

**INDONESIAN STOCK MARKET'S REACTION TO THE INFORMATION  
DISCLOSURE REGARDING AFFILIATED TRANSACTION**

**REAKSI PASAR SAHAM DI INDONESIA TERHADAP KETERBUKAAN  
INFORMASI TERKAIT TRANSAKSI AFILIASI**

**Olivia Sirait<sup>1\*</sup>, Arief Wibisono Lubis<sup>2</sup>**

Department of Management, Universitas Indonesia<sup>1,2</sup>  
olivia.sirait@ui.ac.id<sup>1</sup>, ariefwl@ui.ac.id<sup>2</sup>

**ABSTRACT**

*Affiliated transaction or also known as related party transaction (RPT) refers to a transaction involving two or more parties with a special or related relationship. Due to this relationship, the transactions may not be conducted according to the arm's length principle or cause a potential agency problem. Therefore, information disclosure to the public is necessary to provide a material information regarding affiliated transactions and as a key aspect of adhering to principles of good corporate governance. The aim of this study is to analyze whether there is a significant and positive impact on Indonesian stock market, in response to the RPT Announcements by issuers in Indonesia. Despite the prevalence of affiliated transactions among group companies in Indonesia, there is little research focused on the impact of RPT announcements on stock market reactions in Indonesia. Using event study as the method, in this study assess whether stock prices adjust in a timely manner upon the arrival of new public information. The results indicate that there is a significant and positive average abnormal return on the third trading day before RPT Announcement, and a significant and negative average abnormal return on the fourth trading day after RPT Announcement.*

**Keywords:** Stock market reaction, RPT announcement, affiliated transaction, event study

**ABSTRAK**

Transaksi afiliasi atau yang diketahui juga sebagai *related party transaction* (RPT) merupakan transaksi yang terjadi di antara dua atau lebih pihak yang memiliki hubungan istimewa atau berelasi. Karena dilakukan oleh para pihak yang berelasi, transaksi afiliasi berpotensi tidak dilakukan dengan memenuhi prinsip kewajaran usaha (*arm's length*) atau menyebabkan timbulnya *agency problem*. Untuk itu, perlu dilakukan keterbukaan informasi kepada publik untuk memberikan gambaran informasi material mengenai transaksi afiliasi dan sebagai pemenuhan terhadap prinsip tata kelola perusahaan yang baik. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis apakah terdapat pengaruh yang signifikan dan positif terhadap pasar saham Indonesia atas munculnya informasi baru mengenai RPT *Announcement* oleh emiten di Indonesia. Terlepas dari banyaknya transaksi afiliasi yang dilakukan di Indonesia, hanya sedikit penelitian yang berfokus pada dampak RPT *Announcement* terhadap reaksi pasar saham di Indonesia. Dengan menggunakan metode *event study*, dalam penelitian ini juga dijelaskan apakah harga saham menyesuaikan secara tepat waktu setelah kedatangan informasi publik baru. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat *average abnormal return* yang signifikan dan positif pada hari bursa ketiga sebelum RPT *Announcement*, serta *average abnormal return* yang signifikan dan negatif pada hari bursa keempat sesudah RPT *Announcement*.

**Kata Kunci:** Reaksi pasar saham, RPT *Announcement*, transaksi afiliasi, *event study*

## PENDAHULUAN

Dalam melaksanakan kegiatan investasi di pasar saham, pergerakan atau fluktuasi harga saham dapat memberikan keuntungan ataupun kerugian bagi para investor. Fluktuasi harga saham tersebut dapat terjadi karena beberapa faktor, salah satunya adalah munculnya informasi baru.

Pengumuman terkait transaksi afiliasi merupakan salah satu contoh dari informasi baru yang muncul di publik yang terkait dengan emiten di pasar saham. Pengumuman tersebut dilakukan oleh emiten untuk menginformasikan kepada para investor atau pemegang sahamnya mengenai transaksi yang dilakukannya dengan pihak yang terafiliasi dengannya.

Transaksi afiliasi atau yang dikenal juga dengan *related party transaction* (RPT) merupakan transaksi yang terjadi diantara dua atau lebih pihak yang memiliki hubungan istimewa atau berelasi. RPT berpotensi efisien karena dapat memberikan manfaat bagi perusahaan, melalui proses negosiasi lebih sederhana, biaya transaksi yang lebih rendah (Gordon et al., 2004), kemitraan strategis, pembagian risiko, dan fasilitasi kontrak (Kohlbeck dan Mayhew, 2010). Namun transaksi afiliasi juga berpotensi dilakukan dengan tidak memenuhi prinsip kewajaran atau kelaziman usaha (*arm's length principle*) atau menimbulkan *agency problem* karena transaksi afiliasi yang oportunistik dapat dilihat sebagai strategi untuk memaksimalkan kekayaan dan memberikan kepuasan kepada manajemen dengan mengorbankan kekayaan investor.

Dalam penelitiannya, Hendratama et al., 2020 juga menyampaikan bahwa beberapa studi menunjukkan RPT di Indonesia berpotensi dilakukan dengan kasar dan dapat menyebabkan perampasan kekayaan oleh pemegang saham pengendali (Utama dan Utama, 2009; Sari dan Baridwan, 2014). Sementara itu, perlindungan investor di Indonesia masih relatif lemah dibandingkan di negara lain (La Porta et al., 2006; Barokah, 2013).

Untuk itu, RPT perlu dilaksanakan sesuai prinsip *good corporate governance* dan memenuhi *arms' length principle*. Salah satunya adalah melalui keterbukaan informasi kepada publik untuk memberikan gambaran mengenai informasi material terkait RPT. Pengungkapan informasi sangat penting untuk meminimalkan asimetri informasi, memenuhi kebutuhan informasi pemangku kepentingan eksternal, dan untuk mengembangkan kepercayaan (Hendratama et al., 2020).

Dalam penelitian ini, penulis ingin menganalisis pengaruh atas dilakukannya keterbukaan informasi terkait transaksi afiliasi yang dilakukan oleh emiten terhadap reaksi pasar saham di Indonesia. Pada beberapa penelitian terdahulu, seperti yang dilakukan oleh Sunardi et al. (2023), Hendratama et al. (2020), Martins et al. (2022), Cherry et al. (2020), Bannigidadmah, et al. (2021), Krüger. (2014), Da Silva, (2014), Cheung et al. (2009), dikemukakan hasil pengujian atas pengaruh munculnya suatu informasi baru di publik terhadap reaksi pasar saham, ataupun pengaruh transaksi afiliasi yang dilakukan oleh suatu perusahaan terhadap reaksi pasar saham di beberapa negara di dunia. Namun masih sedikit penelitian yang secara khusus membahas pengaruh munculnya suatu informasi baru berupa keterbukaan informasi terkait transaksi afiliasi terhadap pasar saham di Indonesia.

Dalam penelitiannya Habib et al. (2017) mengungkapkan bahwa RPT cukup signifikan terjadi di Indonesia karena lebih dari 90% perusahaan terbuka di Indonesia melakukan berbagai bentuk RPT (Utama dan Utama, 2013). Perusahaan terbuka di Indonesia juga merupakan bagian dari kelompok ekonomi yang kompleks dengan jabatan direktur yang saling terkait, terdapat *arrangement* kepemilikan yang timbal balik, serta kepemilikan silang yang berlebihan, dimana hal ini mempercepat terjadinya RPT. Oleh karena itu, penelitian ini diharapkan dapat mengisi kesenjangan tersebut dengan menganalisis bagaimana

reaksi pasar saham di Indonesia atas pengumuman atau keterbukaan informasi mengenai suatu transaksi afiliasi yang dilakukan oleh emiten di Indonesia.

Berdasarkan teori *efficient market hypothesis*, pasar akan mengakibatkan terjadinya penyesuaian harga hingga terbentuk harga saham yang merefleksikan seluruh informasi yang tersedia (Bodie, Kane, dan Marcus, 2014). Dalam hal ini, perubahan harga saham dapat dilihat sebagai salah satu bentuk respon terhadap informasi baru yang beredar mengenai suatu perusahaan. Pada penelitian ini, penulis menggunakan analisis *event study* atau studi peristiwa untuk menilai apakah harga saham menyesuaikan dengan tepat waktu atas kedatangan suatu informasi publik baru (Da Silva, 2021), dalam hal ini keterbukaan informasi mengenai transaksi afiliasi (*RPT Announcement*).

### **Pasar Saham Efisien**

Dalam menganalisis reaksi pasar saham terhadap suatu informasi baru, perlu diidentifikasi terlebih dahulu jenis efisiensi pasar saham. Pasar saham efisien merupakan keadaan dimana suatu harga saham merefleksikan semua informasi yang mendasari pembentukan nilai dari saham tersebut (Ross dkk., 2016). Ross dkk. (2016) memberikan gambaran mengenai konsekuensi atau reaksi harga saham atas munculnya informasi baru pada pasar saham yang efisien dan tidak efisien. Pada pasar saham efisien, harga secara instan menyesuaikan dan sepenuhnya mencerminkan informasi baru dan tidak ada kecenderungan kenaikan atau penurunan berikutnya. Sedangkan pada pasar saham yang tidak efisien, terdapat dua jenis reaksi, yaitu *slow response* dan *overreaction*. Pada reaksi *slow response*, harga menyesuaikan secara perlahan dengan informasi baru, dimana diperlukan waktu 30 hari sebelum harga sepenuhnya mencerminkan informasi baru. Sementara pada reaksi *overreaction*, harga menyesuaikan secara berlebihan

dengan informasi baru dan terdapat *bubble* dalam urutan harga.

Tingkat efisiensi pasar saham dibagi menjadi tiga jenis, yaitu *weak form*, *semistrong form*, dan *strong form* (Ross dkk., 2016). Dalam penelitian ini, jenis efisiensi pasar mengacu pada *semistrong form* dimana cerminan harga saham merupakan kombinasi dari semua informasi yang tersedia secara umum, termasuk *RPT Announcement*, dan informasi harga saham historis. Studi yang membahas *semistrong form* biasanya mengandalkan *event study* untuk menilai apakah harga menyesuaikan dengan cepat dan tepat waktu atas kedatangan suatu informasi publik baru (Da Silva, 2021). Atas informasi baru tersebut, diharapkan para investor di pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima yang ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas yang dimaksud (Sunardi et al, 2023).

### **Event Study**

*Event study* adalah studi statistik yang digunakan untuk mengamati reaksi investor di pasar modal terhadap terjadinya suatu peristiwa yang informasinya diumumkan kepada publik atau apakah rilis informasi memengaruhi *return* atau pengembalian di hari lain (Ross dkk., 2016). Studi peristiwa juga digunakan untuk menguji kandungan informasi pada suatu pengumuman publik, atau tingkat efisiensi pasar dalam bentuk *semistrong*. Pengujian kandungan informasi yang terdapat dalam suatu pengumuman bertujuan untuk mengamati respon investor di pasar modal terhadap munculnya pengumuman tersebut. Jika suatu pengumuman mengandung informasi penting, diharapkan investor di pasar modal akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima. Respon investor ini biasanya tercermin dalam bentuk perubahan harga saham dari emiten yang melakukan pengumuman kepada publik tersebut (Sunardi et al., 2023).

### **Abnormal Return**

Dalam metode penelitian *event study*, dilakukan analisis terhadap *abnormal return* (AR), karena nilai AR dalam suatu periode waktu, adalah terkait dengan informasi yang dirilis pada periode itu (Ross dkk., 2016). Dengan kata lain, reaksi pasar terhadap suatu informasi baru digambarkan dengan AR. AR yang bernilai nol mengindikasikan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap suatu peristiwa. Jika pasar bereaksi terhadap suatu peristiwa, maka akan diperoleh AR yang signifikan berbeda dengan nol (baik positif maupun negatif). Informasi berita baik diharapkan berpengaruh positif di pasar, begitupun sebaliknya (Sunardi et al., 2023).

AR suatu saham tertentu pada hari tertentu dapat dihitung dengan mengurangkan *return* pasar pada hari yang sama ( $R_m$ ) dari *return* aktual ( $R$ ) saham tersebut pada hari itu (Ross dkk., 2016), persamaannya dituliskan sebagai berikut:

$$AR = R - R_m \quad (1)$$

*Return* pasar ( $R_m$ ) dapat dihitung menggunakan indeks saham harian, dimana dalam penelitian ini digunakan indeks harga saham gabungan (IHSG). Dalam bukunya, Ross dkk. (2016) juga menyampaikan bahwa AR juga dapat dihitung menggunakan *market model* dengan persamaan sebagai berikut:

$$AR = R - (\alpha + \beta R_m) \quad (2)$$

Nilai  $\alpha$  dan  $\beta$  saham di atas diperoleh berdasarkan hasil regresi menggunakan persamaan yang mengacu pada perhitungan *risk-adjusted performance* Jensen' alpha, yaitu *return* rata-rata dari portofolio yang diprediksi berdasarkan *capital asset pricing model* (CAPM), dengan memperhitungkan beta portofolio saham dan *return* rata-rata pasar (Bodie, Kane, dan Marcus, 2018), sebagai berikut:

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + \beta_p (\bar{r}_m - \bar{r}_f)] \quad (3)$$

Dimana:

- $\alpha_p$  = alfa dari portofolio saham
- $\bar{r}_p$  = rata-rata dari *return* saham
- $\beta_p$  = beta dari saham
- $\bar{r}_f$  = rata-rata dari *risk free rate*
- $\bar{r}_m$  = rata-rata dari *return* pasar

### Transaksi Afiliasi

Sebagaimana diatur dalam POJK 42/2020, transaksi afiliasi adalah setiap aktivitas dan/atau transaksi yang dilakukan oleh perusahaan terbuka atau perusahaan terkendali dengan afiliasi dari perusahaan terbuka atau afiliasi dari anggota direksi, anggota dewan komisaris, pemegang saham utama, atau pengendali, termasuk setiap aktivitas dan/atau transaksi yang dilakukan oleh perusahaan terbuka atau perusahaan terkendali untuk kepentingan afiliasi dari perusahaan terbuka atau afiliasi dari anggota direksi, anggota dewan komisaris, pemegang saham utama, atau pengendali. Adapun definisi afiliasi dalam POJK 42/2020 adalah (i) hubungan keluarga karena perkawinan dan keturunan sampai derajat kedua, baik secara horizontal maupun vertikal; (ii) hubungan antara pihak dengan pegawai, direktur, atau komisaris dari pihak tersebut; (iii) hubungan antara 2 perusahaan di mana terdapat 1 atau lebih anggota direksi atau dewan komisaris yang sama; (iv) hubungan antara perusahaan dan pihak, baik langsung maupun tidak langsung, mengendalikan atau dikendalikan oleh perusahaan tersebut; (v) hubungan antara 2 perusahaan yang dikendalikan, baik langsung maupun tidak langsung, oleh pihak yang sama; atau (vi) hubungan antara perusahaan dan pemegang saham utama.

Transaksi afiliasi dapat berupa pembelian, penjualan, pengalihan, penggunaan, tukar-menukar aset atau segmen operasi; perolehan, pelepasan, dan/atau penggunaan jasa; sewa-menyewa aset; pinjam-meminjam dana termasuk pengalihannya; menjaminkan aset; atau memberikan jaminan perusahaan

(Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia, 2020).

### Keterbukaan Informasi

Keterbukaan informasi merupakan salah satu prinsip *good corporate governance* yang dilakukan secara *mandatory* atau *voluntary*. Perusahaan harus memastikan bahwa keterbukaan informasi dilakukan dengan tepat waktu dan akurat pada semua hal yang material. Pengungkapan informasi yang tidak sesuai dan praktik bisnis yang tidak transparan dapat mengakibatkan munculnya perilaku tidak etis dan hilangnya integritas perusahaan sehingga menimbulkan biaya yang besar, tidak hanya bagi perusahaan dan pemegang sahamnya tetapi juga bagi perekonomian secara keseluruhan. Dengan melakukan keterbukaan informasi, perusahaan dapat membantu meningkatkan pemahaman publik tentang struktur dan aktivitas perusahaan, kebijakan dan kinerja perusahaan, serta hubungan perusahaan dengan masyarakat. Keterbukaan informasi juga dapat menjadi alat yang ampuh untuk mempengaruhi perilaku perusahaan, melindungi pemegang saham, menarik calon investor, dan mempertahankan kepercayaan pasar modal (OECD, 2015).

Berdasarkan OECD *principles*, perusahaan perlu memperhatikan informasi yang diungkapkan kepada publik. Diharapkan informasi tersebut menggambarkan kondisi material namun tidak membahayakan posisi kompetitif perusahaan di pasar dan menimbulkan biaya kerugian bagi perusahaan.

### Hipotesis Penelitian

RPT *Announcement* dapat dilakukan oleh emiten salah satunya sebagai sarana untuk menginformasikan kepada para investor maupun pemegang saham emiten mengenai transaksi afiliasi yang dilakukan oleh emiten tersebut, agar memberikan pemahaman kepada mereka serta mengumumkan bahwa transaksi afiliasi tersebut telah dilaksanakan dengan

memenuhi prinsip kewajaran usaha atau *arm's length* dan sesuai dengan prinsip GCG. Selain itu, RPT *Announcement* juga merupakan salah satu kewajiban emiten di Indonesia dalam melakukan transaksi afiliasi. Berdasarkan hal tersebut serta mengacu pada penelitian sebelumnya, hipotesis pertama penelitian ini adalah:

**H1.** Terdapat nilai *average abnormal return* (AAR) yang signifikan dan positif pada periode *event window*.

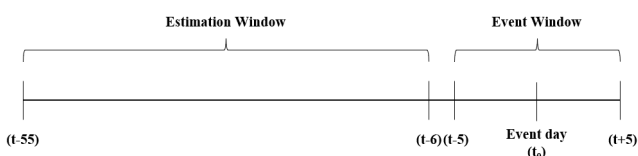
Selain itu, mengacu pada penelitian *event study* sebelumnya oleh Sunardi et al. (2023), dalam penelitian ini juga akan dilakukan analisis perbedaan nilai AAR sebelum dan sesudah RPT *Announcement* untuk melihat apakah terdapat perbedaan yang signifikan atas munculnya informasi baru tersebut. Oleh karena itu, hipotesis kedua penelitian ini adalah:

**H2.** Terdapat perbedaan nilai AAR yang signifikan sebelum dan sesudah RPT *Announcement*.

## METODE PENELITIAN

### Jenis dan Desain Penelitian

Jenis penelitian ini adalah *event study* atau studi peristiwa yang dilakukan untuk menguji ada atau tidaknya pengaruh dari munculnya suatu peristiwa baru, yaitu RPT *Announcement* yang dilakukan oleh emiten di Indonesia, terhadap pasar saham di Indonesia yang tercermin dari pergerakan *abnormal return* saham pada periode *event window*. Mengacu pada beberapa penelitian *event study* sebelumnya, seperti Sunardi et al. (2023) dan Martins et al. (2022), penulis menentukan *estimation window* dan *event window* sebagai berikut:



Gambar 3.1. Periode *Estimation Window* dan *Event Window*

Periode *estimation window* merupakan periode perkiraan bagaimana suatu saham biasanya berhubungan dengan pasar (Cherry et al., 2020). Pada periode ini penulis mengacu pada penelitian Sunardi et al. (2023) sebelumnya untuk menggunakan jangka waktu 50 hari, yaitu dari 55 hari bursa sebelum (t-55) sampai 6 hari bursa sebelum (t-6) RPT *Announcement*.

Untuk periode *event window*, sesuai penelitian Bannigidadmath et al. (2021) dan Cherry et al. (2020), dalam penelitian ini digunakan 5 hari bursa sebelum (t-5) sampai dengan 5 hari bursa setelah (t+5) tanggal RPT *Announcement* (t<sub>0</sub>).

### Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini digunakan data sekunder, dimana pada periode *estimation window*, penulis mengumpulkan data harga saham harian emiten yang melakukan RPT *Announcement* di pasar saham di Indonesia, termasuk data harga indeks saham harian, serta *yield* dari 1-year *government bond* yang digunakan sebagai *risk-free rate*. Adapun pada periode *event window*, data yang dikumpulkan adalah harga saham harian emiten di Indonesia yang melakukan RPT *Announcement*, serta data harga indeks saham harian, yang dalam penelitian ini digunakan data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

### Pengujian Empiris

Pada penelitian yang menggunakan metode *event study* ini, dilakukan perhitungan untuk mencari nilai *abnormal return* (AR), yaitu perbedaan antara *return* aktual suatu saham pada hari tertentu dengan *expected return* saham tersebut pada hari yang sama dalam periode *event window*. Dengan didapatinya nilai AR atas suatu saham pada suatu waktu tertentu, dapat diindikasikan bahwa terdapat pengaruh atas munculnya suatu informasi atau peristiwa baru tersebut terhadap *return* saham emiten tersebut.

#### 1. *Abnormal Return*

Dalam hipotesis pasar efisien, AR saham pada hari t (AR<sub>t</sub>), harus mencerminkan rilis informasi pada hari yang sama (t). Setiap informasi yang dirilis sebelumnya tidak berpengaruh pada AR<sub>t</sub> karena seharusnya sudah dirasakan sebelumnya. Dengan kata lain, pasar saham efisien sudah memasukkan informasi sebelumnya ke dalam suatu harga saham (Ross dkk., 2016).

#### 2. *Return Aktual*

Perhitungan *return* aktual dapat mengacu pada persamaan mengenai *return* yang terealisasi atau disebut juga HPR (*holding-period return*) yang dikemukakan Bodie, Kane, & Marcus (2018) berikut:

$$R = \frac{\text{harga akhir saham} - \text{harga awal saham} + \text{dividen tunai}}{\text{harga awal saham}}$$

#### 3. *Expected Return*

*Expected return* adalah pengembalian yang diharapkan atas saham yang memperhitungkan risiko saham tersebut. Risiko tersebut diukur dengan beta. Semakin besar nilai beta suatu saham, maka *return* saham tersebut semakin sensitif terhadap perubahan harga pasar. Berarti semakin besar pula risiko saham tersebut, sehingga tingkat pengembalian yang diharapkan juga lebih tinggi (BEI, 2023). Untuk menghitung *expected return* atas saham perusahaan yang melakukan RPT *Announcement*, penelitian ini mengacu pada penelitian Martins et al. (2022) berdasarkan formula berikut:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t}) \quad (4)$$

Pada persamaan di atas,  $\alpha_i$  dan  $\beta_i$  merupakan koefisien hasil regresi dengan menggunakan model regresi berdasarkan persamaan 3.

### Metode Analisis Data

#### Pengujian *Stationer*

Untuk melakukan pengolahan data, penulis melakukan uji stasioner terlebih dahulu atas sampel data yang akan

digunakan. David A. Dickey dan Wayne A. Fuller (1981) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa uji stationer perlu dilakukan untuk mengetahui pola keragaman data (*stationer*) untuk data yang bersifat *time series*. Sekelompok data dinyatakan *stationer* bila memiliki *variance* yang menyebar dan tidak membentuk suatu pola yang jelas.

Uji *stationer* dapat dilakukan salah satunya dengan menggunakan pendekatan *Augmented Dickey Fuller Test* (1998) (ADF). Di dalam pengujian dengan pendekatan ADF, masing-masing variabel dinyatakan *stationer* apabila memiliki nilai *probability* di bawah 0,05. Selanjutnya, tahapan pengolahan data baru dapat dilanjutkan pada uji hipotesis setelah seluruh variabel telah diuji stasioner dan hasilnya memiliki pola keragaman data yang *stationer* (Nelmidia, 2018).

### Pengujian Hipotesis

Untuk menjawab hipotesis serta rumusan masalah dalam penelitian ini, yaitu mengetahui pengaruh munculnya informasi baru berupa RPT *Announcement* terhadap reaksi pasar saham di Indonesia yang digambarkan dengan adanya nilai AR yang positif dan signifikan, termasuk untuk mengetahui perbedaan nilai AAR yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa, maka dilakukan pengujian statistik dengan menggunakan uji *t*- statistik. Apabila nilai sig di atas 0,05 maka hipotesis 1 ditolak, dan apabila nilai sig di bawah 0,05, maka hipotesis 1 diterima (Sunardi et al., 2023).

### HASIL DAN PEMBAHASAN

Sampel pada penelitian ini adalah 100 peristiwa RPT *Announcement* yang dilakukan antara tahun 2021 sampai 2022, dimana setelah diurutkan lebih lanjut, 100 pengumuman tersebut dilakukan oleh 76 emiten yang berbeda yang sahamnya tercatat di BEI. RPT *Announcement* yang digunakan sebagai  $t_0$  (*event day*) dalam penelitian ini tercantum dalam Lampiran 1.

### Alfa dan Beta Hasil Regresi

Untuk melakukan perhitungan *abnormal return* saham, diperlukan nilai alfa dan beta dari periode *estimation window*. Alfa dan beta saham tersebut ditemukan berdasarkan hasil regresi antara *return* saham dikurangi *risk-free rate* sebagai variabel Y, dengan *market return* dikurangi dengan *risk-free rate* sebagai variabel X, yang merupakan turunan model regresi berdasarkan persamaan 3. Nilai alfa dan beta saham yang diperoleh sebagaimana tercantum dalam Lampiran 2.

### Analisis Deskriptif *Abnormal Return*

Setelah diperoleh nilai alfa dan beta saham, dilakukan perhitungan *abnormal return* (AR) masing-masing sampel saham, dengan cara mencari nilai selisih antara perhitungan *return* aktual dengan *expected return* masing-masing saham pada periode *event window*. Berikut gambaran umum mengenai nilai AR yang diperoleh.

**Tabel 1. Hasil Uji Stasioneritas**

Hari	N	Nilai Min	Nilai Maks	Rata-rata	Std Deviasi
t-5	100	-,0797	,0500	-,001467	,0204751
t-4	100	-,0601	,0982	,000147	,0247422
t-3	100	-,0801	,1162	,007703	,0312191
t-2	100	-,0695	,2061	,002892	,0341585
t-1	100	-,0699	,0881	,005217	,0261536
t0	100	-,0439	,1719	,003015	,0281933
t+1	100	-,0780	,2145	,003026	,0326331
t+2	100	-,0697	,2077	,000998	,0340183
t+3	100	-,0844	,2299	,007044	,0462888
t+4	100	-,0755	,2051	-,003053	,0379732
t+5	100	-,0798	,1236	-,002948	,0306734

### Hasil Uji Stasioner

Berdasarkan hasil uji stasioner yang dilakukan pada nilai AR, diperoleh nilai *probability* 0,0000 atau di bawah 0,05. Oleh karena itu, dapat terlihat bahwa seluruh data nilai AR telah *stationer*, sehingga tahapan pengolahan data selanjutnya, yaitu uji hipotesis dapat dilakukan.

**Tabel 2. Hasil Uji Stasioneritas**

Keterangan	ADF Test	
	<i>t</i> -statistic	Probability
Nilai AR	-16,5584	0,0000

**Hasil Uji Hipotesis**

Selanjutnya, berdasarkan pengujian hipotesis yang dilakukan atas nilai AR saham yang diperoleh, hasilnya adalah sebagai berikut:

**Tabel 3. Hasil Uji Hipotesis**

Hari	Sig.	Kesimpulan
t-5	,669	Tidak terdapat AR yang signifikan
t-4	,747	Tidak terdapat AR yang signifikan
t-3	<b>,023*</b>	<b>Terdapat AR yang signifikan</b>
t-2	,767	Tidak terdapat AR yang signifikan
t-1	,054	Tidak terdapat AR yang signifikan
t0	,864	Tidak terdapat AR yang signifikan
t+1	,445	Tidak terdapat AR yang signifikan
t+2	,822	Tidak terdapat AR yang signifikan
t+3	,872	Tidak terdapat AR yang signifikan
t+4	<b>,042*</b>	<b>Terdapat AR yang signifikan</b>
t+5	,087	Tidak terdapat AR yang signifikan

\*signifikan pada level 5%

Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa pada t-3, dan t+4 nilai sig. masing-masing sebesar 0,023 dan 0,042 (di bawah 0,05), sehingga H0 ditolak dan H1 diterima. Dari sini dapat disimpulkan bahwa pada t-3 dan t+4 terdapat nilai AR yang signifikan.

**Deskripsi Nilai AAR**

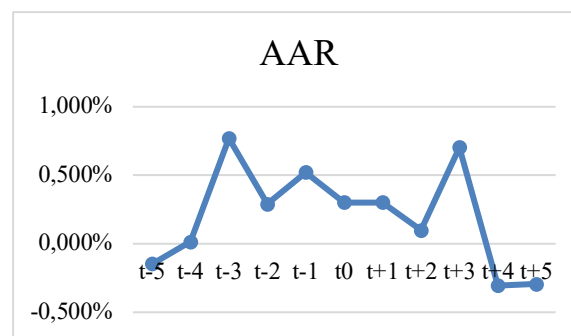
Untuk mengetahui apakah nilai AR pada masing-masing hari di periode *event window* adalah positif atau negatif atas munculnya RPT *Announcement*, akan dilakukan perhitungan *average abnormal return* (AAR) saham dengan menjumlahkan seluruh nilai AR pada masing-masing hari dalam periode *event window*, kemudian dibagi dengan jumlah RPT *Announcement* yang diteliti. Berikut ini adalah nilai AAR yang diperoleh.

**Tabel 4. Nilai AAR Pada Periode Event Window**

Hari	AAR	Sig.
t-5	-0,147%	,669
t-4	0,015%	,747

Hari	AAR	Sig.
t-5	0,770%	<b>,023*</b>
t-2	0,289%	,767
t-1	0,522%	,054
t0	0,301%	,864
t+1	0,303%	,445
t+2	0,100%	,822
t+3	0,704%	,872
t+4	-0,305%	<b>,042*</b>
t+5	-0,294%	,087

\*signifikan pada level 5%

**Gambar 1. Grafik AAR Saham Emiten**

Pada grafik di atas terlihat bahwa secara umum, selama periode *event window* nilai AAR saham positif, yaitu sejak t-4 sampai dengan t+3 RPT *Announcement*.

Nilai AAR paling besar terdapat pada t-3 dan t+3. Pada t+2, nilai AAR turun drastis walaupun tetap bernilai positif. Kemudian pada t+3 nilai AR meningkat tajam dari hari bursa sebelumnya, dan pada t+4, nilai AAR turun drastis menjadi negatif hingga t+5. Nilai AAR negatif yang paling besar terjadi pada t+4 RPT *Announcement*.

Mengacu pada hasil uji hipotesis berdasarkan Tabel 3, maka hipotesis 1 penelitian ini terbukti sebagian karena walaupun t-3 terdapat nilai AR yang signifikan dan positif, namun pada t+4, terdapat nilai AR yang signifikan dan negatif. Adapun di hari lainnya pada periode *event window*, nilai AAR positif tetapi tidak signifikan dimana terlihat dari nilai sig yang lebih besar dari 0,05.

Uji hipotesis juga dilakukan pada nilai AAR sebelum dan sesudah RPT *Announcement* untuk mengetahui selisih 2 sampel yang saling berhubungan, yaitu selisih AAR sebelum dan sesudah



RPT *Announcement*. Hasil pengujiannya adalah sesuai Tabel 5 di bawah ini.

**Tabel 5. Hasil Uji Hipotesis Nilai AAR Sebelum dan Sesudah RPT *Announcement***

Pair 1	Z	-.825
AARSBLM - AARSSDH	Asymp. Sig. (2-tailed)	,409

Pada tabel di atas, nilai AAR sebelum adalah dari t-5 sampai t-1, sedangkan nilai AAR sesudah adalah dari t+1 sampai t+5. Berdasarkan hasil uji hipotesis tersebut nilai Asymp. Sig. (2-tailed) adalah 0,409 (lebih dari 0,05), sehingga H1 ditolak. Hal ini berarti tidak ada perbedaan signifikan atas nilai AAR sebelum dan sesudah RPT *Announcement*. Oleh karena itu, hipotesis kedua penelitian tidak terbukti.

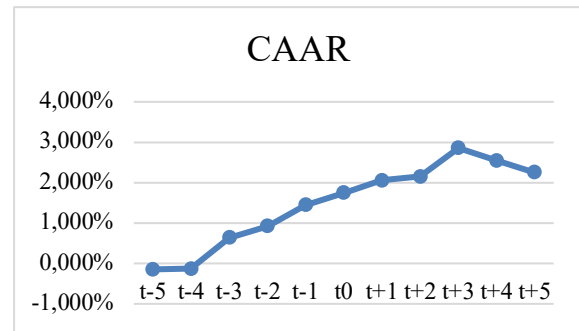
### Deskripsi Nilai CAAR

Dalam penelitian ini juga dilakukan perhitungan *cumulative average abnormal return* (CAAR) untuk menganalisis apakah terdapat kemungkinan *overreaction* pada harga saham emiten yang melakukan RPT *Announcement* pada periode *event window* dengan cara mendeteksi pembalikan harga (*price reversal*) pada grafik CAAR (Sunardi et al., 2023). Berikut hasil perhitungan CAAR yang diperoleh.

**Tabel 5. Nilai CAAR Pada Periode *Event Window***

Hari	CAAR	Sig.
t-5	-0,107%	,669
t-4	-0,018%	,747
t-3	0,359%	<b>,023*</b>
t-2	0,536%	,767
t-1	1,153%	,054
t <sub>0</sub>	1,748%	,864
t+1	2,362%	,445
t+2	2,417%	,822
t+3	3,075%	,872
t+4	2,733%	<b>,042*</b>
t+5	2,516%	,087

\*signifikan pada level 5%



**Gambar 2. Grafik CAAR Saham Emiten**

Sesuai grafik di atas, secara umum nilai CAAR pada periode *event window* bernilai positif dan terus meningkat hingga t+3 RPT *Announcement*. Kemudian pada t+4 dan t+5, nilai CAAR menurun walaupun tetap menunjukkan nilai yang positif. CAAR dengan nilai negatif hanya terdapat di t-4 dan t-5 RPT *Announcement*.

### Reaksi Pasar Atas RPT *Announcement* Berdasarkan Nilai AR

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, dari seluruh hari pengamatan dalam periode *event window*, terdapat nilai AR yang signifikan dan positif pada t-3, dan nilai AR yang signifikan dan negatif pada t+4.

Hal tersebut dapat mengindikasikan beberapa hal. Pertama, para investor maupun pemegang saham publik di pasar saham di Indonesia sudah memberikan reaksi positif atas rencana RPT *Announcement*, pada beberapa hari sebelum informasi baru tersebut disampaikan kepada publik, yakni tiga hari bursa sebelum tanggal RPT *Announcement*. Kemudian pada hari bursa setelahnya hingga hari bursa ketiga sesudah RPT *Announcement* pada investor tidak bereaksi atas informasi baru tersebut dan baru kembali menunjukkan reaksi pada hari bursa keempat setelah munculnya RPT *Announcement*.

Dari sini dapat terlihat bahwa reaksi para investor atas munculnya informasi baru berupa RPT *Announcement* baru benar-benar terbentuk di pasar pada hari keempat setelah tanggal

RPT *Announcement*, dimana reaksi yang diberikan adalah negatif. Hal ini mungkin terjadi karena para investor atau pemegang saham publik memproses terlebih dahulu informasi baru mengenai RPT *Announcement* tersebut dan tidak langsung bereaksi seketika saat informasi tersebut muncul di publik.

Namun demikian, mereka menganggap peristiwa tersebut mengandung informasi penting, sehingga menyebabkan para investor tersebut bereaksi setelah mencerna informasi, dimana mereka mengartikan bahwa RPT *Announcement* adalah berita yang negatif mengenai emiten. Hal ini kemudian berpengaruh pada keputusan para investor ataupun pemegang saham publik di pasar modal di Indonesia, dimana mereka menjual sahamnya sehingga berimplikasi pada nilai AR saham emiten tersebut menjadi negatif. Hal ini juga mengindikasikan bahwa para investor tetap berpandangan bahwa transaksi afiliasi berdampak negatif bagi perusahaan sejalan dengan penjelasan dalam penelitian Bhandari et al. (2021). Sehingga walaupun sudah dilakukan pengumuman atau keterbukaan informasi oleh emiten setelah melakukan transaksi afiliasi tersebut, tingkat kepercayaan publik kepada emiten yang melakukan transaksi afiliasi juga belum sepenuhnya tercapai.

Lebih lanjut, berdasarkan hasil uji hipotesis juga ditemukan bahwa pada t-3 terdapat nilai AR yang signifikan. Dalam hal ini terdapat kemungkinan bahwa telah terjadi kebocoran informasi mengenai RPT *Announcement* di pasar saham yang membuat investor atau calon investor dapat mengambil tindakan antisipatif terlebih dahulu sebelum munculnya RPT *Announcement* di publik atau sebelum terjadinya transaksi afiliasi yang dilakukan oleh emiten di pasar saham di Indonesia. Kemungkinan kebocoran informasi ini dapat terjadi karena pengaturan mengenai *insider trading* di Indonesia relatif masih lemah (Utama, 2010; Junaedi, 2020).

Dalam penelitian yang dilakukan Nguyen et al. (2017), Olmo et al. (2011), dan Meulbroek (1992) juga disampaikan akses informasi dari *insider trading* memiliki peran besar dalam pergerakan harga saham.

### **Perbedaan Nilai AAR Sebelum dan Sesudah RPT *Announcement***

Berdasarkan hasil uji hipotesis atas nilai AAR sebelum dan sesudah RPT *Announcement*, diperoleh hasil bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan. Sehingga meskipun terdapat nilai AR yang signifikan di t-3 dan t+4 peristiwa, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa RPT *Announcement* tidak memberikan perbedaan yang signifikan terhadap nilai AAR emiten sampel penelitian ini.

Tidak adanya perbedaan AR yang signifikan sebelum dan sesudah munculnya RPT *Announcement* ini diindikasikan terjadi karena, yang pertama, informasi mengenai transaksi afiliasi oleh emiten belum diungkapkan dengan cukup dalam keterbukaan informasinya kepada publik untuk memberikan gambaran atau pemahaman kepada investor maupun calon investor mengenai transaksi afiliasi tersebut. Selain itu dapat juga terjadi karena informasi belum dipublikasikan melalui media komunikasi yang mudah diketahui oleh para investor.

Yang kedua, hal ini juga mungkin terjadi karena investor di pasar saham di Indonesia belum memperoleh informasi yang cukup bahwa RPT *Announcement* salah satunya dapat dilakukan oleh emiten sebagai langkah memenuhi prinsip GGC, serta untuk mengkomunikasikan kepada publik bahwa transaksi afiliasi telah dilakukan dengan memenuhi prinsip GCG serta sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku sebagaimana diuraikan pada bab sebelumnya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Sunardi et al. (2023) karena meskipun terdapat nilai AR yang signifikan pada t-3 dan t+4 peristiwa, namun tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai AAR

saham yang menjadi sampel penelitian, pada sebelum dan sesudah peristiwa.

### Reaksi Pasar Berdasarkan Nilai CAAR

Secara umum pada periode *event window*, CAAR bernilai positif dan terus meningkat hingga t+3 RPT *Announcement*. Hal ini menunjukkan bahwa selama periode *event window*, pasar saham di Indonesia tetap bereaksi positif terhadap munculnya informasi baru berupa RPT *Announcement*.

Berdasarkan Gambar 2 terlihat terdapat proses *price reversal* yang menunjukkan *overreaction* dari pasar saham di Indonesia pada t+3 dimana nilainya terus menurun hingga t+5. Hal ini terlihat dari kenaikan nilai CAAR pada t+2 ke t+3, namun kemudian turun secara signifikan pada t+4. Penurunan ini sejalan dengan hasil uji hipotesis karena nilai sig mengindikasikan nilai AR saham pada t+4 berpengaruh negatif dan signifikan.

Pengumuman mengenai transaksi afiliasi atau RPT *Announcement* masih dianggap berita buruk oleh investor di Indonesia dan menimbulkan respon pasar yang berlebihan (karena terjadi *overreaction*). Sunardi et al., 2023 dalam penelitiannya juga mengatakan bahwa hal ini sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan De Bondt dan Thaler pada tahun 1985 dan Fang pada tahun 2012 yang menemukan bahwa pelaku pasar melakukan *overestimate* harga ketika menerima informasi yang buruk, sehingga investor cenderung menjual saham secara berlebihan dan menyebabkan penurunan harga yang tidak wajar.

### PENUTUP

Berdasarkan hasil penelitian ini, dapat diindikasikan bahwa RPT *Announcement* merupakan peristiwa yang mengandung informasi penting bagi para investor di pasar saham di Indonesia karena mereka bereaksi terhadap munculnya RPT *Announcement* tersebut pada t-3 dan t+4 RPT *Announcement*. Reaksi tersebut terlihat dari adanya nilai

AR yang signifikan dan positif pada t-3, dan nilai AR yang signifikan dan negatif pada t+4. Berdasarkan hasil pengujian ini, maka hipotesis 1 penelitian ini terbukti sebagian karena terdapat pengaruh signifikan atas munculnya peristiwa RPT *Announcement*, namun pengaruh yang diberikan positif dan negatif.

Berdasarkan hasil uji signifikansi atas nilai AAR sebelum dan sesudah terjadinya RPT *Announcement*, tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada kedua nilai AAR tersebut dimana hal ini mengindikasikan tidak ada perbedaan yang signifikan atas reaksi investor sebelum dan sesudah RPT *Announcement*.

Pada sekitar tanggal RPT *Announcement*, secara umum CAAR bernilai positif dan terus meningkat hingga t+3 RPT *Announcement*. Hal ini menunjukkan bahwa selama periode *event window*, pasar saham di Indonesia tetap bereaksi positif terhadap munculnya informasi baru berupa RPT *Announcement* yang dilakukan oleh emiten di Indonesia.

Melalui pola grafik CAAR juga terlihat bahwa terdapat *price reversal* yang menunjukkan *overreaction* dari pasar saham di Indonesia pada t+3 RPT *Announcement*.

Untuk penelitian lebih lanjut, dapat dilakukan hal-hal sebagai berikut:

1. Menggunakan faktor pengujian lain selain *abnormal return* saham dalam menganalisis reaksi pasar saham atas kemunculan peristiwa baru, misalnya seperti menggunakan volume atau frekuensi transaksi perdagangan saham untuk mengukur tingkat likuiditas saham di sekitar *event day*.
2. Pada penelitian selanjutnya dapat digunakan periode *event window* yang lebih panjang untuk menangkap *abnormal return* yang lebih banyak sebagai sampel penelitian, namun dengan tetap mempertimbangkan faktor *bias* dari pengaruh informasi lainnya.
3. Berdasarkan penelitian ini diketahui juga bahwa investor pasar saham di Indonesia tidak bereaksi seketika pada

saat munculnya informasi baru terkait RPT *Announcement*, walaupun terdapat *price reversal* pada hari bursa ketiga setelah peristiwa. Hal ini menunjukkan bahwa para investor tersebut cukup baik dalam merespon munculnya informasi baru dan perlu menerapkan hal ini juga atas munculnya informasi-informasi baru lain yang dilakukan oleh emiten.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Amanda, Citra, & Husodo, Zaäfri Ananto. (2015). Empirical Test of Fama French Three Factor Model and Illiquidity Premium in Indonesia. *Corporate Ownership & Control*, 362 – 373.
- Andrianto, Yanuar, & Mirza, Adrian Rishad. (2016). A Testing of Efficient Market Hypothesis in Indonesia Stock Market. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 219, 99 – 103.
- Barokah, Zuni. (2013). *An Analysis of Corporate Related-Party Disclosure in the Asia-Pacific Region*. (Disertasi PhD, Universitas Teknologi Queensland).  
[https://eprints.qut.edu.au/60847/1/Zuni\\_Barokah\\_Thesis.pdf](https://eprints.qut.edu.au/60847/1/Zuni_Barokah_Thesis.pdf)
- Bhandari, Avishek, Kohlbeck, Mark, & Mayhew, Brian. (2021). Association of related party transactions with sensitivity of investments and external financing. *Journal of Corporate Finance*.
- Bodie, Z., Kane, A., & Alan J., Marcus. (2018). *Investments* (11<sup>th</sup> Edition). New York: McGraw Hill.
- Bannigidadmath, Deepa, Narayan, Paresh Kumar, Phan, Dinh Hoang Bach, & Gong, Qiang. (2021). How stock markets reacted to COVID-19? Evidence from 25 countries. *Finance Research Letters*.
- Carney, Richard W., & Child, Travers Barclay. (2013). Changes to the Ownership and Control of East Asian Corporations between 1996 and 2008: the Primacy of Politics. *Journal of Finance Economics*. 107 (2), 494–513.
- Cheung, Yan-Leung, L. Jing, T. Lu, P. R. Rau, & A. Stouraitis. (2009). Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies. *Pacific-Basic Finance Journal*, 372 – 393.
- Cheung, Yan-Leung, P. R. Rau, & A. Stouraitis. (2006). Tunneling, Propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics*, 343 – 386.
- Da Silva, Paulo Pereira. (2021). Market efficiency and the capacity of stock prices to track a firm's future profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22-3, 452-464.
- De Bondt, Werner F. M., & Thaler, Richard. (1985). Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance* 40, 793-807.
- Field, A. (2009). *Discovering Statistics Using SPSS Third Edition*. London: SAGE Publication Ltd.
- Gursida, Hari, & Indrayono, Yohanes. (2019). Understanding capital market responses to government economic policy announcements: An event study on Indonesia's Economic Policy Package. *Management Science Letters*.
- Gordon, Elizabeth A., Henry, Elaine, & Palia, Darius. (2004). Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value.
- G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris., OECD. (2015). <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>.
- Habib, Ahsan, Muhammadi, Abdul Haris, & Jiang, Haiyan. (2017). Political Connections and Related Party Transactions: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting*. Vol. 52, 45–63.

- Hartono, Sony. (2018). Efficient Market Hypothesis (Hipotesis Pasar Efisien). *Badan Pendidikan dan Pelatihan Keuangan, Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Manajemen Situs Kemenkeu Learning Center*. <https://klc2.kemenkeu.go.id/kms/knowledge/klc1-efficient-market-hypothesis/detail/>. 5:19.
- Hendratama, Tifanny Dwijaya, & Barokah, Zuni. (2020). Related Party Transactions and Firm Value: The Moderating Role of Corporate Social Responsibility Reporting. *China Journal of Accounting Research*. 13, 223–236.
- Junaedi, Ardian. (2020). Tindak Pidana Insider Trading Dalam Praktik Pasar Modal Indonesia. *Media Iuris*. Vol. 3, 299-318.
- Keane, S. M. (2011). *Stock Markets Efficiency: Theory, Evidence and Implication*, Oxford: Philip Allan.
- Kohlbeck, M., & B. Mayhew. (2010). Valuation of Firms That Disclose Related Party Transaction. *Journal of Accounting and Public Policy*. 29, 115-137.
- Krüger, Philipp. (2014). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*. 115, 304–329.
- La Rorta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, & Shleifer, Andrei. (2006). What works in securities laws? *The Journal of Finance*. Vol. 61 (1), 1–32.
- La Rorta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei, & Vishny, Robert W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*. 106 (6), 1113–1155.
- Law, Cherry, Cornelsen, Laura, Adams, Jean, Penney, T., Rutter, H., White, Martin, & Smith, R. (2020). An analysis of the stock market reaction to the announcements of the UK Soft Drinks Industry Levy. *Economics and Human Biology*.
- MacKinlay, A. Craig. (1997) Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. Vol. 35, 13–39. <http://www.jstor.org>.
- Meulbroek, & Lisa, K. (1992). An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. *Journal of Finance*. 47 (5), 1661-1699.
- Nguyen, V., Tran, A., & Zeckhauser, R. (2017). Stock Splits to Profit Insider Trading: Lesson from an Emerging Market. *Journal of International Money and Finance* 74, 69-87.
- Olmo, Jose, Pilbeam, Keith, Pouliot, & William. (2011). Detecting The Presence of Insider Trading via Structural Break Test. *Journal of Banking and Finance*. 35 (11), 2820-2828.
- Otoritas Jasa Keuangan. 2020. *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia Nomor 42 /POJK.04/2020 tentang Transaksi Afiliasi dan Transaksi Benturan Kepentingan*. Jakarta.
- Ross, S.A., dkk. (2016). *Corporate Finance* (11<sup>th</sup> Edition). New York: Mcgraw Hill.
- Sari, Ratna C., & Baridwan, Zaki. (2014). Current Asset Tunnelling and Firm Performance in an Emerging Market. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. 11 (2), 165–176.
- Utama, Sidharta, Utama, Cynthia A., & Yuniasih, Rafika. (2010). Related Party Transaction - Efficient or Abusive: Indonesia Evidence. *Asia Pacific Journal of Accounting and Finance*.
- Utama, Cynthia A., & Utama, Sidharta. (2009). Stock Price Reactions to Announcements of Related Party Transactions. *Asian Journal of Business and Accounting*. 2 (1&2), 1–23.
- Utama, Cynthia A., & Utama, Sidharta. (2014). Corporate Governance, Size and Disclosure of Related Party Transactions, and Firm Value:

- Indonesia Evidence. *International Journal of Disclosure and Governance*. 11 (4), 341-365. <https://doi.org/10.1057/jdg.2013.23>
- Utama, Cynthia A., Utama, Sidharta, Amarullah, Fitriany. (2017). Corporate Governance and Ownership Structure: Indonesia Evidence. *The International Journal of Effective Board Performance*. 17 (2), 165–191.
- Woolridge, J. Randall, & Snow, Charles C. (1990). Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions. *Strategic Management Journal*. Vol. 11, 353-363.
- Xu, X. D., Zeng, S. X., & Tam, C. M. (2012). Stock Market's Reaction to Disclosure of Environmental Violations: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*. Vol. 107, 227-237.