaan yang masuk dalam CGPI lebih disukai oleh *dividend capture* atau investor, dibandingkan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

Kata kunci:
corporate governance, event study, hari ex-dividen.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
LEMBAR PENGESAHAN	ii
KATA PENGANTAR	iii
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	iv
ABSTRAK	v
DAFTAR ISI	vii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR LAMPIRAN	xii
1. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Permasalahan	1
1.2. Perumusan Masalah	3
1.3. Tujuan Penelitian	3
1.3.1 Tujuan Umum	4
1.3.2 Tujuan Khusus	4
1.4. Manfaat Penelitian	4
1.5. Sistematika Penulisan	4
2. TINJAUAN PUSTAKA	6
2.1. <i>Agency Problem</i> dan Kontrol akan Perusahaan	6
2.1.1 <i>Agency Relationship</i>	6
2.1.2 Tujuan Manajemen	6
2.1.3 <i>Corporate Governance</i>	7
2.1.4 Definisi <i>Corporate Governance</i>	8
2.2. Dividen bagi Perusahaan	10
2.3. Efisiensi Pasar	13
2.4. <i>Event Study</i>	14
2.5. Penelitian-Penelitian Terdahulu	15
2.5.1 Penelitian mengenai <i>Corporate Governance</i>	15
2.5.2 Penelitian tentang Kandungan Informasi Ex-Dividen	16
2.5.3 Penelitian yang Berkaitan dengan Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Nilai Perusahaan	17
3. RERANGKA KONSEPTUAL	19
3.1. Klasifikasi <i>Corporate Governance</i>	19
3.2. Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Return Hari Ex-Dividen	20
3.3. Pengaruh <i>Abnormal Return</i>	20
3.3.1 <i>Actual Return</i> Saham	21
3.3.2 <i>Market Return</i>	21
3.3.3 <i>Expected Return</i>	22
3.3.4 <i>Standardized Abnormal Return</i>	22
3.3.5 <i>Cumulative Abnormal Return</i>	23

3.4. Pengaruh Volume Perdagangan	23
3.4.1 <i>Abnormal Trading Volume</i>	24
3.4.2 <i>Percentage Abnormal Trading Volume</i> dan <i>Standardized Abnormal Volume</i>	24
3.4.3 Signifikansi <i>Abnormal Volume</i>	25
3.4.4 <i>Cumulative Abnormal Volume</i>	25
3.4.5 Rata-rata <i>Abnormal Volume</i> pada <i>Cum-Day</i> dan Hari Ex-Dividen	26
3.4.6 Signifikansi Perbedaan pada <i>Abnormal Return</i> dan <i>Abnormal Volume</i>	26
3.5. Hipotesis Penelitian	27
3.6. Bagan Rerangka Konseptual	27
4. METODE PENELITIAN	29
4.1. Pemilihan Sampel	29
4.2. Variabel Penelitian	30
4.2.1 <i>Abnormal Return</i> pada <i>Event Period</i>	30
4.2.2 <i>Abnormal Return</i> pada Hari Ex-Dividen	30
4.2.3 <i>Standardized Abnormal Return</i>	30
4.2.4 <i>Cumulative Abnormal Return</i>	30
4.2.5 <i>Abnormal Trading Volume</i>	31
4.2.6 <i>Standardized Abnormal Volume</i>	31
4.2.7 <i>Cumulative Abnormal Volume</i>	31
4.2.8 Rata-rata <i>Abnormal Volume</i> pada <i>Cum-Day</i> dan Hari Ex-Dividen	31
4.3. Pengumpulan Data	31
4.4. Hipotesis Statistik	33
4.5. Metode Analisis Data	34
4.5.1 <i>One Sample T-test</i>	34
4.5.2 Uji Data	35
4.5.3 <i>Two Independent Samples Test</i>	35
4.6. <i>Flowchart of Analysis</i>	35
5. ANALISIS PENELITIAN	37
5.1. Statistik Deskriptif	38
5.2. Hasil <i>One Sample T-Test</i>	40
5.2.1 <i>Abnormal Return</i> pada <i>Event Period</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	40
5.2.2 <i>Cumulative Abnormal Return</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	41
5.2.3 <i>Abnormal Volume</i> pada <i>Event Period</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	43

5.2.4	<i>Cumulative Abnormal Volume</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	45
5.2.5	Rata-rata <i>Abnormal Volume</i> pada <i>Cum-Day</i> dan <i>Ex-Day</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	46
5.3.	Hasil Uji Data Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	47
5.3.1	Hasil Uji Normalitas dan Uji Kesamaan Varian <i>Abnormal Return</i>	47
5.3.2	Hasil Uji Normalitas dan Uji Kesamaan Varian Rata-rata <i>Abnormal Volume</i> pada <i>Cum-day</i> dan Hari Ex-Dividenden	50
5.4.	Hasil <i>Two Independent Samples Test</i>	51
5.4.1	Signifikansi Perbedaan <i>Abnormal Return</i>	51
5.4.2	Signifikansi Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal Volume</i> pada <i>Cum-day</i> dan Hari Ex-Dividenden	53
5.5.	Pembahasan Hasil Penelitian	54
5.5.1.	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Return Saham</i> disekitar Hari Ex-Dividenden	55
5.5.2.	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Volume Perdagangan</i> disekitar Hari Ex-Dividenden	55
6.	KESIMPULAN DAN SARAN	57
1.1.	Kesimpulan	57
1.2.	Saran	58
	DAFTAR REFERENSI	59

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	19
Tabel 5.1	Pemilihan Sampel/Data	38
Tabel 5.2	Statistik Deskriptif	39
Tabel 5.3	<i>Abnormal Return</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	40
Tabel 5.4	<i>Abnormal Return</i> Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	41
Tabel 5.5	<i>Cumulative Abnormal Return</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	42
Tabel 5.6	<i>Abnormal Volume</i> pada <i>Event Period</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	44
Tabel 5.7	<i>Cumulative Abnormal Volume</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	45
Tabel 5.8	Rata-rata <i>Abnormal Volume</i> dari <i>Cum-Date</i> dan <i>Ex-Date</i> ($AbVol_{1,0}$) Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	47
Tabel 5.9	Hasil Uji Normalitas dan Uji Kesamaan Varian <i>Abnormal Return</i>	48
Tabel 5.10	Hasil Uji Normalitas dan Uji Kesamaan Varian Rata-rata <i>Abnormal Volume</i> pada <i>Cum-Day</i> dan Hari <i>Ex-Dividen</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	50
Tabel 5.11	Hasil Uji Signifikansi Perbedaan <i>Abnormal Return</i> dengan <i>Mann-Whitney U Test</i>	52
Tabel 5.12	Hasil Uji Signifikansi Perbedaan <i>Abnormal Return</i> dengan <i>Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test</i>	52
Tabel 5.13	Hasil Uji Signifikansi Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal Volume</i> pada <i>Cum-Day</i> dan Hari <i>Ex-Dividen</i> dengan <i>Mann-Whitney U Test</i>	53
Tabel 5.14	Hasil Uji Signifikansi Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal Volume</i> pada <i>Cum-Day</i> dan Hari <i>Ex-Dividen</i> dengan <i>Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test</i>	54

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Mekanisme Pembayaran Dividen	12
Gambar 2.2	<i>Timeline</i> dari <i>Event Study</i>	14
Gambar 3.1	Bagan Rerangka Konseptual	28
Gambar 4.1	<i>Flowchart of Analysis</i>	36
Gambar 5.1	<i>Cumulative Abnormal Return</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	43
Gambar 5.2	<i>Cumulative Abnormal Volume</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	46

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Hasil Uji Regresi	62
Lampiran 2	Hasil <i>One Sample T-Test Abnormal Return</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	65
Lampiran 3	Hasil <i>One Sample T-Test Abnormal Return</i> Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	66
Lampiran 4	Hasil <i>Non-Parametric Test Cumulative Abnormal Return</i>	67
Lampiran 5	Hasil <i>One Sample T-Test Abnormal Volume</i> Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	69
Lampiran 6	Hasil <i>One Sample T-Test Abnormal Volume</i> Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	70
Lampiran 7	Hasil <i>One Sample T-Test Rata-rata Abnormal Volume</i> dari t_1 dan t_0	71
Lampiran 8	Hasil Uji Normalitas dan Kesamaan Varian <i>Abnormal Return</i>	72
Lampiran 9	Hasil Uji Normalitas dan Kesamaan Varian Rata-rata <i>Abnormal Volume</i> pada <i>Cum-Day</i> dan Hari Ex-Dividen	74
Lampiran 10	Hasil <i>Non-Parametric Test Abnormal Return</i>	75
Lampiran 11	Hasil <i>Non-Parametric Test Rata-rata Abnormal Volume</i> pada <i>Cum-Day</i> dan Hari Ex-Dividen	77
Lampiran 12	Daftar Sampel Perusahaan	78

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Permasalahan

Sebelum tahun 1997, praktik *good corporate governance* (GCG) kurang diterapkan dan konsep dari GCG lebih banyak hanya dibahas oleh para akademisi. Hingga kemudian terjadi beberapa peristiwa ekonomi penting yang mengingatkan betapa pentingnya penerapan GCG, antara lain krisis finansial di Asia Timur dan Tenggara yang melanda Thailand, Korea Selatan, Malaysia, Filipina, dan Indonesia. Kurangnya mekanisme *corporate governance* perusahaan membuat lembaga-lembaga bisnis dan ekonomi di negara-negara tersebut hancur. Selain itu, bangkrutnya dua perusahaan besar yang sempat menjadi perusahaan terkemuka di pasar modal karena praktik *corporate governance* yang buruk, yakni Enron dan WorldCom. Selain itu beberapa perusahaan terkenal seperti Arthur Andersen, Global Crossing, dan Tyco kini juga sedang berusaha bangkit setelah sempat mengalami kemunduran akibat konflik dalam manajemen perusahaan. Peristiwa besar terbaru—Bear Stearns yang karena *hedge fund*-nya banyak memiliki *subprime bond* dalam CDO (*Collateralized Debt Obligation*) harus menderita kerugian yang besar akibat meningkatnya gagal bayar dan *foreclosure* di sektor properti perumahan. Krisis kredit hipotek perumahan di Amerika Serikat juga membuat banyak perusahaan raksasa seperti Citigroup dan Merrill Lynch, turut merugi. Merrill Lynch mengalami kerugian terbesar sepanjang 93 tahun terakhir, pada 24 Oktober 2007 perusahaan ini melaporkan telah mengalami pengurangan nilai aset (*writedown*) US\$ 8,4 miliar, dan merugi US\$ 2,24 miliar atau US\$ 2,82 per saham.¹ Bursa saham di Wall Street, New York, turut jatuh dan dampak dari hal tersebut menjalar ke bursa dunia lainnya.

Salah satu contoh kasus berkaitan dengan *corporate governance* yang terjadi di Indonesia adalah tutupnya salah satu maskapai penerbangan swasta Indonesia, PT Adam SkyConnection Airlines (AdamAir). PT Bhakti Investama Tbk yang melalui anak perusahaannya PT Global Transport Service (GTS) dan

¹ Ratnasari, E. (4 Maret 2008). "Mereka yang Mundur dan dipecat," www.wartaekonomi.com.

Five Star mengakuisisi 50% saham maskapai tersebut pada 12 April 2007, mengkaji kemungkinan mundur dari AdamAir mengingat kurangnya pelaksanaan *corporate governance* perusahaan yang baik. Direktur GTS saat itu, Gustiono Kustianto, mengatakan rencana menarik investasi itu menyusul rendahnya tingkat keselamatan AdamAir pascamasa pembelian 50% saham maskapai itu, selain itu masalah transparansi juga menjadi alasan akan mundurnya GTS dari maskapai berkonsep tarif murah (*low fare*) itu.² Mundurnya PT Bhakti Investama Tbk menyebabkan nasib 3000 karyawan AdamAir menjadi tidak menentu. Peristiwa-peristiwa itu semua tampaknya mengingatkan orang akan pentingnya penerapan GCG.

Salah satu indikator pelaksanaan GCG di Indonesia adalah *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), yaitu pemeringkatan *corporate governance* yang dilakukan majalah SWASEMBADA dan IICG. Metode penilaian yang digunakan untuk setiap tahun berbeda-beda dan terus disempurnakan. Survey CGPI 2006 mencakup 10 aspek penilaian berdasarkan *self assessment*, yakni: komitmen, transparansi, akuntabilitas, tanggung jawab, independensi, *fairness*, kompetensi (*skill*), misi (*share value*), kepemimpinan (*style*), dan kolaborasi (*staff*).³

Untuk menelaah dampak penerapan GCG tersebut di atas, penulis akan mengkaitkan *corporate governance* dengan hari *ex-dividen* (*ex-dividend day*). Hari *ex-dividen* merupakan hari dimana pada hari itu dan seterusnya saham diperdagangkan minus nominal *dividen* yang telah diumumkan sebelumnya. Gorman et al. (2005) menemukan bahwa pada saham *American Depository Receipt* (ADR)—yang kurang diminati oleh *dividend capture* dibandingkan *US Stock*—terdapat *return* saham yang lebih besar dan volume perdagangan yang lebih kecil daripada *US Stock*.

Penelitian ini akan menggunakan metode *event study*. Metode *event study* menggunakan data transaksi dari pasar keuangan untuk memprediksi laba atau rugi finansial yang diasosiasikan dengan informasi yang baru masuk ke pasar.

² Wibawa, H. (14 Maret 2008). "Manajemen AdamAir Sesalkan GTS Tarik Investasi." www.bisnis.com.

³ Rahayu, E. M (Januari 2008). "Ada Wajah-wajah Baru di CGPI 2006." Majalah SWA 01/XXIV/9-23 Januari 2008.

Ide dasar dari *event study* adalah bahwa *event* yang dimaksud diteliti dalam “*event-time*” dimana memungkinkan untuk beberapa *event* yang sama dilihat secara simultan. Hal ini memungkinkan untuk mengisolasi dampak dari *event* yang diteliti dari kondisi pasar secara luas yang turut mempengaruhi harga saham.

Menurut Fama et al. (1969), *event study* didasarkan pada hipotesis pasar efisien. Pada hipotesis ini, perubahan harga saham biasanya disebabkan oleh informasi yang masuk ke pasar, atau mungkin hasil dari *event* yang tidak diharapkan terjadi.

Brown dan Warner (1984) meneliti bagaimana karakteristik khusus *return* harian saham mempengaruhi metodologi *event study* dan menemukan bahwa meskipun karakteristik data harian secara umum menimbulkan sedikit kesulitan dalam konteks metodologi *event study*, namun karakteristik data harian dapat pula menguntungkan, sebagai contoh dalam kasus yang melibatkan peningkatan yang bervariasi atau otokorelasi yang tinggi. Penelitian ini juga menunjukkan kesamaan antara kekuatan empiris dari prosedur *event study* dengan kekuatan teoritis.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah, perumusan masalah yang dapat diambil dalam penelitian ini adalah apakah perusahaan yang masuk dalam CGPI memiliki *abnormal return* yang negatif dan volume perdagangan yang positif disekitar hari ex-dividen sementara perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI sebaliknya, juga apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* dan volume perdagangan disekitar hari ex-dividen antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

Periode penelitian adalah tahun 2002-2006 pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan perumusan masalah yang telah diuraikan sebelumnya, maka tujuan penelitian ini adalah:

1.3.1 Tujuan Umum

Tujuan umum penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *abnormal return* dan *abnormal volume* disekitar hari ex-dividen antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

1.3.2 Tujuan Khusus

Tujuan khusus penelitian ini yaitu untuk mengetahui pengaruh pemeringkatan CGPI terhadap *abnormal return* dan *abnormal volume* perusahaan disekitar hari ex-dividen.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan bisa bermanfaat bagi semua pihak, yaitu:

1. Bagi pihak manajemen perusahaan, investor, kreditor, dan pihak-pihak yang berkompeten dalam melakukan keputusan investasi, kredit, dan keputusan sejenis secara rasional.
2. Penelitian juga bisa diharapkan menjadi acuan bagi otoritas moneter dalam mengevaluasi kebijakan terhadap kinerja perusahaan yang akan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi.
3. Studi ini diharapkan juga bisa mendorong peneliti lain untuk dapat melanjutkan dan mengembangkan serta menyempurnakan penelitian ini dengan lebih baik di masa yang akan datang.

1.5. Sistematika Penulisan

Penulisan tesis ini akan diorganisasikan ke dalam enam bab, yaitu:

Bab 1 Pendahuluan.

Memuat latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian dan manfaat yang diharapkan. Secara garis besar, bab ini memuat penjelasan yang menjadi alasan-alasan dikemukakannya masalah dalam tesis ini.

Bab 2 Tinjauan Pustaka.

Merupakan landasan teori yang berisi tentang teori-teori para ahli dibidang keuangan yang berkaitan dengan variabel-variabel penelitian sebagai acuan untuk memecahkan masalah penelitian dan untuk merumuskan hipotesis.

Bab 3 Rerangka Konseptual.

Memberikan uraian singkat tentang kerangka pemikiran yang mengarah kepada hipotesa yang akan dibangun. Dalam bab ini juga disampaikan hipotesis penelitian.

Bab 4 Metodologi Penelitian.

Memberikan gambaran lebih jauh mengenai data, variabel yang digunakan, spesifikasi model serta teknik yang digunakan dalam menganalisis permasalahan.

Bab 5 Analisis Penelitian.

Memuat hasil analisis dan pengujian serta pembahasan yang dilakukan dalam penelitian ini.

Bab 6 Kesimpulan dan Saran.

Memuat kesimpulan berupa pernyataan singkat dari hasil penelitian dan analisis yang dilakukan. Disampaikan pula saran bagi pengembangan penelitian lebih lanjut.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. *Agency Problem dan Kontrol akan Perusahaan*

Manajer keuangan pada dasarnya bertindak demi kepentingan terbaik bagi para pemegang saham dengan mengambil langkah yang dapat meningkatkan nilai saham. Namun di perusahaan-perusahaan besar, kepemilikan dapat tersebar dalam jumlah pemegang saham yang sangat banyak. Penyebaran kepemilikan ini dapat berarti bahwa manajemen secara efektif menguasai perusahaan.

2.1.1 *Agency Relationship*

Hubungan antara pemegang saham dan manajemen disebut *agency relationship*. Hubungan tersebut ada ketika seseorang (*principal*) mempekerjakan orang lain (agen) untuk mewakili kepentingannya. Dalam hubungan tersebut terdapat kemungkinan terjadi konflik kepentingan antara *principal* dan agen. Konflik tersebut disebut *agency problem*.

Fama dan Jensen (1983) dalam penelitiannya mengenai pemisahan akan kepemilikan dan kontrol, menguji hipotesis bahwa struktur kontrak dari berbagai perusahaan memisahkan antara ratifikasi dan pengawasan (*monitoring*) pengambilan keputusan dari inisiasi dan implementasi keputusan. Hasil analisisnya adalah:

1. Pemisahan dari penanggung residual dari manajemen keputusan mengarah ke sistem pengambilan keputusan yang memisahkan manajemen keputusan dari kontrol keputusan.
2. Kombinasi manajemen keputusan dan kontrol keputusan dalam beberapa agen mengarah ke klaim residual yang sebagian besar dibatasi bagi agen-agen ini.

2.1.2 *Tujuan Manajemen*

Ketika perusahaan mempertimbangkan untuk melakukan investasi baru, terdapat dua hal yang menjadi pertimbangan. Pertama apabila investasi baru

tersebut diperkirakan dapat meningkatkan nilai saham, maka pemilik perusahaan akan berkeinginan untuk mengambil investasi tersebut. Kedua, apabila investasi tersebut justru menghasilkan dampak yang buruk bagi nilai perusahaan maka manajemen terancam akan kehilangan pekerjaan. Ketika manajemen memutuskan untuk tidak melakukan investasi baru, maka pemegang saham kemungkinan akan kehilangan kesempatan berharga. Ini adalah salah satu contoh dari *agency cost*.

Secara umum, istilah *agency cost* merujuk kepada biaya dari konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Biaya-biaya ini dapat bersifat tidak langsung maupun langsung. *Agency cost* yang bersifat tidak langsung adalah hilangnya kesempatan bagi pemegang saham untuk memperoleh keuntungan yang seharusnya diperoleh dari investasi baru.

Agency cost yang bersifat langsung terdapat dua tipe, yaitu:

1. Tipe pertama; pengeluaran perusahaan yang menguntungkan manajemen namun merugikan pemegang saham. Masuk dalam kategori ini adalah pembelian jet perusahaan yang mewah dan tidak perlu.
2. Tipe kedua; pengeluaran yang meningkat dari kebutuhan untuk memonitor perilaku manajemen. Sebagai contoh: membayar auditor luar untuk mengakses akurasi informasi laporan keuangan.

2.1.3 *Corporate Governance*

Salah satu mekanisme penting pengawasan laporan keuangan adalah melalui *corporate governance* perusahaan. Laporan keuangan memerlukan persetujuan dewan direksi perusahaan (*board of directors*). Banyak perusahaan yang memiliki komite audit (*audit committee*)—suatu subkomite dari dewan komisaris—untuk mengawasi proses pelaporan keuangan. Audit komite diangkat oleh dewan komisaris dan terdiri atas manajer maupun pihak luar. Komite audit sering kali diberikan kekuasaan yang luas dan tanggung jawab yang terkait dengan berbagai aspek dalam proses pelaporan. Hal ini mencakup penilaian metode akuntansi, prosedur pengawasan internal, dan audit internal. Beberapa pihak beranggapan bahwa komite audit yang independen dan kuat merupakan ciri-ciri penting pengelolaan perusahaan yang memberikan kontribusi penting atas kualitas laporan keuangan.

2.1.4 Definisi *Corporate Governance*

Pernyataan yang paling luas diterima tentang praktik *corporate governance* yaitu yang dikemukakan oleh *Organisation for Economic Cooperation and Development* (OECD) seperti tercantum dalam Syakhroza (2003) sebagai berikut:

“Corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The Corporate Governance structure specifies the distribution of the right and responsibilities among different participants in the corporation, such as the board, managers, shareholders, and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides this structure through which the company objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance.”

Dari dalam negeri, *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) pada 2000 mendefinisikan *corporate governance* sebagai proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan, dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* yang lain. Syakhroza (2003) mengatakan bahwa *corporate governance* adalah suatu sistem yang dipakai *board* untuk mengarahkan dan mengendalikan serta mengawasi (*directing, controlling, and supervising*) pengelolaan sumber daya organisasi secara efisien, efektif, ekonomis, dan produktif—E3P dengan prinsip-prinsip *transparency, accountability, responsibility, independence, dan fairness*—TARIF dalam rangka mencapai tujuan organisasi. Uraian prinsip ataupun pelaksanaan *corporate governance* antarnegara dan antarperusahaan pun bisa berbeda-beda, karena perbedaan latar belakang ekonomi, sosial budaya, dan sebagainya.

Prinsip-prinsip *corporate governance* menurut OECD (2004)⁵ adalah:

1. Hak Pemegang Saham.

⁵ The Organisation for Economic Cooperation and Development. (1999, revised 2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. <http://www.oecd.org>.

Kerangka *corporate governance* harus melindungi hak-hak pemegang saham.

2. Perlakuan yang adil terhadap semua pemegang saham.

Kerangka *corporate governance* harus memastikan perlakuan yang sama pada semua pemegang saham, termasuk minoritas dan pemegang saham asing. Seluruh pemegang saham harus memiliki kesempatan untuk memperoleh kompensasi apabila terjadi pelanggaran pada hak mereka.

3. *Stakeholder* dalam *Corporate Governance*.

Kerangka *corporate governance* harus menyadari hak-hak pemegang saham sebagaimana yang diatur berdasarkan hukum dan mendorong kerjasama aktif antara perusahaan dan *stakeholder* dalam menciptakan *wealth* dan lapangan pekerjaan, dan mempertahankan keberadaan perusahaan yang berfinansial baik.

4. Keterbukaan dan Transparansi.

Kerangka *corporate governance* harus memastikan laporan keuangan selalu tersedia secara berkala dan akurat dalam kondisi apapun, termasuk situasi finansial, kinerja, kepemilikan, dan tata perusahaan.

5. Tanggung jawab Dewan Direksi.

Kerangka *corporate governance* harus memastikan panduan strategi dari perusahaan, pengawasan yang efektif terhadap manajemen oleh direksi, dan akuntabilitas direksi kepada perusahaan dan para pemegang saham.

Prinsip-prinsip ini tentu saja berfokus pada beberapa area pokok—hak dan peranan dari pemegang saham, keterbukaan dan transparansi, dan tanggungjawab direksi. Secara sederhana, *corporate governance* adalah proses, sistem dan struktur yang memungkinkan lima prinsip dalam operasional perusahaan, yakni: independensi, transparansi, akuntabilitas, *fairness*, dan tanggungjawab bisa terealisasi. Selain itu diperlukan struktur yang tertib, misalnya terdapat komisaris independen, komisaris audit, komite vendor, atau komite lainnya, yang memungkinkan sistem dan proses perusahaan berjalan baik. Bila hal ini dapat diterapkan, perusahaan akan memiliki fondasi yang amat kuat untuk menciptakan keunggulan daya saing sehingga bisa berkelanjutan.

Penelitian yang dilakukan oleh Black (2001) pada 51 perusahaan berperingkat *governance* terbaik menurut *Russian Investment Bank* untuk 16 perusahaan publik di Rusia menunjukkan bahwa perilaku *corporate governance* di negara tersebut tampaknya tidak hanya mempengaruhi *market value* perusahaan, namun juga merupakan determinan yang dominan dari *value ratio*. Black mengkonversi regresi logaritma menjadi bentuk eksponensial sebagai berikut.

$$\text{value ratio} = 0.755 e^{(0.148)(\text{governance ranking})}$$

Meski hasil penelitian Black ini bersifat *tentative* mengingat kecilnya jumlah observasi yang digunakan, namun hal ini menunjukkan bahwa perilaku *corporate governance* perusahaan dapat berdampak besar pada nilai pasar perusahaan pada negara dimana pengaturan terhadap perilaku perusahaan lemah.

Sementara di Indonesia sendiri perilaku *corporate governance* dan dampaknya pada nilai perusahaan telah diteliti oleh beberapa akademisi, antara lain Kim Sung Suk (2006) yang menyatakan nilai perusahaan di Indonesia memiliki pengaruh positif terhadap praktik *corporate governance*, namun tidak demikian dengan sebaliknya.

2.2. Dividen bagi Perusahaan

Meski para pemegang saham (*stockholders*), *bondholders* dan manajemen membentuk perusahaan untuk secara mutualisme mendatangkan keuntungan, namun terdapat kemungkinan dimana salah satu pihak mendapat keuntungan dari pengeluaran pihak yang lain. Konflik antara *bondholders* yang ingin agar pemegang saham menyediakan dana tunai sebanyak mungkin dalam perusahaan untuk menghadapi kemungkinan *financial distress* dan pemegang saham yang berkeinginan untuk menyimpan dana tunai berlebih untuk dirinya sendiri, diatasi manajer dengan pemberian dividen. Maka, pembagian dividen dapat pula diartikan sebagai transfer *wealth* dari *bondholders* ke pemegang saham.

Pembagian ini akan mengurangi laba ditahan dan kas yang tersedia bagi perusahaan. Meskipun mengurangi laba ditahan dan kas perusahaan tetapi distribusi keuntungan kepada para pemilik merupakan tujuan utama suatu bisnis. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam

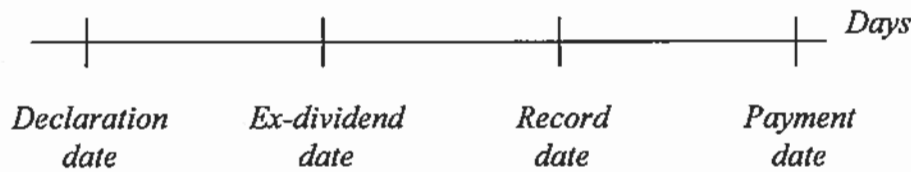
Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Jika seorang investor ingin mendapatkan dividen, maka investor tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen.

Terdapat 3 jenis dividen, yaitu:

1. Dividen tunai (*cash dividend*), artinya adalah dividen yang diberikan kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam nominal tertentu untuk setiap saham dan dikenai pajak pada tahun pengeluarannya.
2. Dividen saham (*stock dividend*), artinya adalah dividen yang diberikan kepada setiap pemegang saham diberikan dividen sejumlah saham sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang investor akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut.
3. Dividen property (*property dividend*), artinya adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk aset, tetapi pembagian dividen dengan cara ini jarang dilakukan.

Keputusan untuk membayar dividen terletak pada dewan direksi perusahaan. Dividen dibagikan kepada pemegang saham pada waktu yang telah ditetapkan. Ketika dividen telah diumumkan, hal tersebut menjadi kewajiban bagi perusahaan dan tidak dapat begitu saja diabaikan oleh perusahaan. Besaran dividen dapat dinyatakan dalam rupiah per saham (*dividend per share*), persentase dari harga pasar (*dividend yield*), atau dalam persentase *earnings per share* (*dividend payout*).

Mekanisme dari pembayaran dividen dapat digambarkan sebagai berikut.



Sumber : Ross, Westerfield, Jaffe, dan Jordan. 2008. "Modern Financial Management," Hal. 511. McGraw Hill. New York

Gambar 2.1. Mekanisme Pembayaran Dividen

Keterangan:

1. *Declaration date*: dewan direksi mengumumkan pembayaran dividen.
2. *Record date*: dividen yang telah diumumkan dibagikan ke pemegang saham yang tercatat pada hari yang telah ditentukan.
3. *Ex-dividend date*: saham menjadi ex-dividen pada saat pemilik memutuskan untuk menyimpan dividen; dibawah peraturan New York Stock Exchange (NYSE), saham diperdagangkan secara ex-dividen pada saat dan setelah hari kerja kedua sebelum *record date*.
4. *Payment date*: cek dividen dikirimkan ke pemegang saham yang tercatat.

Hari ex-dividen menjadi penting karena investor yang membeli saham sebelum hari ex-dividen akan mendapatkan keuntungan dari pembagian dividen, sementara investor yang membeli saham pada saat atau setelah hari ex-dividen tidak akan diikutsertakan dalam pembagian dividen. Harga saham—dengan asumsi tidak terjadi peristiwa lain yang turut mempengaruhi—akan turun pada hari ex-dividen. Dalam kondisi tidak ada pajak maupun biaya transaksi, harga saham akan turun sebesar berikut:

Sebelum hari ex-dividen	$Price = IDR (P+1)$
Saat dan setelah hari ex-dividen	$Price = IDR P$

Keterangan:

IDR : Indonesian Rupiah

2.3. Efisiensi Pasar

Hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*—EMH) berhubungan dengan reaksi harga pasar terhadap informasi keuangan dan informasi lainnya.

Terdapat tiga bentuk umum EMH, yaitu:

1. Bentuk Lemah (*Weak Form*).

EMH menyatakan bahwa harga mencerminkan sepenuhnya informasi yang terkandung dalam pergerakan harga historis.

2. Bentuk Semikuat (*Semistrong Form*).

EMH menyatakan bahwa harga mencerminkan sepenuhnya informasi yang tersedia untuk publik.

3. Bentuk Kuat (*Strong Form*).

EMH menyatakan bahwa harga mencerminkan seluruh informasi termasuk informasi dari dalam.

Hipotesis pasar efisien selama ini banyak memperoleh dukungan maupun tentangan. Fama (1998) mengulas studi akademis tentang anomali pada pasar, dan menemukan bahwa separuh dari investor menunjukkan perilaku *overaction* dan separuh lagi *underaction*. Fama menyimpulkan bahwa hal ini merupakan bukti yang sejalan dengan hipotesis efisiensi market bahwa anomali adalah peristiwa *accident*.

Warren Buffet (2004) mengekspresikan keheranannya bahwa EMH masih dipercaya oleh beberapa peneliti dan analis. Buffet berlawanan dengan hipotesis pasar efisien menyatakan, "*observing correctly that the market was frequently efficient, went on to conclude incorrectly that it was always efficient. The difference between these propositions is night and day.*"⁶

Terdapat banyak penelitian atas EMH. Hasil-hasil penelitian awal menunjukkan bukti-bukti yang sangat mendukung EMH bentuk lemah dan EMH bentuk semikuat sehingga efisiensi pasar modal menjadi hipotesis yang umum diterima. Tetapi penelitian-penelitian yang lebih baru mempertanyakan konsistensi EMH. Beberapa anomali pada pergerakan harga saham menunjukkan kenyataan bahwa investor dapat memperoleh pengembalian lebih dengan

⁶ John Kay. (24 Maret 2004). "A Fortune Built on Defying the Pull of Theory." *Financial Times*.

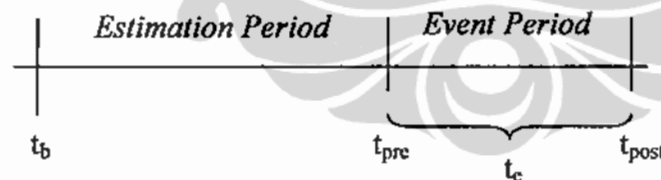
menggunakan strategi yang sederhana. Namun hingga saat ini, pendekatan melalui harga saham masih merupakan perkiraan nilai perusahaan yang dapat diterima

2.4. *Event Study*

Bila harga saham merefleksikan semua informasi terakhir yang tersedia, maka perubahan harga harus merefleksikan informasi yang terbaru. Oleh karena itu, pengukuran pentingnya suatu peristiwa terhadap harga saham dapat dilakukan dengan cara mengamati perubahan harga selama periode pada saat peristiwa tersebut terjadi.

Event study menggambarkan teknik penelitian empiris finansial yang memungkinkan pengamat mengetahui dampak peristiwa tertentu terhadap perubahan harga saham.

Peterson (1989) menyatakan *event study* bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang diperoleh oleh investor akibat terjadinya peristiwa tertentu. Peterson menggambarkan garis waktu penelitian yang menggunakan periode yang mendahului suatu peristiwa untuk estimasi parameter sebagai berikut.



Gambar 2.2. *Timeline* dari *Event Study*

Keterangan:

- t_b = Awal periode yang digunakan untuk estimasi *return* normal saham;
- t_{pre} = Awal periode yang digunakan untuk perhitungan *abnormal return*;
- t_c = *Event period*; dan
- t_{post} = Akhir periode yang digunakan untuk perhitungan *abnormal return*.

2.5. Penelitian-Penelitian Terdahulu

Terdapat banyak penelitian yang memperkirakan apakah *corporate governance* secara keseluruhan dapat memprediksi nilai pasar atau kinerja perusahaan. Penelitian-penelitian tersebut masih bersifat terbatas.

2.5.1 Penelitian mengenai *Corporate Governance*

Penelitian-penelitian tentang *corporate governance* antara lain oleh Black (2001) dan Klapper dan Love (2006) memiliki keterbatasan yang tergolong penting. Secara garis besar, tidak ada diantaranya yang memiliki cara yang baik untuk mengontrol *endogeneity* atau *signaling*. Black (2001) menemukan korelasi yang kuat antara *governance index* dan harga saham pada perusahaan-perusahaan di Rusia. Namun, penelitian tersebut memiliki sampel yang kecil, yaitu 21 perusahaan besar dan variabel kontrol yang minim. Juga hasil ini mungkin tidak umum di luar Rusia, yang pada saat penelitian tergolong *level governance* negara miskin. Black juga menyatakan perilaku *corporate governance* memiliki efek yang kuat terhadap nilai pasar pada negara dimana peraturan hukum dan kultural dalam perilaku perusahaan masih lemah.

Gompers, Ishii, dan Metrick (2003) meneliti pertahanan *takeover* untuk perusahaan-perusahaan Amerika Serikat dan membuktikan bahwa bagian sepersepuluh (*decile*) dari perusahaan dengan pertahanan terkuat *takeover* memiliki harga saham yang lebih rendah daripada bagian sepersepuluh perusahaan yang memiliki pertahanan terlemah. Penelitian Gompers et. al tersebut juga menyatakan bahwa di dunia pada umumnya, *hostile takeover* jarang terjadi dan aspek lain dari *governance* lebih menonjol.

Durnev dan Kim (2005) menggunakan pendekatan multinegara untuk memperkirakan apakah pilihan *governance* dapat memprediksikan nilai pasar perusahaan, dan menemukan bahwa perusahaan yang memiliki skor *governance* dan transparansi yang lebih tinggi akan memiliki nilai saham yang lebih baik di pasar modal. Menurut penelitian ini, pemilihan *corporate governance* dan praktek tingkat *disclosure* berhubungan positif, dengan asumsi bahwa industri tidak mempengaruhi *governance*. Hal ini bertentangan dengan Black, Jang, dan Kim (2006) dan Gillan dan Starks (2003) yang menemukan bahwa industri

berpengaruh terhadap *governance*. Penelitian Gillian dan Starks tersebut juga mengimpikasikan bahwa kehadiran investor institusi seharusnya menjadikan harga menjadi lebih informatif, dan diikuti oleh menurunnya biaya pengawasan oleh semua investor, sehingga menghasilkan pengawasan yang lebih baik terhadap manajer dan *corporate governance* yang lebih baik.

2.5.2 Penelitian tentang Kandungan Informasi Ex-Dividen

Beberapa studi empiris telah mencoba untuk mengukur efek dari perubahan kebijakan dividen pada nilai ekuitas perusahaan. Salah satu metodologi studi yang populer merupakan penelitian terhadap perubahan harga saham disekitar hari ex-dividen. Membandingkan pergerakan harga saham dengan nominal pembayaran dividen mengarah ke estimasi valuasi relatif pasar saham dari dividen dan *capital gain*. Studi mengenai hari ex-dividen seringkali diinterpretasikan sebagai penunjukan bahwa investor menyadari kewajiban pajak mereka dan karena itu mengurangi pendapatan dividen.

Kato et al. (1995) menyimpulkan bahwa *return* saham disekitar hari ex-dividen didominasi oleh pendekatan dari banyak jumlah hari antara ex-dividen dengan akhir tahun fiskal. Harga saham mengimplikasikan tekanan untuk menjual pada sebelum akhir tahun fiskal dan tekanan untuk menjual pada awal dari tahun fiskal baru. Pola perdagangan ini tampaknya dimotivasi oleh manipulasi perdagangan internal perusahaan disekitar akhir tahun fiskal yang tidak berhubungan dengan dividen.

Koski dan Scruggs (1998) menganalisis volume perdagangan disekitar hari ex-dividen untuk meneliti identitas *traders* disekitar hari ex-dividen, dan menemukan bukti bahwa penjualan sekuritas berhubungan positif dengan *dividend yield* dan memiliki hubungan negatif dengan biaya transaksi. Gorman et al. (2004) meneliti reaksi pasar disekitar hari ex-dividen dan menemukan bahwa perbedaan *abnormal return* dan *abnormal volume* perdagangan antara US *Stocks* dan *American Depository Receipts* (ADR) disekitar hari ex-dividen menunjukkan bahwa *dividend capture* lebih menyukai US *Stocks* dibandingkan dengan saham perusahaan asing di Amerika Serikat yang diperdagangkan sebagai ADR.

2.5.3 Penelitian yang Berkaitan dengan Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan

Seperti dikemukakan pada bagian awal, definisi *corporate governance* sangatlah luas namun pada intinya konsep ini merupakan konsep yang mengatur hubungan antara pemilik dengan manajemen perusahaan atau dengan kata lain mencoba untuk mengatasi *agency problem* yang pada umumnya muncul ketika terjadi pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan.

Survey yang dilakukan CLSA (2001) atas *corporate governance* 495 perusahaan *go public* dari 25 *emerging markets* yang melibatkan 18 perusahaan Indonesia dalam Black, Jang, dan Kim (2003) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang kuat antara peringkat *corporate governance* dengan rasio keuangan dan kinerja harga saham pada perusahaan-perusahaan besar. Pada 100 perusahaan terbesar yang menjadi sampel terlihat adanya korelasi yang kuat antara peringkat *corporate governance* dengan rasio *price to book value* (PBV) dan kinerja rata-rata harga saham untuk satu, tiga, dan lima tahun.

Penelitian yang dilakukan oleh Black, Jang dan Kim (2006) terhadap 515 perusahaan yang terdaftar di *Korean Stock Exchange* menunjukkan bahwa indeks *corporate governance* memiliki hubungan positif dengan kenaikan nilai buku (*book value*) perusahaan. Kenaikan 10% *corporate governance index* akan diikuti oleh kenaikan dalam Tobin's *q* sebesar 6% dan kenaikan *market/book ratio* sebesar 14%. Hal ini menunjukkan bahwa praktik *corporate governance* memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan yang dikemukakan oleh Klapper dan Love (2003) yang menguji data peringkat *corporate governance* di tingkat perusahaan pada 14 *emerging markets* dan menemukan bahwa terdapat variasi yang lebar pada *governance* di level tersebut dan memiliki rata-rata tingkat *governance* yang lebih rendah di negara dengan sistem perundang-undangan yang lemah. Dalam kesimpulannya, penelitian ini menyatakan bahwa *good corporate governance* berkorelasi positif dengan *market valuation* dan kinerja operasi.

Drobetz, Schillhofer, Zimmermann (2003) menunjukkan adanya hubungan positif antara *corporate governance* yang dilaksanakan oleh perusahaan-perusahaan di Jerman dengan nilai perusahaan, dan terdapat bukti yang kuat

bahwa *expected return* berkorelasi negatif dengan *corporate governance ranking*. Chong-En Bai et al. (2003) juga menunjukkan bahwa *corporate governance* perusahaan yang baik diasosiasikan dengan valuasi nilai saham yang lebih tinggi, dan identifikasi terhadap efek penilaian dari mekanisme *corporate governance* mengindikasikan bahwa *good corporate governance* sangat berpengaruh dalam pasar modal China yang masih berkembang. Investor di China bersedia untuk membayar premium yang signifikan untuk perusahaan dengan standar *corporate governance* yang lebih baik.



BAB 3 RERANGKA KONSEPTUAL

3.1. Klasifikasi *Corporate Governance*

Penelitian ini menggunakan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), hasil pemeringkatan penerapan *corporate governance* yang dipublikasikan *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) dan majalah SWA. Alasan penggunaan indeks ini disebabkan oleh keterbatasan data tentang penelitian penerapan *corporate governance* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Indeks tersebut merupakan satu-satunya indeks (yang dipublikasikan) dari hasil penelitian pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan menggunakan instrumen yang telah disesuaikan dengan ketentuan-ketentuan peraturan yang berlaku di Indonesia.

Komponen indeks tersebut adalah prinsip-prinsip *corporate governance* yang telah dikembangkan oleh OECD, yaitu independen, *fairness*, akuntabilitas, tanggung jawab, dan transparansi. Prinsip tersebut dijabarkan dalam tujuh bagian: Komitmen, Dewan Komisaris, Dewan Direksi, Komite Fungsional, Hak Pemegang Saham, Tanggung Jawab, dan Transparansi. Indeks ini menggunakan skala interval 0 – 100.

Tabel 3.1. pada halaman berikut menjelaskan jumlah perusahaan yang masuk dalam CGPI untuk setiap tahunnya.

Tabel 3.1. Perusahaan yang Masuk dalam CGPI

	Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	Total Emiten di BEI
CGPI 2002	33	321
CGPI 2003	31	332
CGPI 2004	22	323
CGPI 2005	22 (publik) & 4 (BUMN)	335 (publik) & 137 (BUMN)
CGPI 2006	17 (publik) & 8 (BUMN)	

Sumber : IICG

3.2. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Return* Hari Ex-Dividen

Prinsip-prinsip dari *corporate governance* diantaranya adalah transparansi dan perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham. Menurut Asquith dan Mullins (1983), inisiasi dividen dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham. Kebijakan dividen dinilai merupakan mekanisme transmisi informasi sehingga investor mendapatkan keuntungan dengan dikeluarkannya informasi berharga secara teratur.

Menurut Elton dan Grober (1970) seperti yang tercantum dalam Gorman et al. (2004), *price drop ratio* pada hari ex-dividen dihitung sebagai berikut:

$$\frac{P_{cum} - P_{ex}}{D} \quad (3.1)$$

dimana

P_{cum} = Harga saham pada saat *cum-date* (sehari sebelum ex-dividen);

P_{ex} = Harga saham pada hari ex-dividen; dan

D = Nominal dividen.

Nilai *price drop ratio* yang lebih kecil dari satu mengimplikasikan *return* positif pada hari ex-dividen. *Return* yang positif mengimplikasikan ada beberapa faktor yang menghalangi investor untuk mendapatkan nilai penuh dari dividen, sehingga saham perusahaan tersebut dinilai kurang menarik bagi *trader/dividend capture*.

Dalam penelitian ini akan diuji beberapa hipotesis diantaranya:

- H1:** Perusahaan yang masuk dalam CGPI menunjukkan *abnormal return* yang negatif pada hari ex-dividen.
- H2:** Perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI menunjukkan *abnormal return* yang positif pada hari ex-dividen.

3.3. Pengaruh *Abnormal Return*

Abnormal return digunakan untuk menggambarkan imbal yang dihasilkan oleh saham atau portofolio selama masa periode tertentu yang berbeda dengan *expected rate of return*. *Expected rate of return* yakni estimasi imbal hasil

berdasarkan *asset pricing model*, menggunakan rata-rata historis yang panjang atau perhitungan yang beragam.

Abnormal return adalah selisih antara *return* sesungguhnya (*actual return*) dengan *expected return*. *Abnormal return* digunakan untuk melihat harga saham pada *event window* untuk masing-masing hari disekitar tanggal peristiwa.

Abnormal return dapat dihitung dengan persamaan:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (3.2)$$

dimana

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham *i* pada periode *t*;

$R_{i,t}$ = *Actual return* saham *i* pada periode *t*; dan

$E(R_{i,t})$ = *Expected return* saham *i* pada periode *t*.

3.3.1 Actual Return Saham

Actual return saham diartikan sebagai imbal yang sesungguhnya diperoleh oleh investor. Berbeda dengan *expected return*, *actual return* adalah apa yang investor sesungguhnya peroleh dari investasi mereka.

Actual return saham dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Actual Return} = R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,(t-1)}}{P_{i,(t-1)}} \quad (3.3)$$

dimana

$R_{i,t}$ = *Actual return* saham *i* pada saat *t*;

$P_{i,t}$ = Harga saham *i* pada saat *t*; dan

$P_{i,(t-1)}$ = Harga saham *i* pada saat *t-1*.

3.3.2 Market Return

Market return adalah persentase pertumbuhan dari nilai pasar perusahaan dengan asumsi bahwa seluruh dividen diinvestasi kembali. *Market return* dihitung untuk mencari nilai *expected return* saham.

Perhitungan untuk *market return* dengan formula di bawah ini.

$$R_{Mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (3.4)$$

dimana

R_{Mt} = *Market return* pada saat t ;

$IHSG_t$ = *IHSG* pada saat t ; dan

$IHSG_{t-1}$ = *IHSG* pada saat $t-1$.

3.3.3 *Expected Return*

Ini merupakan imbal yang setiap investor harapkan dari saham mereka untuk diperoleh dalam periode berikutnya. *Expected return* hanya berupa ekspektasi, sehingga imbal hasil sebenarnya (*actual return*) dapat lebih tinggi atau rendah.

Expected return dapat diprediksi dengan pendekatan *market model*, yaitu dengan persamaan di bawah ini:

$$E(r_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} \quad (3.5)$$

dimana

$E(r_{i,t})$ = *Expected return* saham i pada saat t ;

α_i = *Intercept* dari saham i ;

β_i = *Beta* saham dari saham i ; dan

R_{Mt} = *Market return* pada saat t .

3.3.4 *Standardized Abnormal Return*

Analisis signifikansi statistik dari *abnormal return* diperlukan dalam uji hipotesis yang berkaitan dengan reaksi pasar. Analisis ini memerlukan standarisasi *abnormal return* untuk merefleksikan *statistical error* dalam perhitungan *expected return* (Peterson, 1989).

Standardized Abnormal Return (SAR) dihitung dengan persamaan berikut:

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{s_{ie}} \quad (3.6)$$

dimana

SAR_{it} = *Standardized abnormal return* saham i pada periode t ;

AR = *Abnormal return* saham i pada periode t ; dan

s_{ie} = *Standard error* saham periode estimasi.

3.3.5 *Cumulative Abnormal Return*

Indikator yang lebih baik untuk mengukur dampak dari pengumuman suatu informasi adalah *Cumulative Abnormal Return* (CAR). CAR adalah perhitungan untuk menggambarkan perilaku harga rata-rata saham pada sepanjang waktu tertentu. CAR dihitung dengan menjumlahkan seluruh *abnormal return* selama periode waktu yang diamati.

Perhitungan untuk CAR adalah sebagai berikut:

$$CAR = \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (3.7)$$

dimana

CAR = *Cumulative abnormal return* dalam periode t ;

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham i dalam periode t ; dan

n = Jumlah sampel.

CAR dengan demikian mencakup seluruh pergerakan saham perusahaan untuk sepanjang periode ketika pasar kemungkinan bereaksi terhadap informasi baru.

3.4 Pengaruh Volume Perdagangan

Volume perdagangan saham pada perusahaan yang kurang diminati investor lebih besar daripada perusahaan yang menarik bagi investor. Hal ini sejalan dengan Gorman et al. (2004) yang meneliti apakah perbedaan cara pembayaran dividen dan/atau risiko nilai tukar mata uang asing berpengaruh terhadap *return* saham dan volume perdagangan ADR pada hari ex-dividen, dan menemukan bahwa volume perdagangan pada hari ex-dividen dari ADR lebih rendah dibandingkan dengan *US Stock*.

Dalam penelitian ini akan diuji hipotesis:

- H3:** Perusahaan yang masuk dalam CGPI menunjukkan *abnormal volume* yang positif pada hari ex-dividen.
- H4:** Perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI menunjukkan *abnormal volume* yang negatif pada hari ex-dividen.

3.4.1 *Abnormal Trading Volume*

Penelitian ini meneliti volume perdagangan pada 100 periode perdagangan disekitar hari ex-dividen ($t_3 < t_0 < t_4$). Periode perdagangan normal atau periode estimasi yang digunakan untuk menentukan rata-rata volume (\bar{V}_i) dan deviasi standar diambil dari 100 hari sebelum *event window* (t_{-103} sampai dengan t_4).

Perhitungan *abnormal volume* untuk setiap periode menggunakan persamaan sebagai berikut (Koski dan Scruggs, 1989):

$$AV_{i,t} = V_{i,t} - \bar{V}_i \quad (3.8)$$

dimana:

$AV_{i,t}$ = *Abnormal volume* saham i pada saat t ;

$V_{i,t}$ = Volume perdagangan saham i pada saat t ; dan

\bar{V}_i = Rata-rata volume normal perdagangan saham i .

3.4.2 *Percentage Abnormal Volume dan Standardized Abnormal Volume*

Interpretasi dari *abnormal volume* dilakukan dengan mencari dua statistik deskriptif, yaitu persentase *abnormal volume* (%AV) dan SAV dengan persamaan sebagai berikut (Koski dan Scruggs, 1998):

$$\%AV_{i,t} = \frac{AV_{i,t}}{\bar{V}_i} \quad (3.9)$$

dimana

$\%AV_{i,t}$ = Persentase *abnormal volume* saham i pada saat t ;

$AV_{i,t}$ = *Abnormal volume* saham i pada saat t ; dan

\bar{V}_i = Rata-rata volume normal saham i .

dan

$$SAV_{i,t} = \frac{AV_{i,t}}{\sigma(\bar{V}_i)} \quad (3.10)$$

dimana

$SAV_{i,t}$ = *Standardized abnormal volume* saham i pada saat t ;

$AV_{i,t}$ = *Abnormal volume* saham i pada saat t ; dan

$\sigma(\bar{V}_i)$ = Deviasi standar rata-rata volume normal saham i .

3.4.3 Signifikansi *Abnormal Volume*

Untuk menentukan signifikansi dari *abnormal volume* di sekitar hari ex-dividen, dihitung rata-rata persentase *abnormal volume* ($\overline{\%AV}_i$) dan rata-rata SAV (\overline{SAV}_i) untuk setiap hari dalam *event window*.

Perhitungan dari rata-rata %AV pada halaman berikut:

$$\overline{\%AV}_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \%AV_i \quad (3.11)$$

dimana

$\overline{\%AV}_i$ = Rata-rata persentase *abnormal volume* saham *i*; dan

N = Jumlah sampel.

Sementara perhitungan dari rata-rata SAV, yaitu:

$$\overline{SAV}_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAV_i \quad (3.12)$$

dimana

\overline{SAV}_i = Rata-rata *standardized abnormal volume* saham *i*; dan

N = Jumlah sampel.

Kemudian menentukan signifikan statistik dari *abnormal volume* dengan menghitung t-statistik dari rata-rata SAV:

$$t_i = \frac{\overline{SAV}_i}{\sigma(\overline{SAV}_i)/\sqrt{N}} \quad (3.13)$$

dimana

\overline{SAV}_i = Rata-rata *standardized abnormal volume* saham *i*;

$\sigma(\overline{SAV}_i)$ = Standar deviasi rata-rata *standardized abnormal volume* saham *i*; dan

N = Jumlah sampel.

3.4.4 *Cumulative Abnormal Volume*

Untuk mengamati efek kumulatif dari *event*, setiap periode dari *abnormal volume* diakumulasi untuk menghasilkan *cumulative abnormal volume*:

$$CAV = \sum_{t=1}^n AV_{i,t} \quad (3.14)$$

dimana

CAV = *Cumulative abnormal volume* dalam periode t ;

$AV_{i,t}$ = *Abnormal volume* saham i dalam periode t ; dan

n = Jumlah sampel.

3.4.5 Rata-rata *Abnormal Volume* pada *Cum-Day* dan Hari Ex-Dividen

Penelitian ini juga meneliti volume perdagangan disekitar hari ex-dividen dengan mengukur relativitas *abnormal volume* pada *cum-day* (satu hari sebelum hari ex-dividen) dan hari ex-dividen terhadap rata-rata harian volume di 100 hari periode estimasi (t_{-103} hingga t_4).

Persamaan untuk *abnormal percentage volume* ($AbVol_{-1,0}$) mengikuti Gorman et al. (2004), yaitu:

$$AbVol_{-1,0} = \left\{ \left[\frac{(1/2) \sum_{t=-1}^0 V_t}{(1/100) \sum_{t=-103}^{-4} V_t} \right] - 1 \right\} \times 100\% \quad (3.15)$$

dimana

$AbVol_{-1,0}$ = Rata-rata *abnormal volume* dari *cum-day* dan *ex-day*;

V_t = Volume perdagangan pada saat t .

3.4.6 Signifikansi Perbedaan pada *Abnormal Return* dan *Abnormal Volume*

Gorman et al. (2004) menemukan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada *return* dan volume perdagangan antara saham ADR dan US *Stock*, hal tersebut menunjukkan perilaku *dividend capture* yang lebih menyukai saham US *Stock* dibandingkan ADR. Saham ADR umumnya dimiliki oleh negara-negara yang tingkat kepatuhan terhadap peraturan kemungkinan lebih rendah dibandingkan perusahaan-perusahaan Amerika Serikat, misalnya: kepatuhan terhadap transparansi.

Penelitian ini akan menguji hipotesis sebagai berikut.

H5: Terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

H6: Terdapat perbedaan *abnormal volume* yang signifikan antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

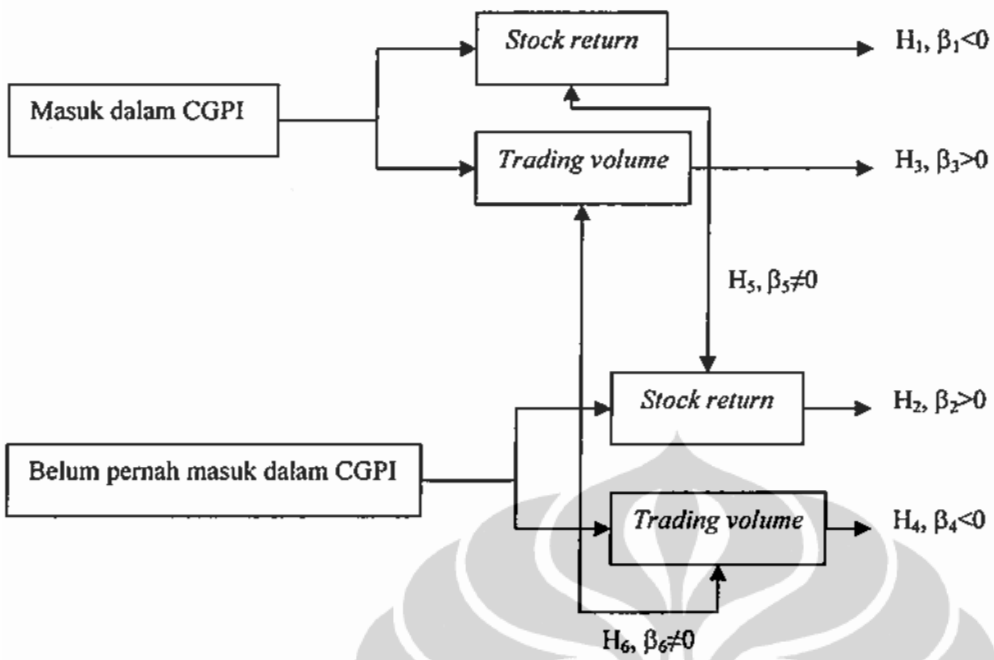
3.5. Hipotesis Penelitian

Hipotesis yang disusun peneliti sebagai berikut:

- H1: Perusahaan yang masuk dalam CGPI menunjukkan *abnormal return* yang negatif pada hari ex-dividen.
- H2: Perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI menunjukkan *abnormal return* yang positif pada hari ex-dividen.
- H3: Perusahaan yang masuk dalam CGPI menunjukkan *abnormal volume* yang positif pada hari ex-dividen.
- H4: Perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI menunjukkan *abnormal volume* yang negatif pada hari ex-dividen.
- H5: Terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk peringkat dalam CGPI.
- H6: Terdapat perbedaan *abnormal volume* yang signifikan antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

3.6. Bagan Rerangka Konseptual

Rerangka konseptual yang disusun dalam penelitian ini dipresentasikan dengan bagan sebagai berikut.



Gambar 3.1 Bagan Rerangka Konseptual

BAB 4

METODOLOGI PENELITIAN

4.1. Pemilihan Sampel

Populasi sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2002 hingga 2006. Sampel yang diambil dibagi menjadi 2 subsampel. Subsampel 1 adalah perusahaan publik yang masuk dalam CGPI dan subsampel 2 mewakili perusahaan-perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI yang melakukan pembagian dividen dalam periode 2002-2006. Selain itu, dikumpulkan pula data tanggal *ex-dividen* setiap perusahaan dari 2002 sampai 2006 untuk digunakan sebagai *event date* terhadap penelitian yang akan dilakukan. Bila ada perusahaan yang dalam satu tahun melakukan pembagian dividen lebih dari satu kali, maka *event date* yang digunakan hanya satu peristiwa saja, yaitu hari *ex-dividen* yang paling mendekati akhir tahun fiskal.

Data penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari hasil penelitian IICG-SWA yang dipublikasikan di majalah SWA dan situs resmi IICG, serta laporan tahunan perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di BEI periode tahun 2002 hingga 2006.

Ukuran-ukuran yang digunakan dalam penelitian adalah:

R	: <i>Actual return;</i>
R_M	: <i>Market return;</i>
AR	: <i>Abnormal return;</i>
E(R)	: <i>Expected return;</i>
SAR	: <i>Standardized abnormal return;</i>
CAR	: <i>Cumulative abnormal return;</i>
AV	: <i>Abnormal volume;</i>
\bar{V}	: <i>Mean normal trading volume;</i>
%AV	: <i>Percentage abnormal volume;</i>
SAV	: <i>Standardized abnormal volume;</i>
$\overline{\%AV}$: <i>Mean percentage abnormal volume;</i>

\overline{SAV} : Mean standardized abnormal volume;

$\sigma(\overline{V})$: Standard deviation of mean normal trading volume; dan

$AbVol_{1,0}$: Rata-rata abnormal volume t_1 dan t_0 .

4.2. Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dijelaskan sebagai berikut.

4.2.1 Abnormal Return pada Event Period

Untuk menguji pengaruh pemeringkatan CGPI pada reaksi pasar disekitar hari ex-dividen, dilakukan dengan cara menganalisis *abnormal return* yang terjadi.

Abnormal return merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return* saham:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (4.1)$$

4.2.2 Abnormal Return pada Hari Ex-Divididen

Mengikuti Graham et al. (2003) khusus untuk *abnormal return* pada hari ex-dividen dihitung sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = \frac{P_{ex,i,t} - P_{cum,i,t} + D_{i,t}}{P_{cum,i,t}} - E(R_{i,t}) \quad (4.2)$$

4.2.3 Standardized Abnormal Return

Abnormal return dibagi dengan *standard error* periode estimasi untuk mendapatkan *standardized abnormal return*:

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{S_{ic}} \quad (4.3)$$

4.2.4 Cumulative Abnormal Return

Abnormal return dalam *event period* dikumulatif untuk melihat efek kumulatif yang terjadi. Persamaan sebagai berikut:

$$CAR = \sum_{t=1}^n AR_{i,t} \quad (4.4)$$

4.2.5 *Abnormal Trading Volume*

Abnormal trading volume merupakan selisih dari volume perdagangan saham pada setiap hari dalam *event window* dikurangi dengan rata-rata volume normal perdagangan yang didapat dari periode estimasi:

$$AV_{i,t} = V_{i,t} - \bar{V}_i \quad (4.5)$$

4.2.6 *Standardized Abnormal Volume*

Abnormal volume dibagi dengan *standard error* pada periode estimasi untuk mendapatkan *standardized abnormal volume*:

$$SAV_{i,t} = \frac{AV_{i,t}}{\sigma(\bar{V}_i)} \quad (4.6)$$

4.2.7 *Cumulative Abnormal Volume*

Abnormal volume dalam *event period* dikumulatif—untuk melihat efek kumulatif yang terjadi—dengan persamaan:

$$CAV = \sum_{t=1}^n AV_{i,t} \quad (4.7)$$

4.2.8 *Rata-rata Abnormal Volume pada Cum-Day dan Hari Ex-Dividenden*

Rata-rata *abnormal volume* pada cum-day dan hari ex-dividen dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$AbVol_{-1,0} = \left\{ \left[\frac{(1/2) \sum_{t=-1}^0 V_t}{(1/100) \sum_{t=-103}^{-4} V_t} \right] - 1 \right\} \times 100\% \quad (4.8)$$

4.3. *Pengumpulan Data*

Observasi dalam penelitian ini dilakukan terhadap sejumlah perusahaan publik dalam kurun waktu lima tahun (2002-2006). Pengolahan data

menggunakan metode *event study*, untuk memperoleh informasi mengenai reaksi pasar selama periode penelitian.

Penelitian ini dibagi dalam dua bagian, yaitu:

1. Studi literatur, dengan membaca literatur yang berhubungan dengan objek penelitian ini serta sumber lainnya yang mendukung penelitian ini.
2. Melakukan teknik pengumpulan data sekunder, yaitu memperoleh data dari www.yahoo-finance.com, www.idx.com, www.iicg.org, OSIRIS *database*, *jsx database*, dan lain-lain. Data yang dikumpulkan adalah:
 - Daftar perusahaan yang masuk *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) tahun 2002-2006 dan melakukan pembagian dividen dalam periode 2002-2006.
 - Daftar perusahaan diluar perusahaan yang masuk CGPI tahun 2002-2006 dan melakukan pembagian dividen dalam periode 2002-2006.
 - Data tanggal *ex-dividen* dari masing-masing perusahaan yang menjadi sampel untuk kurun waktu 2002-2006. Data ini digunakan sebagai *event date* terhadap penelitian yang akan dilakukan.
 - Data peristiwa internal dan eksternal yang terjadi pada kurun waktu 2002-2006 yang dapat mempengaruhi reaksi pasar. Data ini digunakan untuk menentukan apakah perusahaan dalam populasi akan dimasukkan dalam observasi atau tidak.
 - Data perdagangan saham harian.
 - Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tahun 2002-2006.
 - Data volume saham yang diperdagangkan.

Data sekunder yang telah dikumpulkan kemudian diolah untuk mengukur variabel-variabel yang akan digunakan dalam penelitian. Kemudian pengolahan data dilakukan dengan metode regresi sederhana, *one-sample t-test*, dan uji *two independent samples test* untuk menguji hipotesis penelitian.

4.4. Hipotesis Statistik

Hipotesis statistik dari penelitian ini adalah:

- $H_{01} : \beta_1 > 0$ (*abnormal return* perusahaan yang masuk dalam CGPI lebih besar dari nol pada hari ex-dividen)
- $H_{a1} : \beta_1 < 0$ (*abnormal return* perusahaan yang masuk dalam CGPI lebih kecil dari nol pada hari ex-dividen)
- $H_{02} : \beta_2 < 0$ (*abnormal return* perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI lebih kecil dari nol pada hari ex-dividen)
- $H_{a2} : \beta_2 > 0$ (*abnormal return* perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI lebih besar dari nol pada hari ex-dividen)
- $H_{03} : \beta_3 < 0$ (*abnormal volume* perusahaan yang masuk dalam CGPI lebih kecil dari nol pada hari ex-dividen)
- $H_{a3} : \beta_3 > 0$ (*abnormal volume* perusahaan yang masuk dalam CGPI lebih besar dari nol pada hari ex-dividen)
- $H_{04} : \beta_4 > 0$ (*abnormal volume* perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI lebih besar dari nol pada hari ex-dividen)
- $H_{a4} : \beta_4 < 0$ (*abnormal volume* perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI lebih kecil dari nol pada hari ex-dividen)
- $H_{05} : \beta_5 = 0$ (tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI)
- $H_{a5} : \beta_5 \neq 0$ (terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI)
- $H_{06} : \beta_6 = 0$ (tidak terdapat perbedaan *abnormal volume* yang signifikan antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI)
- $H_{a6} : \beta_6 \neq 0$ (terdapat perbedaan *abnormal volume* yang signifikan antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI)

4.5. Metode Analisis Data

Tahap-tahap yang dilakukan sebelum menganalisis data dalam penelitian ini adalah:

1. Mengidentifikasi hari ex-dividen masing-masing perusahaan. Hari ex-dividen diidentifikasi sebagai hari nol (t_0).
2. Menentukan *event period* untuk mengukur reaksi pasar disekitar hari ex-dividen. *Event period* yang digunakan yaitu t_3 sampai dengan t_{+3} .
3. Menghitung variabel *return* dan volume perdagangan.
4. Melakukan uji hipotesis. Hipotesis 1, 2, 3 dan 4 diuji dengan menggunakan alat *one sample t-test*. Hipotesis 5 dan 6 diuji dengan menggunakan alat *two independent samples test* pada program SPSS.

4.5.1 One Sample T-test

Uji t satu sampel (*one sample t-test*) merupakan suatu pengujian yang bertujuan untuk mengetahui apakah koefisien regresi tersebut signifikan atau tidak. Uji t digunakan untuk menguji H_1 , H_2 , H_3 , dan H_4 .

Uji t didefinisikan sebagai berikut:

$$t = \frac{b_j - \beta_j}{s.e(b_j)} \quad (4.9)$$

Karena β_j akan diuji apakah sama dengan 0 ($H_0 : \beta = 0$), maka nilai β_j dalam persamaan sama dengan nol. Formula untuk menghitung t hitung menjadi:

$$t = \frac{b_j}{s.e(b_j)} \quad (4.10)$$

β_j adalah nilai koefisien pada hipotesis nol. Selanjutnya t -hitung dibandingkan dengan statistik t -tabel dengan derajat kebebasan sebesar jumlah variabel independen ditambah dengan *intercept*. Jika nilai t -hitung $>$ nilai t -tabel, maka hipotesis nol ditolak, begitu pula sebaliknya.

Dalam penelitian ini, pengujian statistik dilakukan pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$.

4.5.2 Uji Data

Pengujian data meliputi:

- a. Uji normalitas (*normality test*), untuk menguji apakah data terdistribusi normal atau tidak.
- b. Uji kesamaan varian (*homogeneity of variance test*), untuk menguji apakah dua sampel memiliki varian yang sama atau tidak.

4.5.3. *Two Independent Samples Test*

Terdapat dua asumsi uji dua sampel independen (*two independent samples test*), yaitu:

- a. Kedua kelompok sampel berasal dari populasi yang terdistribusi normal atau bisa dianggap normal;
- b. Varian kedua kelompok sampel sama atau bisa dianggap sama.

Jika asumsi tidak terpenuhi, maka bisa digunakan metode statistik non parametrik (*non-parametric test*), yaitu: *Mann-Whitney U Test* dan *Kolmogorov-Smirnov Two Sample Test*.

Formula untuk mencari t hitung dengan *Mann-Whitney U Test* sebagai berikut:

$$t = \frac{U - \left(\frac{n_1 n_2}{2} \right)}{\sigma_U} \quad (4.11)$$

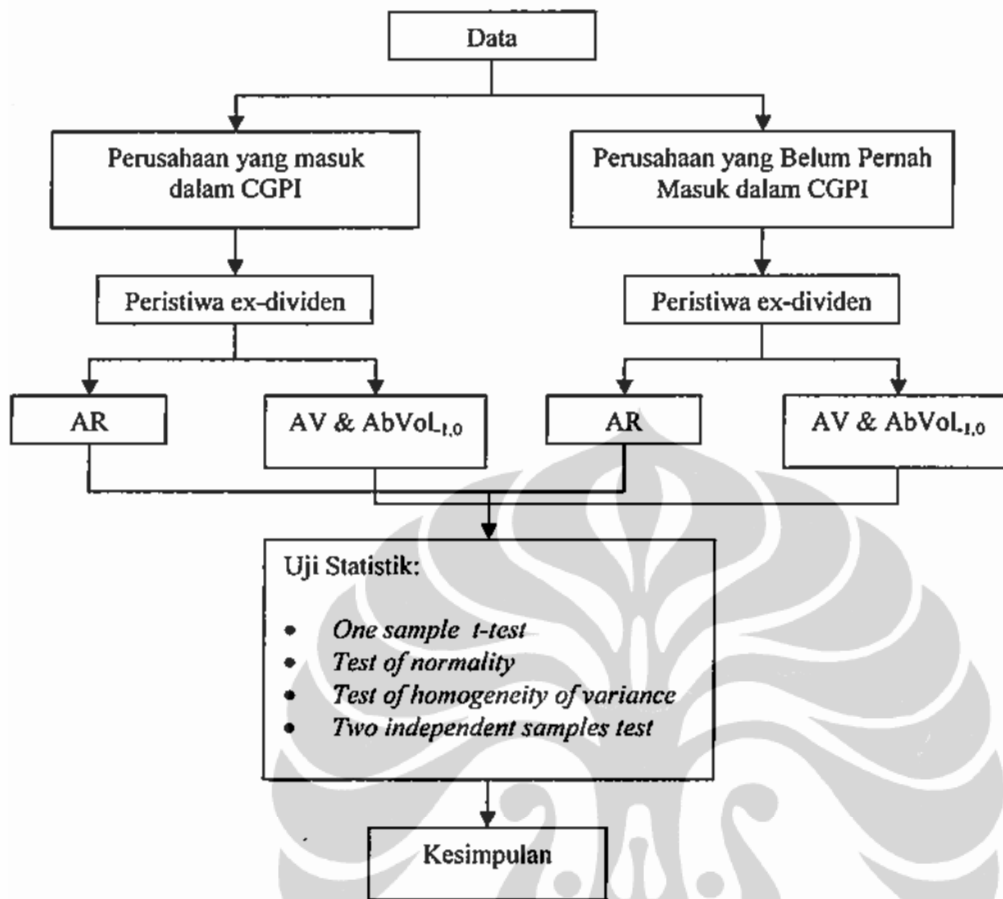
Sementara t hitung dari *Kolmogorov-Smirnov Two Sample Test* menggunakan formula:

$$t = \text{maximum} \left| F_{n_1}(X) - F_{n_2}(X) \right| \quad (4.12)$$

Untuk menguji H_5 dan H_6 , dalam penelitian ini digunakan analisis data statistik dua sampel yang terdapat pada program SPSS.

4.6. *Flowchart of Analysis*

Flowchart of analysis yang dilakukan dalam penelitian ini diperlihatkan pada Gambar 4.1 berikut.



Gambar 4.1 *Flowchart of Analysis*

BAB 5

ANALISIS PENELITIAN

Sesuai dengan metodologi yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya, penelitian dimulai dengan mengumpulkan data-data yang dibutuhkan. Data yang didapatkan berupa data informasi perusahaan-perusahaan publik yang masuk dalam peringkat *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* menurut survei IICG-SWA. Perusahaan yang masuk dalam kategori ini berjumlah 125 perusahaan publik sepanjang periode 2002-2006. Kemudian dikumpulkan data hari ex-dividen setiap tahun dari masing-masing perusahaan untuk periode 2002-2006, apabila terdapat peristiwa penting lain yang terjadi di dalam *event period* yang akan diteliti, misalnya peristiwa internal perusahaan, antara lain pengunduran diri anggota direksi, pengumuman kenaikan laba, dan sebagainya ataupun yang bersifat eksternal, seperti peristiwa peledakan bom atau pengumuman kenaikan harga BBM, maka perusahaan tersebut tidak diikutsertakan dalam observasi. Selanjutnya untuk setiap tahun diambil 10 perusahaan.

Setelah menyortir perusahaan sehingga memenuhi kriteria untuk dapat dijadikan sebagai sumber data penelitian, kemudian penulis memilih perusahaan yang tidak pernah masuk dalam peringkat CGPI. Untuk mengurangi hasil yang bias, penulis berusaha membandingkan perusahaan yang masuk peringkat dengan perusahaan yang tidak pernah masuk peringkat yang berada pada sektor industri yang sama di tahun yang sama. Selanjutnya observasi dibagi menjadi dua subsampel, yaitu subsampel pertama adalah perusahaan-perusahaan yang masuk dalam CGPI, dan subsampel kedua, yaitu perusahaan-perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI dengan hari ex-dividen paling mendekati perusahaan pada kelompok pertama. Penulis memperoleh data dari pengumpulan sampel ini sebanyak 50 hari ex-dividen untuk masing-masing subsampel, dengan demikian jumlah observasi secara keseluruhan sebanyak 100 observasi.

Karakteristik pemilihan sampel dapat dilihat pada Tabel 5.1 di halaman berikut.

Tabel 5.1. Pemilihan Sampel/Data

Sektor Industri Perusahaan	Jumlah Event	
	Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI
<i>Agriculture</i>	2	1
<i>Mining</i>	10	1
<i>Basic Industry & Chemicals</i>	0	10
<i>Miscellaneous Industry</i>	3	3
<i>Consumer Goods Industry</i>	6	6
<i>Property, Real Estate & Building Construction</i>	1	1
<i>Infrastructure, Utilities & Transportation</i>	4	4
<i>Finance</i>	17	17
<i>Trade, Services & Investment</i>	7	7
TOTAL	50	50

Sumber : Data olahan.

Akibat keterbatasan data, satu perusahaan kategori industri Pertanian (*Agriculture*) yang masuk dalam CGPI dibandingkan dengan satu perusahaan yang belum pernah masuk CGPI kategori industri Pertambangan (*Mining*), sedangkan 9 perusahaan kategori industri Pertambangan dibandingkan dengan perusahaan berkategori Industri Dasar dan Kimia (*Basic Industry and Chemicals*). Pemilihan perusahaan pembanding diambil dari sektor industri tersebut karena memiliki kesamaan operasi yakni pengolahan hasil bumi. Perusahaan-perusahaan yang masuk dalam sampel dapat dilihat pada Lampiran 12.

5.1. Statistik Deskriptif

Gambaran umum atas data yang diuji terdapat pada halaman berikut.

Tabel 5.2. Statistik Deskriptif

	Perusahaan yang Masuk dalam CGPI					Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI				
	N	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.	N	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
ABNORMAL RETURN										
t-3	50	-0.422	0.1336	-0.002	0.073	50	-0.298	0.2615	-0.002	0.0766
t-2	50	-0.292	0.1051	-0.005	0.0496	50	-0.341	0.2009	0.0051	0.0841
t-1	50	-0.122	0.0883	-0.004	0.0391	50	-0.152	0.4778	0.0286	0.1216
t0	50	-0.355	0.1222	-0.006	0.0773	50	-0.305	0.238	0.0104	0.1013
t+1	50	-0.21	0.0918	-0.01	0.0483	50	-0.438	0.4767	-0.001	0.1072
t+2	50	-0.114	0.4314	0.0106	0.0734	50	-0.169	0.6491	0.0077	0.1036
t+3	50	-0.065	0.2455	0.0085	0.0507	50	-0.118	0.2474	0.0005	0.0518
ABNORMAL VOLUME										
t-3	50	-1	7.2026	0.0759	1.6158	50	-1	13.218	-0.223	2.2547
t-2	50	-1	4.1413	-0.247	0.8722	50	-1	13.218	-0.029	2.459
t-1	50	-1	9.9488	0.415	1.9511	50	-1	13.563	0.1981	2.5948
t0	50	-1	2.5926	-0.215	0.7713	50	-1	2.8008	-0.478	0.9799
t+1	50	-1	4.6112	-0.221	1.1435	50	-1	48.191	0.7601	7.2334
t+2	50	-1	16.549	-9E-04	2.5142	50	-1	11.782	-0.374	2.0675
t+3	50	-1	6.553	0.009	1.4007	50	-1	34.385	0.1072	5.0077

Sumber : Data olahan.

Terlihat dari Tabel 5.2 bahwa rata-rata *abnormal return* di hari ex-dividen perusahaan yang masuk dalam CGPI bernilai negatif, yaitu -0.006. Sedangkan untuk hasil perhitungan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI, *abnormal return* menunjukkan nilai positif sebesar 0.0104. *Return* negatif pada hari ex-dividen mengindikasikan bahwa harga saham turun lebih besar daripada nominal dividen, dan *return* positif mengindikasikan harga saham turun lebih kecil dari nominal dividen.

Abnormal volume dari perusahaan yang masuk dalam CGPI bernilai -0.215 sedangkan *abnormal volume* perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI bernilai -0.478.

5.2. Hasil One Sample T-Test

Jumlah sampel yang dikumpulkan untuk masing-masing kelompok adalah 50 *event period*. Hasil perhitungan untuk mencari *t* hitung dari rata-rata *abnormal return* pada hari ex-dividen dengan menggunakan *one sample t test* dapat dilihat pada lampiran.

Hasil dari pengujian pengaruh pemeringkatan CGPI terhadap *return* dan volume perdagangan perusahaan di hari ex-dividen yang menggunakan uji *one sample t-test*, dijelaskan sebagai berikut.

5.2.1 *Abnormal Return* pada *Event Period* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Tabel 5.3 dibawah ini mempresentasikan hasil dari uji satu sisi *one sample t-test* terhadap *standardized abnormal return* yang terjadi disekitar dan pada hari ex-dividen untuk perusahaan yang masuk dalam CGPI.

Tabel 5.3. *Abnormal Return* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI

<i>Event Day</i>	SAR	<i>Sig. (2-tailed)</i>
t-3	0.1675	0.2074
t-2	0.0345	0.7207
t-1	0.1269	0.4159
t0	-0.2388	0.5290
t+1	-0.1596	0.1869
t+2	0.2880	0.2486
t+3	-0.0116	0.9374

Sumber : Data olahan.

Rata-rata *abnormal return* pada hari ex-dividen untuk perusahaan yang masuk dalam CGPI sebesar -0.2388 dengan *p value* 0.5290 maka tidak signifikan berbeda dari nol. *Abnormal return* yang negatif ini sesuai dengan hipotesis 1, yaitu *abnormal return* perusahaan yang masuk dalam CGPI lebih kecil dari nol pada hari ex-dividen. Hasil uji selengkapnya dapat dilihat pada Lampiran 2.

Berlawanan dengan hasil sampel pertama di atas, perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI mengalami *abnormal return* yang positif pada hari ex-

dividen, yaitu: 0.3357 dan tidak signifikan berbeda dari nol ($p\text{ value} = 0.1706$), seperti terlihat pada Tabel 5.4 berikut. *Abnormal return* positif ini mendukung hipotesis 2 ($\beta_2 > 0$) bahwa *abnormal return* perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI akan lebih besar dari nol pada hari ex-dividen.

Tabel 5.4. *Abnormal Return* Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

<i>Event Day</i>	SAR	Sig. (2-tailed)
t-3	0.0402	0.7904
t-2	0.2315	0.2190
t-1	0.1714	0.4176
t0	0.3357	0.1706
t+1	0.0487	0.7401
t+2	0.0049	0.9739
t+3	-0.0679	0.5667

Sumber : Data olahan.

Untuk kedua kelompok sampel, *abnormal return* yang terjadi pada seluruh hari dalam *event period* tidak signifikan berbeda dari nol. Hasil uji selengkapnya dapat dilihat pada Lampiran 3.

5.2.2 *Cumulative Abnormal Return* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Perusahaan yang masuk dalam CGPI akan memiliki rata-rata *abnormal return* yang negatif pada hari ex-dividen. Hal ini menunjukkan bahwa *dividend capture* lebih dapat sepenuhnya memperoleh keuntungan dibandingkan pada perusahaan yang menunjukkan *abnormal return* positif pada hari ex-dividen. *Abnormal return* positif mengindikasikan ada suatu hal yang mencegah para *dividend capture* untuk memperoleh keuntungan secara utuh. Pengamatan terhadap efek kumulatif dari peristiwa ex-dividen dapat dilihat dari Tabel 5.5 dan Gambar 5.1 berikut.

Tabel 5.5. *Cumulative Abnormal Return* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

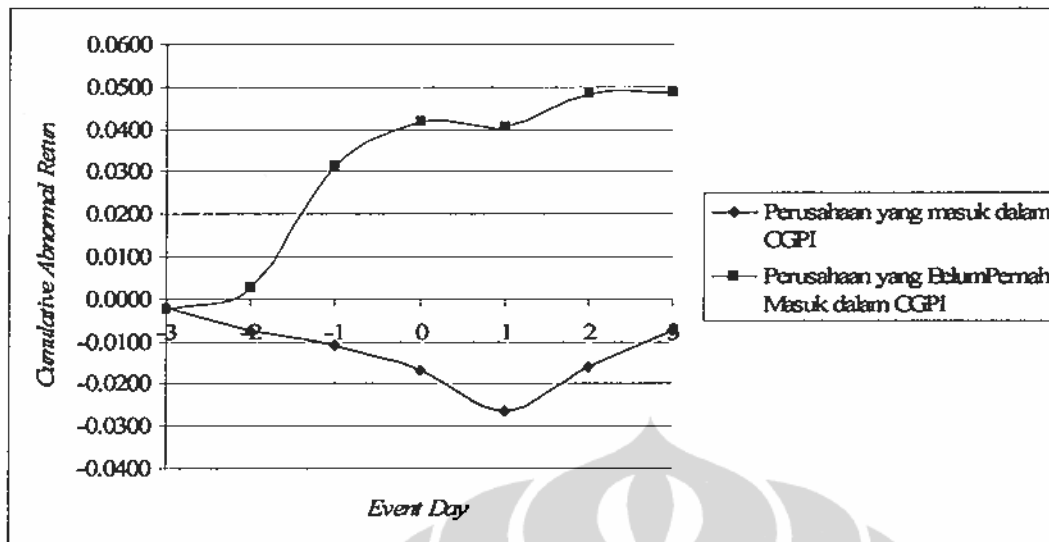
Event Day	Cumulative Abnormal Return		Sig. (2-tailed)	
	Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	Perusahaan yang Belum pernah Masuk dalam CGPI	Mann-Whitney Test	Kolmogorov-Smirnov Test
-3	-0.0022	-0.0023	0.174	0.27
-2	-0.0074	0.0028	0.929	0.997
-1	-0.0111	0.0314	0.436	0.711
0	-0.0167	0.0417	0.014*	0.068
1	-0.0266	0.0406	0.039*	0.112
2	-0.0160	0.0482	0.154	0.393
3	-0.0075	0.0488	0.168	0.178

*Significant at the 0.05 level.

Sumber : Data olahan.

Dari Tabel 5.5. terlihat bahwa berdasarkan uji Mann-Whitney terdapat perbedaan signifikan pada CAR t_0 (p value=0.014/2=0.007) dan CAR t_{+1} (p value=0.039/2=0.0195) antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI. Hasil uji selengkapnya dapat dilihat pada Lampiran 4.

Perbandingan antara CAR perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI dapat dilakukan dengan mengamati grafik pada halaman berikut.



Sumber : Data olahan.

Gambar 5.1. *Cumulative Abnormal Return* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Dari Gambar 5.1 terlihat bahwa terdapat perbedaan CAR pada kedua sampel. Kurva perusahaan yang masuk dalam CGPI mulai dari awal *event period* (t_{-3}), *cumulative abnormal return* mengalami penurunan hingga hari ex-dividen (t_0) dan kembali meningkat hingga akhir *event period*. Sementara kurva CAR dari perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI teramat terus meningkat mulai dari t_{-3} hingga hari ex-dividen (t_0), kemudian sempat menurun pada satu hari setelah hari ex-dividen, untuk selanjutnya kembali meningkat hingga akhir *event period*.

Bentuk kurva yang sangat berbeda ini menunjukkan bahwa *abnormal return* kumulatif perusahaan yang masuk dalam CGPI terus bernilai negatif disekitar hari ex-dividen, sementara hal yang sebaliknya terjadi pada perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

5.2.3 *Abnormal Volume* pada *Event Period* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Tidak mudah untuk menginterpretasi *abnormal volume* yang terjadi. Penelitian ini menghitung dan menggunakan dua metode untuk meneliti *abnormal volume* yang terjadi, yaitu pertama mencari *abnormal volume* yang terjadi pada

setiap hari dalam *event period* (untuk menghitung *cumulative abnormal volume*) dan kedua mencari rata-rata *abnormal volume* dari *cum-date* dan *ex-date* (AbVol. 1,0).

Table 5.6 memperlihatkan bahwa pada perusahaan yang masuk dalam CGPI, *abnormal return* yang signifikan terjadi pada satu hari setelah hari *ex-dividen*, yaitu sebesar -0.2106 dengan *p value* 0.0476 (lebih kecil dari $\alpha = 0.05$). Sementara pada perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI, *abnormal volume* yang signifikan berbeda dari nol sebesar -0.1557 dengan *p value* 0.0125, terjadi pada hari *ex-dividen* (t_0).

Tabel 5.6. *Abnormal Volume* pada *Event Period* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Event Day	N	AV	SAV	Sig. 2-tailed (SAV)
Perusahaan yang Masuk dalam CGPI				
t-3	50	0.0759	0.0862	0.6237
t-2	50	-0.2473	-0.1909	0.0564
t-1	50	0.4150	0.3557	0.1184
t ₀	50	-0.2147	-0.1297	0.1813
t+1	50	-0.2210	-0.2106	0.0476*
t+2	50	-0.0009	0.0845	0.7626
t+3	50	0.0090	0.0786	0.6164
Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI				
t-3	50	-0.2227	-0.1315	0.1146
t-2	50	-0.0289	-0.0391	0.7148
t-1	50	0.1981	0.0642	0.6198
t ₀	50	-0.4780	-0.1557	0.0125*
t+1	50	0.7601	0.6493	0.2402
t+2	50	-0.3745	-0.1337	0.1821
t+3	50	0.1072	0.0134	0.9493

* Significant at the 0.05 level.

Sumber : Data olahan.

Hasil *one sample t-test* diatas selengkapnya dapat dilihat pada Lampiran 5 dan Lampiran 6.

5.2.4 *Cumulative Abnormal Volume* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Pengamatan *cumulative abnormal volume* pada kedua kelompok sampel bisa dilihat pada Tabel 5.7 berikut.

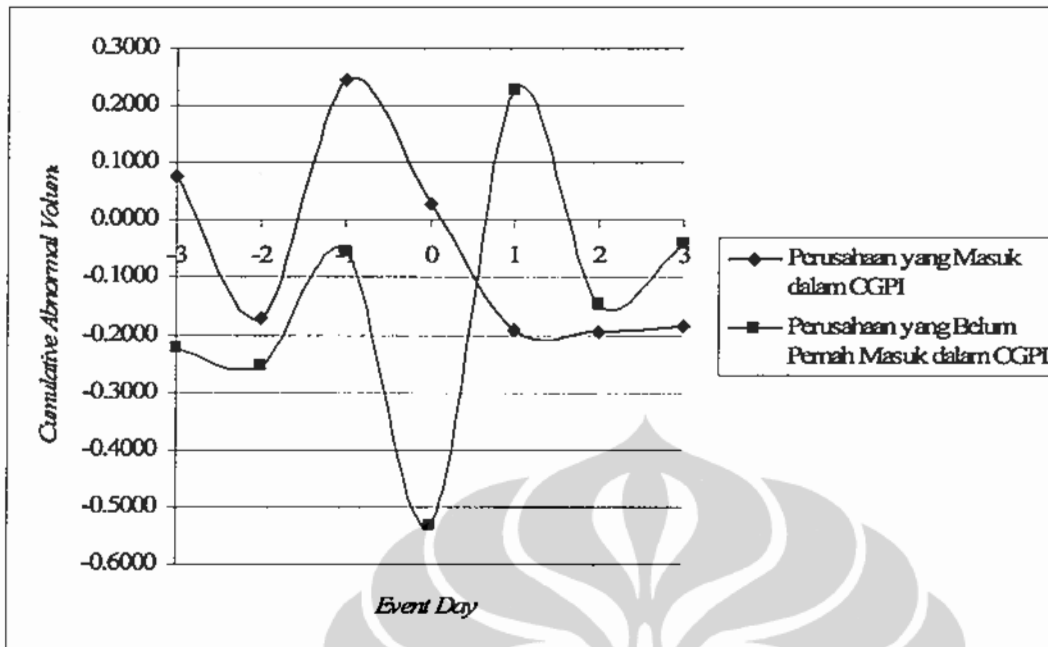
Tabel 5.7. *Cumulative Abnormal Volume* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Event Day	<i>Cumulative Abnormal Volume</i>	
	Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI
-3	0.0759	-0.2227
-2	-0.1714	-0.2516
-1	0.2436	-0.0535
0	0.0289	-0.5315
1	-0.1920	0.2287
2	-0.1930	-0.1458
3	-0.1839	-0.0386

Sumber : Data olahan.

Tabel 5.7 diatas memperlihatkan nilai *cumulative abnormal volume* perusahaan yang masuk dalam CGPI pada hari ex-dividen (t_0) adalah positif. Sementara *cumulative abnormal volume* perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI bernilai negatif.

Pengamatan terhadap *cumulative abnormal volume* untuk kedua kelompok sampel, dapat dilakukan dengan melihat Gambar 5.2 pada halaman berikut.



Sumber : Data olahan.

Gambar 5.2. *Cumulative Abnormal Volume* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Terlihat bentuk kurva yang sangat berbeda antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI. *Cumulative abnormal volume* perusahaan yang masuk dalam CGPI mengalami kenaikan menjelang t_{-1} dan kemudian menurun hingga t_{+1} . Sementara *cumulative abnormal volume* perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI juga mengalami kenaikan menjelang t_{-1} namun tidak sebesar perusahaan yang masuk dalam CGPI. Kemudian nilai CAV sampel tersebut menurun hingga hari ex-dividen, untuk selanjutnya meningkat tajam pada sehari setelah hari ex-dividen.

5.2.5 Rata-rata *Abnormal Volume* pada *Cum-Day* dan *Ex-Day* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Tabel 5.8 berikut memuat hasil perhitungan uji satu sisi rata-rata *abnormal volume* perdagangan saham pada *cum-day* dan *ex-day*. Perusahaan yang masuk dalam CGPI menunjukkan *abnormal volume* positif sebesar 15.4029% yang tidak signifikan berbeda dengan nol (p value = 0.2042). *Abnormal volume* yang positif ini sesuai dengan hipotesis 3, yaitu perusahaan yang masuk dalam CGPI memiliki

abnormal volume lebih besar dari nol, sehingga H_3 diterima. Sedangkan pada perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI, *abnormal volume* bernilai negatif yaitu -14.9721%, dengan *p value* 0.2592 yang lebih besar dari $\alpha = 0.05$ sehingga tidak signifikan berbeda dari nol. Abnormal negatif tersebut mendukung hipotesa 4, yaitu *abnormal volume* perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI lebih kecil dari nol pada hari ex-dividen.

Tabel 5.8 Rata-rata *Abnormal Volume* pada *Cum-Date* dan *Ex-Date* ($AbVol_{1,0}$) Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

	Average Abnormal Volume (%)	Sig. (2-tailed)
Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	15.4029	0.2042
Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	-14.9721	0.2592

Sumber : Data olahan.

Abnormal volume yang positif mengindikasikan bahwa rata-rata volume pada *cum-day* dan *ex-day* ($t_{1,0}$) lebih besar dibandingkan dengan rata-rata volume harian di 100 hari perdagangan dalam periode estimasi. Sebaliknya, persentase negatif menandakan rata-rata volume pada *cum-day* dan *ex-day* lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata harian pada periode estimasi. Hasil uji selengkapnya dapat dilihat pada Lampiran 7.

5.3. Hasil Uji Data Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

5.3.1 Hasil Uji Normalitas dan Uji Kesamaan Varian *Abnormal Return*

Hasil uji normalitas dan uji kesamaan varian dari *abnormal return* pada masing-masing kedua kelompok sampel dengan menggunakan program yang terdapat dalam program SPSS dipresentasikan pada Tabel 5.9 di berikut.

Tabel 5.9. Hasil Uji Normalitas dan Uji Kesamaan Varian *Abnormal Return*

Tests of Normality

Sampel	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk			
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.	
t-3	1	.289	50	.000	.582	50	.000
	2	.250	50	.000	.739	50	.000
t-2	1	.247	50	.000	.602	50	.000
	2	.249	50	.000	.833	50	.000
t-1	1	.153	50	.005	.923	50	.003
	2	.294	50	.000	.697	50	.000
t0	1	.288	50	.000	.615	50	.000
	2	.212	50	.000	.833	50	.000
t+1	1	.229	50	.000	.792	50	.000
	2	.281	50	.000	.655	50	.000
t+2	1	.269	50	.000	.576	50	.000
	2	.272	50	.000	.511	50	.000
t+3	1	.170	50	.001	.780	50	.000
	2	.165	50	.002	.811	50	.000

^a Lilliefors Significance Correction.

Test of Homogeneity of Variance

		Levene Statistic	df1	df2	Sig.
t-3	Based on Mean	.209	1	98	.649
	Based on Median	.258	1	98	.613
	Based on Median and with adjusted df	.258	1	97.999	.613
	Based on trimmed mean	.253	1	98	.616
t-2	Based on Mean	4.556	1	98	.035
	Based on Median	4.870	1	98	.030
	Based on Median and with adjusted df	4.870	1	83.755	.030
	Based on trimmed mean	5.162	1	98	.025
t-1	Based on Mean	10.025	1	98	.002
	Based on Median	5.408	1	98	.022
	Based on Median and with adjusted df	5.408	1	56.301	.024
	Based on trimmed mean	7.189	1	98	.009

	mean				
t0	Based on Mean	2.617	1	98	.109
	Based on Median	3.300	1	98	.072
	Based on Median and with adjusted df	3.300	1	96.308	.072
	Based on trimmed mean	3.311	1	98	.072
t+1	Based on Mean	1.836	1	98	.178
	Based on Median	1.903	1	98	.171
	Based on Median and with adjusted df	1.903	1	65.629	.172
	Based on trimmed mean	2.008	1	98	.160
t+2	Based on Mean	.356	1	98	.552
	Based on Median	.286	1	98	.594
	Based on Median and with adjusted df	.286	1	87.164	.594
	Based on trimmed mean	.286	1	98	.594
t+3	Based on Mean	.076	1	98	.783
	Based on Median	.012	1	98	.912
	Based on Median and with adjusted df	.012	1	97.991	.912
	Based on trimmed mean	.033	1	98	.857

Sumber : Data olahan.

Keterangan:

Sampel 1 : Perusahaan yang masuk dalam CGPI

Sampel 2 : Perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI

Terlihat bahwa pada uji normalitas, seluruh nilai sig. 0.0000 dibawah nilai α baik pada tingkat signifikansi 0.05 maupun 0.01. Hal ini mengindikasikan *abnormal return* pada kedua sampel tidak terdistribusi secara normal, sehingga untuk menguji signifikansi diantara kedua kelompok sampel digunakan *non-parametric test*.

Hasil uji kesamaan varian memperlihatkan nilai sig. yang bervariasi. Seluruh hari dalam event period kecuali pada t_{-2} dan t_{-1} memiliki nilai sig. lebih besar dari 0.05, yang menunjukkan bahwa terdapat kesamaan varian antara dua kelompok sampel. Meskipun terdapat varian yang tidak homogen pada sampel, namun dalam penelitian ini tetap menggunakan analisis yang sama dengan asumsi varian homogen. Hal ini didasarkan pemikiran bahwa tidak mungkin untuk

menunjukkan bahwa $\text{Var}(\epsilon_i) = \sigma^2$ untuk semua $i=1,2,\dots, n$ berdasarkan hanya sebuah sampel berukuran n tertentu.⁸ Hasil uji selengkapnya dapat dilihat pada Lampiran 8.

5.3.2 Hasil Uji Normalitas dan Uji Kesamaan Varian Rata-rata *Abnormal Volume* pada *Cum-Day* dan Hari Ex-Dividenden

Pengujian normalitas dan kesamaan varian dari rata-rata *abnormal volume* pada *cum-day* dan hari ex-dividenden juga menggunakan analisis yang terdapat pada program SPSS, dengan hasil sebagai berikut.

Tabel 5.10. Hasil Uji Normalitas dan Uji Kesamaan Varian Rata-rata *Abnormal Volume* pada *Cum-Day* dan Hari Ex-Dividenden Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Tests of Normality							
		Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Sampel	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Abnormal Volume	1	.190	50	.000	.706	50	.000
	2	.301	50	.000	.573	50	.000

^a Lilliefors Significance Correction.

Keterangan:

Sampel 1 : Perusahaan yang masuk dalam CGPI

Sampel 2 : Perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI

Test of Homogeneity of Variance

		Levene Statistic	df1	df2	Sig.
Abnormal Volume	Based on Mean	.580	1	98	.448
	Based on Median	.006	1	98	.938
	Based on Median and with adjusted df	.006	1	86.390	.938
	Based on trimmed mean	.164	1	98	.686

Sumber : Data olahan.

⁸ Agung, I Gusti Ngurah. 2006. "Statistika Penerapan Model Rerata-Sel Multivariat dan Model Ekonometri dengan SPSS," Hal.231. *Yayasan Sad Satria Bhakti*. Jakarta.

Pada uji normalitas ini, seluruh nilai sig. 0.000 dibawah nilai tingkat signifikansi 0.05 maupun 0.01, berarti kedua sampel tidak terdistribusi secara normal. Berdasarkan hasil uji ini maka pengujian signifikansi diantara kedua kelompok sampel menggunakan *non-parametric test*.

Uji kesamaan varian menghasilkan nilai sig. lebih besar dari $\alpha = 0.05$, maka varian antara dua kelompok sampel adalah sama. Hasil uji selengkapnya dapat dilihat pada Lampiran 9.

5.4. Hasil Two Independent Samples Test

Berdasarkan hasil uji data yang telah dijelaskan sebelumnya, maka uji dua sampel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *non-parametric test*, yaitu *Mann-Whitney U Test* dan *Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test*.

Masing-masing metode dijelaskan sebagai berikut.

5.4.1 Signifikansi Perbedaan *Abnormal Return* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Uji statistik antara kedua kelompok sampel dengan menggunakan *non-parametric test* untuk menentukan apakah terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan saat hari ex-dividen antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI, dilakukan sebagai berikut.

a. Mann-Whitney U Test

Perhitungan untuk mencari *t* hitung dari rata-rata *abnormal return* pada kedua kelompok sampel dapat dilihat pada lampiran. Hasil pengujian dengan *Mann-Whitney U Test*, dapat dilihat pada Tabel 5.11 di halaman berikut.

Tabel 5.11 Hasil Uji Signifikansi Perbedaan *Abnormal Return* dengan *Mann-Whitney U Test*

	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3
Mann-Whitney U	1053	1074	1167	1006	1175	1141	1235
Wilcoxon W	2328	2349	2442	2281	2450	2416	2510
Z	-1.358	-1.213	-.572	-1.682	-.517	-.751	-.103
Asymp. Sig. (2-tailed)	.174	.225	.567	.093	.605	.452	.918

Sumber : Data olahan.

b. *Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test*

Analisis statistik untuk mencari *t* hitung dari uji ini dapat dilihat pada lampiran. Hasil dari pengujian dengan *Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test*, dapat dilihat pada Tabel 5.12 berikut.

Tabel 5.12. Hasil Uji Signifikansi Perbedaan *Abnormal Return* dengan *Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test*

	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3
Most Absolute							
Extreme Differences	.200	.240	.140	.320	.160	.140	.140
Positive	.040	.240	.140	.320	.160	.080	.140
Negative	-.200	-.080	-.080	-.080	-.120	-.140	-.120
Kolmogorov-Smirnov Z	1.00	1.20	.700	1.60	.800	.700	.700
Asymp. Sig. (2-tailed)	0	0		0			
	.270	.112	.711	.012*	.544	.711	.711

*Significant at the 0.05 level.

Sumber : Data olahan.

Hasil dari *Mann-Whitney U Test* tidak menunjukkan perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara kedua kelompok sampel, dengan *p value* = 0.0465 (0.093/2). Hal ini berbeda dengan *Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test* yang menunjukkan perbedaan signifikan pada hari ex-dividen dengan *p value* = 0.006 (0.012/2). Hasil uji yang terakhir mendukung hipotesis 5.

Hasil dari kedua *non-parametric test* tersebut selengkapnya dapat dilihat pada Lampiran 10.

5.4.2 Signifikansi Perbedaan Rata-rata *Abnormal Volume* pada *Cum-Day* dan Hari Ex-Dividenden Perusahaan yang Masuk dalam CGPI dan Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya, sedikit sulit untuk menginterpretasi *abnormal volume*, maka penelitian ini menggunakan dua variabel untuk menentukan signifikansi perbedaan *abnormal volume* antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI. Variabel-variabel yang digunakan yaitu: SAV dan $AbVol_{(-1,0)}$. Variabel SAV digunakan untuk mencari *cumulative abnormal volume* yang terjadi pada setiap hari dalam *event period*, dan telah dijelaskan sebelumnya melalui interpretasi Tabel 5.7. Khusus untuk pengamatan signifikansi rata-rata *abnormal volume* dari *cum-day* dan hari *ex-day*, digunakan $AbVol_{(-1,0)}$ yang kemudian dianalisis dengan menggunakan *non-parametric test* yang terdapat pada program SPSS. Uji yang digunakan sebagai berikut.

a. *Mann-Whitney U Test*

Perhitungan untuk mencari *t* hitung dari rata-rata *abnormal volume* pada kedua kelompok sampel dapat dilihat pada lampiran. Hasil dari pengujian dengan *Mann-Whitney U Test*, dapat dilihat pada Tabel 5.13 berikut.

Tabel 5.13. Hasil Uji Signifikansi Perbedaan Rata-rata *Abnormal Volume* pada *Cum-Day* dan Hari Ex-Dividenden dengan *Mann-Whitney U Test*

	Abnormal Volume
Mann-Whitney U	732.000
Wilcoxon W	2007.000
Z	-3.583
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

Sumber : Data olahan.

b. *Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test*

Analisis statistik untuk mencari t hitung dari uji ini dapat dilihat pada lampiran. Hasil dari pengujian dengan *Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test*, dapat dilihat pada Tabel 5.14 berikut.

Tabel 5.14. Hasil Uji Signifikansi Perbedaan Rata-rata *Abnormal Volume* pada *Cum-Day* dan Hari Ex-Dividenden dengan *Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test*

		Abnormal Volume
Most Extreme Differences	Absolute	.440
	Positive	.060
	Negative	-.440
Kolmogorov-Smirnov Z		2.200
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000

Sumber : Data olahan.

Dari tabel hasil dua uji di atas terlihat bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal volume cum-day* dan *ex-day* antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI. Masing-masing p value sebesar 0.000 lebih kecil dari $\alpha = 0.025$ ($0.05/2$), baik untuk *Mann-Whitney U Test* maupun *Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test* sehingga mendukung hipotesa 6.

Hasil dari kedua *non-parametric test* ini selengkapnya dapat dilihat pada Lampiran 11.

5.5. Pembahasan Hasil Penelitian

Analisis data dalam penelitian ini yang dilakukan dengan menggunakan dua uji, yaitu uji *one-sample t-test* dan *non-parametric test* memberikan output yang cukup baik untuk menjelaskan bagaimana pengaruh pemeringkatan CGPI terhadap *return* dan volume perdagangan saham perusahaan pada hari ex-dividen. Selanjutnya akan dijelaskan pengaruh CGPI terhadap masing-masing variabel:

5.5.1 Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Return Saham* disekitar Hari Ex-Dividen

Berdasarkan pengujian satu arah dengan *one sample t-test* yang dilakukan, CGPI memiliki pengaruh terhadap *abnormal return* saham dalam *event period*. Pada perusahaan yang masuk dalam CGPI, *abnormal return* yang terjadi pada hari ex-dividen (t_0) dan sehari setelahnya (t_{+1}) bernilai negatif. Hal tersebut menunjukkan *price drop ratio* pada kelompok sampel tersebut melebihi nominal dividen yang dibagikan, mengindikasikan bahwa *dividend capture* dapat memperoleh keuntungan sepenuhnya dari nominal dividen.

Sementara perusahaan yang belum pernah masuk CGPI, menunjukkan hasil yang berlawanan. *Abnormal return* pada hari ex-dividen dan satu hari setelahnya bernilai positif, menunjukkan ada hal-hal yang mencegah para *dividend capture* untuk dapat mengeksploitasi keuntungan sepenuhnya dari pembagian dividen.

Hasil uji ini membuktikan bahwa perusahaan yang masuk dalam CGPI lebih menarik bagi *dividend capture* atau investor dibandingkan dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

Penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari ex-dividen, baik pada perusahaan yang masuk dalam CGPI maupun perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI. *Abnormal return* yang tidak signifikan ini konsisten dengan penelitian Lasfer (1995) seperti yang tercantum dalam Gorman et al. (2004), mengatakan bahwa *return* yang dikalkulasi dengan tidak mengikutsertakan nilai dividen akan secara signifikan positif, sementara *return* yang dihitung dengan mengikutsertakan nominal dividen akan menunjukkan hasil yang tidak signifikan berbeda dari nol.

Hasil *non-parametric test* dengan *Kolmogorov-Smirnov Two-Samples Test* menunjukkan ada perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

5.5.2 Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Volume Perdagangan* disekitar Hari Ex-Dividen

Pengaruh CGPI terhadap volume perdagangan diuji dengan uji yang sama untuk mencari pengaruh *corporate governance* terhadap *abnormal return*, yakni

one sample t-test. Untuk menginterpretasi *abnormal volume* yang terjadi dilakukan dengan dua cara; (1) menghitung *abnormal volume* di setiap hari dalam event period dan (2) menghitung rata-rata *abnormal volume* pada *cum-date* dan *ex-date*.

Hasil yang didapat dari cara pertama yaitu: perdagangan saham yang signifikan dalam *event period* pada perusahaan yang masuk dalam CGPI terjadi pada sehari setelah hari *ex-dividen*, sedangkan pada perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI terjadi pada hari *ex-dividen*.

Perusahaan yang masuk dalam CGPI memiliki *abnormal volume* positif yang signifikan, sehingga sesuai dengan Lamoureux dan Poon (1987) yaitu dengan meningkatnya kegiatan perdagangan karena harga saham turun, berarti jumlah saham yang diperdagangkan semakin banyak, begitu pula dengan jumlah pemegang saham.

Cara kedua, yaitu pengujian terhadap $AbVol_{(-1,0)}$ yang menghasilkan rata-rata *abnormal volume* dari *cum-day* dan *ex-day* pada kelompok sampel perusahaan yang masuk dalam CGPI dengan nilai positif, sedangkan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI menunjukkan nilai rata-rata negatif. Berdasarkan penelitian sebelumnya oleh Lakonishok dan Vermaelen (1986) seperti yang tercantum pada Gorman et al. (2004), volume perdagangan yang lebih tinggi pada hari *ex-dividen* dapat diasosiasikan dengan lebih banyaknya aktivitas dari *dividend capture*.

Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan *dividend capture* memilih perusahaan yang masuk dalam CGPI dibandingkan dengan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

Hasil dari *non-parametric test* terhadap $AbVol_{1,0}$ menunjukkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *abnormal volume* dari *cum-day* dan *ex-day* yang signifikan antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dibandingkan dan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

BAB 6

KESIMPULAN DAN SARAN

6.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian tentang pengaruh *corporate governance* terhadap reaksi pasar, khususnya *return* dan volume perdagangan saham perusahaan pada hari ex-dividen di pasar modal Indonesia, maka dapat diberikan kesimpulan bahwa *corporate governance* memiliki signifikansi pengaruh yang bervariasi terhadap variabel *abnormal return* dan volume perdagangan saham disekitar hari ex-dividen di BEI.

Perusahaan yang masuk dalam CGPI menghasilkan *abnormal return* saham yang negatif pada hari ex-dividen sementara perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI menghasilkan *abnormal return* saham yang positif pada hari ex-dividen. Perusahaan yang masuk dalam CGPI menghasilkan *abnormal volume* perdagangan saham yang positif pada hari ex-dividen dan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI menghasilkan *abnormal volume* perdagangan saham yang negatif pada hari ex-dividen.

Terdapat perbedaan *abnormal return* saham yang signifikan pada hari ex-dividen antara perusahaan yang pernah masuk dalam CGPI dan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI. Terdapat perbedaan *abnormal volume* perdagangan yang signifikan pada hari ex-dividen antara perusahaan yang masuk dalam CGPI dan perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

Rata-rata *return* pada hari ex-dividen perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang masuk dalam CGPI. Hal ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI ada hal-hal yang mencegah *dividend capture* untuk memperoleh keuntungan dividen sepenuhnya

Return yang lebih rendah dan volume yang lebih besar pada perusahaan yang masuk dalam CGPI menunjukkan bahwa *dividend capture* atau investor lebih menyukai perusahaan yang masuk dalam CGPI daripada perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI.

6.2. Saran

Saran yang dapat diberikan penulis berdasarkan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

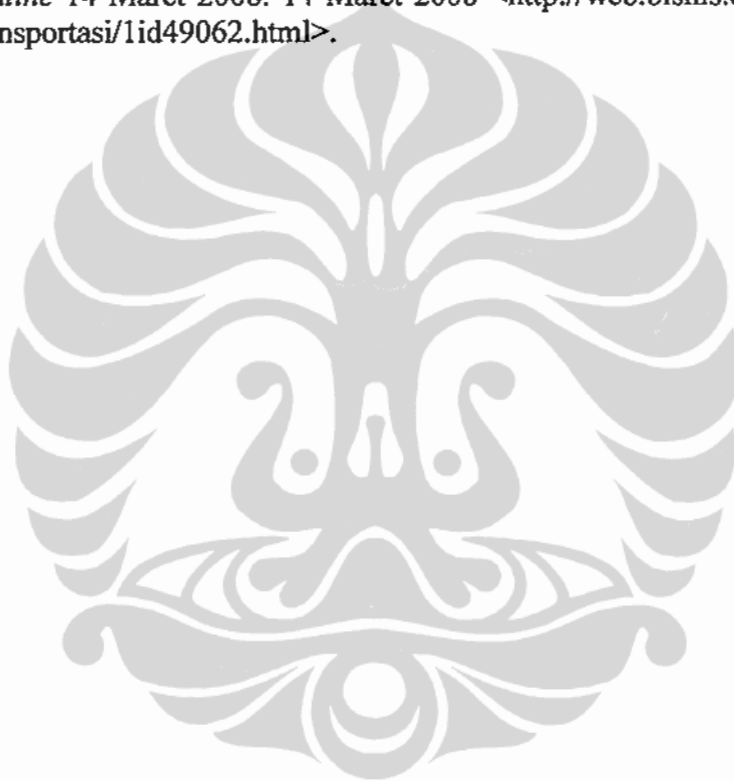
- a. Perlunya publikasi yang lebih luas dari hasil survey pemeringkatan indeks *corporate governance* di Indonesia, sehingga tidak hanya investor dan orang-orang yang berkecimpung di dunia pasar modal yang dapat mengetahui perusahaan-perusahaan mana saja yang bersedia disurvei dan masuk dalam pemeringkatan tersebut, namun juga masyarakat umum.
- b. Penelitian terhadap pentingnya pengaruh *corporate governance* telah banyak dilakukan, namun perlu lebih disosialisasikan lebih jauh pengaruh-pengaruh positif yang terjadi terhadap nilai perusahaan, yang pada akhirnya menuju peningkatan *wealth* dari *shareholder* maupun *stakeholders*
- c. Saran untuk penelitian selanjutnya:
 - Untuk menganalisis lebih jauh mengenai perilaku *dividend capture*, antara lain mengenai hal-hal yang mempengaruhi perilaku *dividend capture* disekitar hari ex-dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Agung, I. G. N. (2006). *Statistika Penerapan Model Rerata-Sel Multivariat dan Model Ekonometri dengan SPSS* (1st ed.). Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti.
- Asquith, Paul & David W. Mullins, Jr. (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *The Journal of Business*, 77-96.
- Bai, Chong-En, Qiao Liu, Joe Lu, Frank M. Song, & Junxi Zhang. (2002). Corporate Governance and Firm Valuations in China. *Faculty of Business and Economics, The University of Hong Kong*.
- Black, Bernard. (2001a). Does Corporate Governance Matters? A Crude Tests Using Russian Data. *University of Pennsylvania Law Review*, 2131-2150.
- Black, Bernard. (2001b). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. *Emerging Markets Review*, 2, 89-108.
- Black, B. S., Hasung Jang & Woochan Kim. (2006). Does Corporate Governance Predict Firm's Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 366-413.
- Bodie, Z., Alex Kane & Alan J. Marcus. (2008). *Investments* (7th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Brown, Stephen J. & Jerold B. Warner. (1985). Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- Chong-En Bai, Qiao Liu, Joe Lu, Frank M. Song, & Junxi Zhang. (2003). Corporate Governance and Firm Valuations in China. *William Davidson Working Paper*, 564.
- Drobetz, Wolfgang, Andreas Schillhofer, & Heinz Zimmermann. (2003). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *ECGI Working Paper Series in Finance*.
- Durnev, A. & E. Han Kim. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation, *Journal of Finance*, 60, 1461-1493.
- Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen & Richard Roll. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 1-21.
- Fama, Eugene F. & Michael C. Jensen. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 301-325.

- Fama, Eugene F. (1998). Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, 49.
- Fuerst, O. & Sok-Hyon Kang. (2000). Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing. *Yale School of Management*.
- Gillan, S. L. & Laura T. Starks. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, 4-22.
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii & Andrew Metrick. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 107-155.
- Gorman, Larry R., Arvind Mahajan & Robert A. Weigand. (2004). The Ex-Dividend Day Behavior of American Depository Receipts. *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 1-18.
- Graham, J., R. Michaely, & M. Roberts. (2003). Do Price Discreteness and Transactions Costs Affect Stock Returns? Comparing Ex-Dividend Pricing Before and After Decimalization. *Journal of Finance*, 58, 2611-2635.
- Kay, John. "A Fortune Built on Defying the Pull of Theory." *Financial Times* 24 March 2004. 24 Maret 2004 <http://www.johnkay.com/in_action/327>.
- Kato, Kiyoshi & Uri Loewenstein. (1995). The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan. *The Review of Financial Studies*, 817-847.
- Klapper, L., Luc Laeven & Inessa Love. (2006). Corporate Governance Provisions and Firm Ownership: Firm-level Evidence from Eastern Europe. *Journal of International Money and Finance*, 25, 429-444.
- Koski, Jennifer L. & John T. Scruggs. (1998). Who Trades around the Ex Dividend Day? Evidence from NYSE Audit File Data. *Financial Management*, 58-72.
- Miller, Merton H. & Kevin Rock. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 1031-1051.
- OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance* (2004 ed.). France: Author.
- Peterson, Pamela P. (1989). Event Studies: A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 36-66.
- Rahayu, Eva M. "Ada Wajah-wajah Baru di CGPI 2006." *SWASEMBADA* 9 Januari 2008. 9 Januari 2008. <<http://www.swa.co.id/swamajalah/sajian/details.php?cid=1&id=6977>>.

- Ratnasari, E. "Mereka yang Mundur dan Dipecat," *Warta Ekonomi* 4 Maret 2008. 4 Maret 2008 <<http://www.wartaekonomi.com>>.
- Ross, S. A., Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe & Bradford D. Jordan. (2008). *Modern Financial Management* (8th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Syakhroza, Akhmad. (2003). Best Practices Corporate Governance dalam Konteks Kondisi Lokal Perbankan Indonesia. *Usahawan*, 13-20.
- Wibawa, H. "Manajemen AdamAir Sesalkan GTS Tarik Investasi." *Bisnis Indonesia Online* 14 Maret 2008. 14 Maret 2008 <<http://web.bisnis.com/sector-riil/transportasi/1id49062.html>>.



Lampiran 1 Hasil Uji Regresi

No.	Tahun	Emiten	α	β	S_e
1	2002	BBCA	0.001634073	1.323672713	0.019625726
2		KAEF	0.001904984	0.910563865	0.033884698
3		UNVR	-0.011045232	0.424572356	0.101447069
4		TRIM	-0.009255253	0.370518464	0.057652285
5		MEDC	0.121085945	-10.99331416	0.774839251
6		AALI	0.003716224	1.528717559	0.032917925
7		ISAT	-0.00020767	0.862455645	0.020725117
8		ANTM	-0.00020767	0.862455645	0.020725117
9		TLKM	-4.83451E-05	1.670841809	0.019752428
10		ASBI	0.001938708	0.245679238	0.038512924
11		BASS *	0.002305718	0.072011101	0.098797472
12		ATPK *	0.020745822	1.137455802	0.190924976
13		AMFG *	0.001131077	0.704893751	0.027793663
14		DEFI *	0.002557975	1.352205855	0.127204733
15		TCID *	0.00063256	1.554647832	0.095628933
16		IATG *	-0.002453309	0.617628404	0.054105427
17		PTRO *	0.002559129	0.829895336	0.034303082
18		MYOR *	0.001617337	1.075684582	0.039522326
19		ASDM *	-0.012592236	0.240623552	0.129071267
20		MEGA *	0.006133519	-0.723518871	0.081411807
21	2003	ASII	-0.000307409	1.52978423	0.015882974
22		UNVR	-0.008922929	0.909702826	0.101676616
23		ASGR	-0.000284119	1.623316953	0.032051021
24		MEDC	0.088539047	-13.51753547	0.612869246
25		KLBF	0.0021886	1.832205099	0.033563275
26		BABP	0.00560339	0.697784329	0.102027783
27		BFIN	0.002354552	0.350507416	0.040665281
28		BMTR	-0.046961048	2.834457416	0.195359719
29		BMRI	-0.000626668	0.962948447	0.022456802
30		ASBI	-2.34108E-05	0.788990366	0.038679896
31		AMFG *	0.000721616	0.944749223	0.025631191
32		BRAM *	0.002104148	0.418535312	0.08876425
33		ADES *	0.002477602	1.669896259	0.083856992
34		AQUA *	0.002506108	0.01472754	0.03366355
35		BBIA *	0.003540888	0.453742773	0.048910065
36		BBNP *	0.00234345	-0.191000301	0.059185392
37		AIMS *	-0.000128291	1.202246359	0.147935918
38		FISH *	0.001931136	1.186585255	0.034128615

(lanjutan)

39		ASDM	*	0.000978151	2.652714177	0.113416689
40		DEFI	*	0.003536644	6.029384541	0.213370715
41	2004	ASII		0.001490299	0.953167124	0.014254518
42		BBCA		0.000912778	1.261561788	0.016225891
43		BNGA		0.09230327	7.410396948	0.869702337
44		BFIN		-0.000301865	1.623488352	0.036990327
45		AALI		0.002472057	0.690768223	0.015448061
46		BABP		0.004884155	1.463088142	0.122819184
47		ASGR		0.001276215	1.052216953	0.027593741
48		KLBF		-0.001743186	1.235414513	0.028709262
49		BMRI		0.000697298	1.632045242	0.015152534
50		MEDC		0.000568989	0.512740781	0.026588908
51		AMFG	*	0.000162868	0.507748838	0.029996727
52		GDYR	*	0.000832281	0.62044181	0.040522785
53		AQUA	*	-0.000599625	0.159736825	0.047563945
54		BBIA	*	0.002134814	0.813832832	0.035924581
55		BBNP	*	-0.001963646	0.106192076	0.046798759
56		BSWD	*	0.014770185	-0.643851767	0.148859265
57		MEGA	*	0.001375114	1.708616368	0.080857728
58		AIMS	*	0.00161145	0.445655918	0.068754514
59		ARNA	*	0.009281445	1.501879324	0.155110029
60		ASDM	*	0.002271642	0.983317022	0.044088825
61	2005	APEX		0.00294998	1.362844312	0.056604729
62		ASGR		0.00168897	1.468790664	0.026080408
63		ASII		-0.002370875	1.363599531	0.017507083
64		BBNI		0.000577634	0.648049571	0.013186006
65		BABP		0.00926672	0.514460504	0.139206201
66		PTBA		-0.000962024	1.303816129	0.018227588
67		KLBF		0.001648882	1.517088404	0.031667036
68		MEDC		0.003861301	1.308950692	0.032120844
69		TLKM		7.40149E-05	0.95865059	0.014622779
70		UNTR		0.002618672	1.677834392	0.020835224
71		AMFG	*	0.000722324	0.571785485	0.016346957
72		AQUA	*	0.00049023	0.781280396	0.02965242
73		ARNA	*	0.003583354	2.383381972	0.123441527
74		LION	*	0.008951932	0.114245478	0.123733951
75		BBNP	*	0.001290704	-0.017654844	0.064320884
76		BRAM	*	0.008288839	1.094801516	0.121528113
77		BSWD	*	0.02237343	-0.907005614	0.2332917

(lanjutan)

78		FISH	*	0.001701285	0.765143803	0.021557039
79		IATG	*	-0.002092687	0.757629404	0.077566763
80		HEXA	*	0.000532649	1.105301799	0.023208931
81	2006	BMRI		-0.001787134	1.675880255	0.022799693
82		BNGA		0.003417557	1.456580263	0.025972924
83		APEX		-0.00135327	0.482823802	0.021146788
84		ADHI		-0.003245721	1.261234488	0.023170949
85		UNTR		0.000418523	1.154749744	0.017649912
86		PTBA		0.004218868	1.580246054	0.02689218
87		ASGR		-0.002142381	0.815186478	0.017269573
88		BBNI		-0.001704316	0.558665035	0.014534536
89		ISAT		-0.00272197	1.074260311	0.017570529
90		ANTM		-0.001014864	1.600825997	0.024537959
91		ARNA	*	0.013313019	1.222018671	0.176419275
92		BBIA	*	-0.000559616	0.295896815	0.034404413
93		BSWD	*	0.000365954	0.137613892	0.038918936
94		GMTD	*	-0.002269646	0.246298	0.025725546
95		HEXA	*	-0.00101793	0.766893599	0.025834689
96		INTA	*	-0.00152245	0.872544766	0.027455619
97		TOTO	*	0.002666997	0.482688378	0.048224662
98		ADMF	*	0.00285763	0.957236665	0.052071341
99		AMFG	*	-0.003653804	0.992527212	0.026980191
100		RIGS	*	0.007496823	-0.154104724	0.129414948

* Perusahaan yang belum pernah masuk dalam CGPI

Lampiran 2 Hasil *One Sample T-Test Abnormal Return* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t-3	50	.167544	.9272559	.1311338
t-2	50	.034528	.6790134	.0960270
t-1	50	.126878	1.0935263	.1546480
t0	50	-.238809	2.6632600	.3766418
t+1	50	-.159624	.8433409	.1192664
t+2	50	.288021	1.7441182	.2466556
t+3	50	-.011589	1.0382256	.1468273

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t-3	1.278	49	.207	.1675444	-.095979	.431068
t-2	.360	49	.721	.0345284	-.158445	.227502
t-1	.820	49	.416	.1268782	-.183899	.437655
t0	-.634	49	.529	-.2388086	-.995699	.518082
t+1	-1.338	49	.187	-.1596240	-.399299	.080051
t+2	1.168	49	.249	.2880207	-.207652	.783694
t+3	-.079	49	.937	-.0115890	-.306649	.283471

Lampiran 3 Hasil *One Sample T-Test Abnormal Return* Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t-3	50	.040190	1.0635221	.1504047
t-2	50	.231500	1.3145875	.1859107
t-1	50	.171437	1.4828944	.2097129
t0	50	.335707	1.7067638	.2413728
t+1	50	.048736	1.0330308	.1460926
t+2	50	.004947	1.0627965	.1503021
t+3	50	-.067882	.8322104	.1176923

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t-3	.267	49	.790	.0401900	-.262060	.342440
t-2	1.245	49	.219	.2314998	-.142102	.605101
t-1	.817	49	.418	.1714371	-.249997	.592871
t0	1.391	49	.171	.3357066	-.149350	.820763
t+1	.334	49	.740	.0487356	-.244849	.342320
t+2	.033	49	.974	.0049470	-.297096	.306990
t+3	-.577	49	.567	-.0678824	-.304394	.168629

Lampiran 4 Hasil *Non-Parametric Test Cumulative Abnormal Return***Mann-Whitney Test****Ranks**

	Sampel	N	Mean Rank	Sum of Ranks
t-3	1	50	54.44	2722.00
	2	50	46.56	2328.00
	Total	100		
t-2	1	50	50.76	2538.00
	2	50	50.24	2512.00
	Total	100		
t-1	1	50	48.24	2412.00
	2	50	52.76	2638.00
	Total	100		
t0	1	50	43.36	2168.00
	2	50	57.64	2882.00
	Total	100		
t+1	1	50	44.52	2226.00
	2	50	56.48	2824.00
	Total	100		
t+2	1	50	46.36	2318.00
	2	50	54.64	2732.00
	Total	100		
t+3	1	50	46.50	2325.00
	2	50	54.50	2725.00
	Total	100		

Test Statistics^a

	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3
Mann-Whitney U	1053.000	1237.000	1137.000	893.000	951.000	1043.000	1050.000
Wilcoxon W	2328.000	2512.000	2412.000	2168.000	2226.000	2318.000	2325.000
Z	-1.358	-.090	-.779	-2.461	-2.061	-1.427	-1.379
Asymp. Sig. (2-tailed)	.174	.929	.436	.014	.039	.154	.168

a. Grouping Variable: Sampel

(lanjutan)

Two-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

Frequencies

	Sampel	N
t-3	1	50
	2	50
	Total	100
t-2	1	50
	2	50
	Total	100
t-1	1	50
	2	50
	Total	100
t0	1	50
	2	50
	Total	100
t+1	1	50
	2	50
	Total	100
t+2	1	50
	2	50
	Total	100
t+3	1	50
	2	50
	Total	100

Test Statistics^a

		t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3
Most Extreme Differences	Absolute	.200	.080	.140	.260	.240	.180	.220
	Positive	.040	.080	.140	.260	.240	.180	.220
	Negative	-.200	-.080	-.040	.000	.000	-.020	-.040
Kolmogorov-Smirnov Z		1.000	.400	.700	1.300	1.200	.900	1.100
Asymp. Sig. (2-tailed)		.270	.997	.711	.068	.112	.393	.178

a. Grouping Variable: Sampel

Lampiran 5 Hasil *One Sample T-Test Abnormal Volume* Perusahaan yang Masuk dalam CGPI

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t-3	50	.086176	1.2341292	.1745322
t-2	50	-.190901	.6908891	.0977065
t-1	50	.355670	1.5823540	.2237786
t0	50	-.129745	.6766225	.0956889
t+1	50	-.210550	.7326081	.1036064
t+2	50	.084491	1.9668279	.2781515
t+3	50	.078619	1.1025618	.1559258

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t-3	.494	49	.624	.0861763	-.264559	.436912
t-2	-1.954	49	.056	-.1909011	-.387250	.005447
t-1	1.589	49	.118	.3556695	-.094030	.805370
t0	-1.356	49	.181	-.1297450	-.322039	.062549
t+1	-2.032	49	.048	-.2105504	-.418755	-.002346
t+2	.304	49	.763	.0844909	-.474475	.643457
t+3	.504	49	.616	.0786186	-.234726	.391963

Lampiran 6 Hasil *One Sample T-Test Abnormal Volume* Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t-3	50	-.131548	.5789485	.0818757
t-2	50	-.039092	.7521959	.1063766
t-1	50	.064166	.9086910	.1285083
t0	50	-.155670	.4244278	.0600232
t+1	50	.649328	3.8620417	.5461752
t+2	50	-.133742	.6987109	.0988126
t+3	50	.013420	1.4841131	.2098853

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t-3	-1.607	49	.115	-.1315476	-.296083	.032988
t-2	-.367	49	.715	-.0390916	-.252863	.174680
t-1	.499	49	.620	.0641661	-.194081	.322413
t0	-2.594	49	.012	-.1556701	-.276291	-.035049
t+1	1.189	49	.240	.6493276	-.448252	1.746908
t+2	-1.353	49	.182	-.1337416	-.332313	.064830
t+3	.064	49	.949	.0134195	-.408361	.435200

Lampiran 7 Hasil *One Sample T-Test* Rata-rata *Abnormal Volume* dari t_1 dan t_0

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	50	15.402902	130.6413479	18.47548
Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	50	-14.9721	162.7624584	23.01809

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Perusahaan yang Masuk dalam CGPI	.834	49	.408	15.402902	-21.7250	52.530762
Perusahaan yang Belum Pernah Masuk dalam CGPI	-.650	49	.518	-14.97212	-61.2287	31.284460

Lampiran 8 Hasil Uji Normalitas dan Kesamaan Varian *Abnormal Return*

Tests of Normality

Sampel	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk			
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.	
t-3	1	.289	50	.000	.582	50	.000
	2	.250	50	.000	.739	50	.000
t-2	1	.247	50	.000	.602	50	.000
	2	.249	50	.000	.833	50	.000
t-1	1	.153	50	.005	.923	50	.003
	2	.294	50	.000	.697	50	.000
t0	1	.288	50	.000	.615	50	.000
	2	.212	50	.000	.833	50	.000
t+1	1	.229	50	.000	.792	50	.000
	2	.281	50	.000	.655	50	.000
t+2	1	.269	50	.000	.576	50	.000
	2	.272	50	.000	.511	50	.000
t+3	1	.170	50	.001	.780	50	.000
	2	.165	50	.002	.811	50	.000

a. Lilliefors Significance Correction

(lanjutan)

Test of Homogeneity of Variance

		Levene Statistic	df1	df2	Sig.
t-3	Based on Mean	.209	1	98	.649
	Based on Median	.258	1	98	.613
	Based on Median and with adjusted df	.258	1	97.999	.613
	Based on trimmed mean	.253	1	98	.616
t-2	Based on Mean	4.556	1	98	.035
	Based on Median	4.870	1	98	.030
	Based on Median and with adjusted df	4.870	1	83.755	.030
	Based on trimmed mean	5.162	1	98	.025
t-1	Based on Mean	10.025	1	98	.002
	Based on Median	5.408	1	98	.022
	Based on Median and with adjusted df	5.408	1	56.301	.024
	Based on trimmed mean	7.189	1	98	.009
t0	Based on Mean	2.617	1	98	.109
	Based on Median	3.300	1	98	.072
	Based on Median and with adjusted df	3.300	1	96.308	.072
	Based on trimmed mean	3.311	1	98	.072
t+1	Based on Mean	1.836	1	98	.178
	Based on Median	1.903	1	98	.171
	Based on Median and with adjusted df	1.903	1	65.629	.172
	Based on trimmed mean	2.008	1	98	.160
t+2	Based on Mean	.356	1	98	.552
	Based on Median	.286	1	98	.594
	Based on Median and with adjusted df	.286	1	87.164	.594
	Based on trimmed mean	.286	1	98	.594
t+3	Based on Mean	.076	1	98	.783
	Based on Median	.012	1	98	.912
	Based on Median and with adjusted df	.012	1	97.991	.912
	Based on trimmed mean	.033	1	98	.857

Lampiran 9 Hasil Uji Normalitas dan Kesamaan Varian Rata-Rata *Abnormal Volume* pada *Cum-Day* dan Hari Ex-Dividenden

Case Processing Summary

	Sampel	Cases					
		Valid		Missing		Total	
		N	Percent	N	Percent	N	Percent
Abnormal Volume	1	50	100.0%	0	.0%	50	100.0%
	2	50	100.0%	0	.0%	50	100.0%

Tests of Normality

	Sampel	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Abnormal Volume	1	.190	50	.000	.706	50	.000
	2	.301	50	.000	.573	50	.000

a. Lilliefors Significance Correction

Test of Homogeneity of Variance

		Levene Statistic	df1	df2	Sig.
Abnormal Volume	Based on Mean	.580	1	98	.448
	Based on Median	.006	1	98	.938
	Based on Median and with adjusted df	.006	1	86.390	.938
	Based on trimmed mean	.164	1	98	.686

Lampiran 10 Hasil *Non-Parametric Test Abnormal Return***Mann-Whitney Test****Ranks**

	Sampel	N	Mean Rank	Sum of Ranks
t-3	1	50	54.44	2722.00
	2	50	46.56	2328.00
	Total	100		
t-2	1	50	46.98	2349.00
	2	50	54.02	2701.00
	Total	100		
t-1	1	50	48.84	2442.00
	2	50	52.16	2608.00
	Total	100		
t0	1	50	45.62	2281.00
	2	50	55.38	2769.00
	Total	100		
t+1	1	50	49.00	2450.00
	2	50	52.00	2600.00
	Total	100		
t+2	1	50	52.68	2634.00
	2	50	48.32	2416.00
	Total	100		
t+3	1	50	50.80	2540.00
	2	50	50.20	2510.00
	Total	100		

Test Statistics^a

	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3
Mann-Whitney U	1053.000	1074.000	1167.000	1006.000	1175.000	1141.000	1235.000
Wilcoxon W	2328.000	2349.000	2442.000	2281.000	2450.000	2416.000	2510.000
Z	-1.358	-1.213	-.572	-1.682	-.517	-.751	-.103
Asymp. Sig. (2-tailed)	.174	.225	.567	.093	.605	.452	.918

a. Grouping Variable: Sampel

(lanjutan)

Two-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

Frequencies

	Sampel	N
t-3	1	50
	2	50
	Total	100
t-2	1	50
	2	50
	Total	100
t-1	1	50
	2	50
	Total	100
t0	1	50
	2	50
	Total	100
t+1	1	50
	2	50
	Total	100
t+2	1	50
	2	50
	Total	100
t+3	1	50
	2	50
	Total	100

Test Statistics^a

		t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3
Most Extreme Differences	Absolute	.200	.240	.140	.320	.160	.140	.140
	Positive	.040	.240	.140	.320	.160	.080	.140
	Negative	-.200	-.080	-.080	-.080	-.120	-.140	-.120
Kolmogorov-Smirnov Z		1.000	1.200	.700	1.600	.800	.700	.700
Asymp. Sig. (2-tailed)		.270	.112	.711	.012	.544	.711	.711

a. Grouping Variable: Sampel

Lampiran 11 Hasil *Non-Parametric Test* Rata-rata *Abnormal Volume* pada *Cum-Day* dan Hari *Ex-Dividenden*

Mann-Whitney Test

Ranks

	Sampel	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Abnormal Volume	1	50	60.86	3043.00
	2	50	40.14	2007.00
	Total	100		

Test Statistics^a

	Abnormal Volume
Mann-Whitney U	732.000
Wilcoxon W	2007.000
Z	-3.583
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

a. Grouping Variable: Sampel

Two-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

Frequencies

	Sampel	N
Abnormal Volume	1	50
	2	50
	Total	100

Test Statistics^a

		Abnormal Volume
Most Extreme Differences	Absolute	.440
	Positive	.060
	Negative	-.440
Kolmogorov-Smirnov Z		2.200
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000

a. Grouping Variable: Sampel

Lampiran 12 Daftar Sampel Perusahaan

PERUSAHAAN YANG MASUK DALAM CGPI	EMITEN					
	INDUSTRI	CGPI 2002	CGPI 2003	CGPI 2004	CGPI 2005	CGPI 2006
<i>Agriculture</i>		AALI		AALI		
<i>Mining</i>		ANTM MEDC	MEDC		APEX MEDC PTBA	ANTM APEX PTBA
<i>Miscellaneous Industry</i>			ASII	ASII	ASII	
<i>Consumer Goods Industry</i>		UNVR KAEF	KLBF UNVR	KLBF	KLBF	
<i>Property, Real Estate & Building Construction</i>						ADHI
<i>Infrastructure, Utilities & Transportation</i>		TLKM ISAT			TLKM	ISAT
<i>Finance</i>		BBCA TRIM ASBI	BABP BFIN	BABP BBCA BNGA BFIN	BABP BNGA	BMRI BBNI BNGA
<i>Trade, Services & Investment</i>			ASGR BMTR	ASGR	ASGR UNTR	ASGR UNTR

(lanjutan)

PERUSAHAAN YANG BELUM PERNAH MASUK DALAM CGPI	EMITEN					
	INDUSTRI	CGPI 2002	CGPI 2003	CGPI 2004	CGPI 2005	CGPI 2006
<i>Agriculture</i>	BASS					
<i>Mining</i>	ATPK					
<i>Basic Industry & Chemicals</i>	AMFG	AMFG	AMFG	AMFG ARNA LION	AMFG ARNA TOTO	
<i>Miscellaneous Industry</i>		BRAM	GDYR	BRAM		
<i>Consumer Goods Industry</i>	TCID MYOR	ADES AQUA	AQUA	AQUA		
<i>Property, Real Estate & Building Construction</i>					GMTD	
<i>Infrastructure, Utilities & Transportation</i>	IATG PTRO			IATG	RIGS	
<i>Finance</i>	MEGA DEFI ASDM	BBIA BBNP	BBIA BBNP BSWD MEGA	BBNP BSWD	BBIA BSWD ADMF	
<i>Trade, Services & Investment</i>		AIMS FISH	AIMS	FISH HEXA	HEXA INTA	

KETERANGAN:

TICKER	NAMA PERUSAHAAN
ADES	Ades Waters Indonesia Tbk
ADHI	Adhi Karya Tbk
ADMF	Adira Dinamika Multi Finance Tbk
AIMS	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk
ANTM	Aneka Tambang Tbk
APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk
AQUA	Aqua Golden Mississippi Tbk
ARNA	Arwana Citramulia Tbk
AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk
AALI	Astra Agro Lestari Tbk
ASGR	Astra Graphia Tbk
ASII	Astra International Tbk
ASBI	Asuransi Bintang Tbk
ASDM	Asuransi Dayin Mitra Tbk
ATPK	ATPK Resources Tbk

(lanjutan)



BASS	Bahtera Adimina Samudera Tbk
BABP	Bank Bumiputera Indonesia Tbk
BBCA	Bank Central Asia Tbk
BMRI	Bank Mandiri Tbk
MEGA	Bank Mega Tbk
BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk
BNGA	Bank Niaga Tbk
BBNP	Bank Nusantara Parahyangan Tbk
BSWD	Bank Swadesi Tbk
BBIA	Bank UOB Buana Tbk
BFIN	BFI Finance Indonesia Tbk
DEFI	Danasupra Erapacific Tbk
FISH	FKS Multi Agro Tbk
BMTR	Global Mediacom Tbk
GDYR	Goodyear Indonesia Tbk
GMTD	Gowa Makassar Tourism Dev. Tbk
HEXA	Hexindo Adiperkasa Tbk
BRAM	Indo Kordsa Tbk
ISAT	Indosat Tbk
IATG	Infoasia Teknologi Global Tbk
INTA	Intraco Penta Tbk
KLBF	Kalbe Farma Tbk
KAEF	Kimia Farma Tbk
LION	Lion Metal Works Tbk
TCID	Mandom Indonesia Tbk
MYOR	Mayora Indah Tbk
MEDC	Medco Energi International Tbk
PTRO	Petrosea Tbk
RIGS	Rig Tenders Tbk
TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk
PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk
TRIM	Trimegah Securities Tbk
UNVR	Unilever Indonesia Tbk
UNTR	United Tractors Tbk