

# Menguji Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri

TENGKU ARIEF PAHLEVI PASHA

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi (STIE) Persada Bunda Pekanbaru  
Jl. Diponegoro Nomor 42  
Email: tengkuarifpahlevi30@gmail.com

**Abstract:** The purposes of this study was to test for the presence of abnormal returns before and after the events that occurred in the processes of selecting candidates for Police Chief of Indonesia. This research uses event study method. In this method, we observe the abnormal return, average abnormal return and average trading volume activity within 7 days before and 7 days after the event date. This research uses secondary data. The data used in this study was obtained from the Indonesia Stock Exchange (BEI). The data used were consisted of closing prices and volume of stock transactions that cover 240 days before and 15 days in the period window. Single index model was used to determine the expected return. The Sample of this research consist of Kompas 100 stocks that were listed in the Indonesian Stock Exchange. There is a significant abnormal return value to each events that were tested. The study concluded that the Indonesian capital market did not react to the events related to politics

**Keywords:** *abnormal return, event study, Kapolri election*

Pergantian kepemimpinan dari Susilo Bambang Yudhoyono kepada Joko Widodo (Jokowi) sebagai presiden Republik Indonesia di tahun 2014 memberikan harapan besar pada masyarakat. Jokowi dinilai berhasil dalam menjalankan pemerintahan sebagai walikota di Kota Solo sehingga sosok ini mendapatkan perhatian dari masyarakat Indonesia. Sosok rendah hati dan merakyat yang ditampilkan oleh Jokowi-pun berhasil merebut hati berbagai kalangan. Harapan besar masyarakat Indonesia terhadap sosok ini menyebabkan setiap keputusan yang diambil mendapatkan perhatian oleh masyarakat.

Pemilihan calon Kepala Kepolisian Republik Indonesia (Kapolri) merupakan suatu peristiwa yang cukup menyita perhatian masyarakat. Kontroversi yang mengikuti di sepanjang peristiwa ini membuat proses pemilihan tersebut menyita cukup banyak waktu. Kontroversi dimulai dari masuknya nama Budi Gunawan (BG) dalam bursa pencalonan Kapolri seperti yang dikeluarkan oleh Komisi Kepolisian Nasional (Kompolnas) pada tanggal 7 Januari 2015 (Soares, 2015).

Masuknya nama BG ini kemudian diikuti oleh penetapan BG sebagai tersangka kasus rekening tidak wajar aparatur negara oleh Komisi Pemberantasan Korupsi (KPK) pada tanggal 13 Januari 2015. Meskipun BG ditetapkan sebagai tersangka, namun hal tersebut tidak membuat Jokowi mengeluarkan keputusan pembatalan pencalonan BG sebagai Kapolri. Kontroversi yang terjadi di sepanjang proses pemilihan ini dipercaya memiliki kandungan informasi bagi pemegang saham.

Pasar modal merupakan instrumen ekonomi yang tidak lepas dari berbagai pengaruh lingkungan. Pantzalis, *et al* (2000) dan Kristiana dan Suratna (2005) menyatakan bahwa di seluruh negara di dunia terdapat hubungan penting antara kinerja pasar modal dengan isu politik sebagai faktor non-ekonomi. Faktor keamanan dan kestabilan dalam negeri merupakan beberapa faktor yang dijadikan sebagai acuan dalam menilai keamanan investasi di suatu negara. Adanya kontroversi yang mengikuti di sepanjang proses pelantikan Kapolri dikhawatirkan memberikan citra negatif bagi di

Indonesia di mata investor. Respon public dinilai cukup besar mengenai peristiwa yang berkaitan dengan proses pemilihan kapolri ini, sehingga dipercaya bahwa peristiwa-peristiwa tersebut memiliki kandungan informasi tertentu khususnya terhadap pergerakan harga saham.

Kandungan informasi dari suatu peristiwa dapat diuji dengan menggunakan metode *event study*. *Event study* telah menjadi alat standar bagi para ekonom yang mencoba mengukur dampak dari pengumuman ataupun kategori dari pengumuman tertentu. *Event study* dalam analisis ekonomi modern digunakan untuk mengukur beberapa variabel (terutama respon dari harga saham terhadap beberapa kejadian) secara objektif yang baku dan bisa ditiru (Krivin, et al 2003).

Zaqi (2006) menyatakan bahwa keputusan dan peristiwa politik memberikan dampak yang signifikan terhadap pergerakan harga saham. Penelitian tersebut didukung oleh Opare (2012) dan Gunaasih (2014). Namun hal tersebut tidak sejalan dengan Setyawan (2006) yang menyatakan bahwa keputusan pemerintah tidak memberikan dampak yang signifikan terhadap pergerakan harga saham. Pendapat Setyawan tersebut sejalan penelitian yang dilakukan oleh Chen (2005), Chandra (2013, 2015) dan Imelda (2015).

Dasar pemikiran yang diajukan oleh Fama (1970) yaitu pasar yang ideal adalah dimana harga-harga di dalamnya menyediakan pertanda yang akurat untuk alokasi sumberdaya dan harga sekuritas tiap waktu mencerminkan secara penuh dari semua informasi yang tersedia. Reily dan Brown (2011) menambahkan bahwa pasar dapat dikatakan efisien jika harga sekuritas mampu berubah dengan cepat sebagai respon terhadap adanya informasi-informasi baru atau dapat disebut dengan istilah *informationally efficient market*.

Terdapat tiga bentuk efisiensi pasar menurut teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH), yaitu (Riley dan Brown 2011):

a. Pasar Efisien Bentuk Lemah (*Weak-Form EMH*)

Pasar dikatakan efisien bentuk lemah jika harga saham sekarang mencerminkan penuh informasi historis.

b. Efisiensi bentuk setengah kuat (*The Semistrong-form EMH*)

Hipotesis ini menyatakan bahwa harga-harga sekuritas menyesuaikan secara cepat terhadap semua informasi publik. Berbeda dengan bentuk lemah, pasar bentuk setengah kuat juga memasukkan faktor informasi non-pasar

c. Pasar bentuk kuat (*Strong-form EMH*)

Hipotesis ini menyatakan bahwa harga saham telah mencerminkan segala informasi publik dan privat. Maksud dari pertanyaan tersebut ialah tidak terdapat kelompok investor yang memiliki monopoli akses informasi yang relevan mengenai harga saham.

Informasi asimetri merupakan kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak daripada pihak lainnya (Auronen, 2003).

Menurut Jogiyanto (2010: 392), informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar setelah terlebih dahulu informasi tersebut dianalisis dan diinterpretasikan sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*).

*Abnormal return* merupakan salah satu bukti yang menjelaskan adanya interaksi pasar dengan informasi. Namun, masih terdapatnya kesenjangan penelitian menyebabkan banyak peneliti yang tertarik untuk melakukan studi semacam ini. Meskipun instrument perekonomian, pasar saham memiliki keterkaitan dengan informasi politik. Zaqi (2006) membandingkan reaksi pasar saham terhadap peristiwa ekonomi dan peristiwa politik. Menggunakan indeks LQ-45, penelitian ini menyimpulkan bahwa pasar

saham cenderung memberikan respon yang lebih besar terhadap peristiwa politik relatif dibandingkan peristiwa ekonomi. Pendapat ini didukung oleh Opare (2012), Gunaasih (2014) dan Setyawan (2015).

Temuan berbeda didapatkan oleh Chen (2005) yang meneliti tentang dampak dari peristiwa politik terhadap pasar saham Taiwan. Dengan membandingkan indeks saham berkinerja baik dengan indeks saham dengan return yang rendah, Chen menyatakan tidak terdapat adanya perbedaan yang berarti antara periode sebelum dan sesudah peristiwa. Hal tersebut kemudian didukung oleh penelitian Chandra (2013, 2015) dan Imelda (2014).

Berdasarkan kesenjangan penelitian tersebut, maka perlu dilakukan studi mengenai dampak dari kontroversi pemilihan Kapolri terhadap kondisi pasar modal Indonesia. Kerangka pemikiran penelitian ini dapat dilihat pada lampiran 1. Hipotesis

Berdasarkan uraian-uraian di bagian sebelumnya, maka beberapa hipotesis dapat dirumuskan untuk penelitian ini yaitu:

H1: Terdapat Average Abnormal Return (AAR) yang signifikan di sebelum dan sesudah masing-masing peristiwa A, B, C dan D

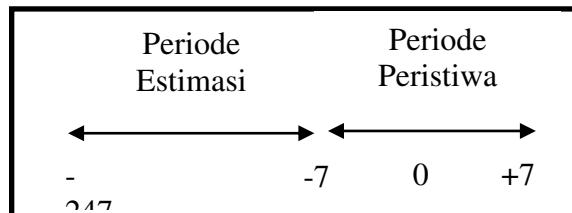
## METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang tercatat telah *go public* dan sahamnya telah diperdagangkan di BEI sedangkan sample yang digunakan adalah perusahaan yang tergabung dalam indeks Kompas 100 periode Februari – Agustus 2015. Periode tersebut dipilih karena sebagian besar peristiwa terjadi pada kurun waktu tersebut. Kompas 100 merupakan kumpulan 100 perusahaan yang berkinerja baik, *liquid* dan mewakili 70-80% total kapitalisasi keseluruhan pasar.

Data yg digunakan pada penelitian ini merupakan data sekunder antara lain: daftar anggota indeks Kompas 100 yang didapatkan dari BEI, data perdagangan saham perusahaan yang mencakup harga penutupan

dan volume transaksi yang didapat dari [finances.yahoo.com](http://finances.yahoo.com).

Pada *event study*, periode penelitian terbagi menjadi dua, yaitu periode estimasi dan periode peristiwa. Berikut adalah ilustrasi dari periode pada penelitian ini:



hingga h<sub>-7</sub>. *Event day* penelitian ini terdiri dari peristiwa penundaan pelantikan BG (16 Januari 2015), pengkabulan gugatan BG oleh PN Jakarta Selatan (16 Februari 2015), pelantikan Badrodin Haiti sebagai Kapolri (17 April 2015) dan pelantikan BG sebagai Wakapolri (22 April 2015). Periode peristiwa adalah 7 hari sebelum dan sesudah *event day*. Penggunaan periode yang panjang diharapkan dapat mampu menyerap seluruh reaksi pasar terhadap masing-masing peristiwa.

Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan langkah-langkah berikut (Chandra, 2015):

### *Actual Return*

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

dimana :

R<sub>i,t</sub> = Return saham i pada hari t

P<sub>i,t</sub> = Harga saham i pada hari t

P<sub>i,t-1</sub> = Harga saham i pada hari t-1

### *Market Return*

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

dimana :

IHSG<sub>t</sub> = IHSG pada hari t

IHSG<sub>t-1</sub> = IHSG pada hari t-1

### *Expected Return*

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

dimana:

R<sub>m,t</sub> = *return* pasar pada hari t

$\varepsilon_{i,t}$  = kesalahan residu

Koefisien  $\alpha$  dan  $\beta$  diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runut waktu antara *return* saham (R<sub>i,t</sub>) dengan *return*

pasar ( $R_{it}$ ) selama *estimation period*. Dari koefisien  $\alpha$  dan  $\beta$  tersebut dapat dihitung *expected return* tiap-tiap saham atau  $E(R_i)$  selama *event period*.

#### *Abnormal Return*

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

dimana:

$AR_{i,t}$  = *abnormal return* saham i pada hari t  
 $R_{i,t}$  = *actual return* saham i pada hari t  
 $E(R_{i,t})$  = *expected return* saham i pada hari t

#### *Average Abnormal Return*

$$\overline{AR}_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

Dimana:

$\overline{AR}_{i,t}$  = rata-rata *abnormal return* saham i periode t

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham i periode t  
n = jumlah sample

#### *Cumulative Average Abnormal Return*

$$CAAR = \sum \overline{AR}_{it}$$

#### Standar Deviasi

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum (AR_{it} - \overline{AR}_{it})^2}{n-1}}$$

dimana:

$\sigma_i$  = standar deviasi sekuritas i  
 $AR_{it}$  = *abnormal return* saham i periode t  
 $\overline{AR}_{i,t}$  = rata-rata *abnormal return* saham i periode t  
n = jumlah sample

#### *Standardized Abnormal Return*

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\sigma_i}$$

Dimana:

$SAR_{it}$  = *Abnormal return* terstandarisasi periode t  
 $AR_{it}$  = *abnormal return* saham i periode t  
 $\sigma_i$  = standar deviasi sekuritas i

#### Uji t Satu Arah (*One Sample t-test*)

$$t = \frac{\sum SAR_{it}}{\sqrt{n}}$$

Dimana:

$\sum SAR_{it}$  = Total *Abnormal return* terstandarisasi pada periode t  
n = jumlah sample

## HASIL

Berdasarkan hasil uji statistik (lampiran 2), *abnormal return* ditemukan pada peristiwa A. *Abnormal return* terjadi pada h-2, h+4 dan h+5. Pada h-2 dan h+5 ditemukan *abnormal return* yang bernilai negatif. Kondisi tersebut disebabkan pelolosan uji kepatutan dan kelayakan calon Kapolri yang dilakukan oleh DPR-RI terhadap BG tanpa mempertimbangkan status hukum BG (h-2) dan adanya aksi penangkapan Wakil Ketua KPK Bambang Widjojanto. *Abnormal return* positif ditemukan pada h+4 yang bertepatan dengan peristiwa pendaftaran gugatan oleh BG terhadap sejumlah pimpinan KPK. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Zaqi (2006) yang menyatakan terdapat pengaruh dari peristiwa politik terhadap pasar modal.

Pada peristiwa B, terdapat *abnormal return* pada h-3, h-2, h-1 dan h+4 dengan nilai negatif untuk keseluruhan hari. Adanya proses hukum yang terkesan dipaksakan menyebabkan publik telah memberikan sentimen negatif terhadap peristiwa ini. Indikasi kemenangan BG terlihat sejak h-3 keluarnya putusan sidang (Maulidar 2015). Selain itu, beberapa fungsionaris KPK melaporkan adanya ancaman dari pihak tidak dikenal pada h-2 putusan (Movaniita, 2015). Pada h-1, DPR RI menyatakan penolakan terhadap pembatalan pencalonan BG dan mendesak presiden untuk segera melakukan pelantikan Kapolri baru (Movaniita 2015). H+4 peristiwa, kasasi yang diajukan oleh KPK mengenai pemenangan gugatan BG tersebut resmi ditolak (Solopos, 2015). Kondisi-kondisi tersebut ditanggapi negatif oleh investor. Investor khawatir terhadap kondisi kepastian hukum serta politik yang ada di Indonesia. Adanya kecenderungan pemenangan BG yang pada saat bersamaan telah ditetapkan sebagai tersangka tindakan korupsi memberikan kesan tidak adanya

ketegasan hukum di Indonesia.

Setelah melewati proses yang cukup panjang, akhirnya Badrodin Haiti dilantik menjadi Kapolri. Terdapat *abnormal return* yang signifikan pada h-4 dan h-3. Pada h-4, DPR memastikan Polri akan memiliki pimpinan definitif sebelum 20 April 2015 namun untuk posisi Wakapolri sepenuhnya diserahkan pada Polri (*detiknews* 2015). Pada h-3, Mabes Polri melakukan pembatalan gelar perkara kasus BG (*sindonews*, 2015). Reaksi negatif investor terjadi pada h-3 dan h-4. Investor masih belum sepenuhnya percaya bahwa pelantikan ini akan memberikan dampak positif terhadap citra hukum Indonesia. Belum adanya ketegasan didalam penanganan kasus BG diduga menjadi salah satu faktor penyebab.

Pada peristiwa pelantikan BG sebagai Wakapolri, terdapat *abnormal return* pada h-6, h-7, h+5 dan h+7. Reaksi negatif pada h-6 dan h-7 diberikan oleh pasar karena tidak terdapat kesan tegas dari Polri di dalam menangani kasus BG ini. Pada h+5, pelepasan Abraham Samad dari tahanan ditanggapi positif oleh pasar (Tempo, 2015). Namun pada h+7, adanya pembentukan satuan khusus yang terdiri dari KPK, Polri dan Kejaksaan kembali ditanggapi negatif oleh pasar (Solopos, 2015).

Secara umum, keseluruhan peristiwa mampu menghasilkan *abnormal return*. Frekuensi terbanyak *abnormal return* terjadi pada peristiwa B dan D, masing-masing 4 hari. Peristiwa C merupakan peristiwa dengan frekuensi *abnormal return* paling sedikit, yaitu 2 hari. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Chen (2005) dan Chandra (2015). Peristiwa politik dapat memunculkan *abnormal return* pada pasar modal Indonesia.

## PEMBAHASAN

Hasil penelitian menunjukkan selama proses pemilihan Kapolri, terdapat *bad news* di beberapa hari yang menyebabkan terjadinya *abnormal return* yang negatif. Namun, beberapa peristiwa juga mampu memberikan sentimen positif terhadap pasar. Pasar cenderung lebih memberikan respon

pada periode sebelum peristiwa, hal tersebut terlihat dari frekuensi terjadinya *abnormal return* yang lebih banyak pada periode tersebut.

Periode peristiwa yang terlalu panjang sehingga memungkinkan adanya pengaruh dari peristiwa-peristiwa pengganggu menjadi keterbatasan dari penelitian ini. Disarankan pada penelitian berikutnya untuk menggunakan periode peristiwa yang lebih pendek.

Penelitian ini hanya meneliti dampak dari proses pemilihan Kapolri terhadap pasar modal Indonesia tanpa memperhatikan pengaruh dari sentimen perekonomian global serta peristiwa-peristiwa dalam negeri lainnya. Perlu dilakukan penelitian lebih lanjut dengan memperhatikan pengaruh dari peristiwa-peristiwa lain yang terjadi secara bersamaan dengan proses pemilihan ini.

## SIMPULAN

Kesimpulan yang diambil adalah ada nilai *abnormal return* signifikan untuk setiap peristiwa yang diuji. Studi ini menyimpulkan bahwa pasar modal Indonesia tidak bereaksi terhadap peristiwa yang berkaitan dengan politik.

## DAFTAR RUJUKAN

Auronen, L. 2003. *Asymmetric Information: Theory and Applications. Seminar in Strategy and International Business* Tu-91.167. p1-35

Chandra, Teddy. *The impact of Fuel Price Increase on Stock Price in Indonesia Stock Exchange*. Journal of Economics, Business and Accountancy Ventura vol. 16, no. 3. December 2013. p. 385 – 398.

Chandra, Teddy. *Impacts of Indonesia's 2014 Presidential Election towards Stock Price on Indonesia Stock Exchange*. International Journal of Business and

- Management, vol. 10, no 7;2015. p. 172-183
- Chen, D., H., Bin F., S., dan Chen, C., D. *The Impact of Political Events on Foreign Institutional Investors and Stock Returns: Emerging Market Evidence from Taiwan. International Journal of Business*, 10(2), 2005.
- Detiknews. 13 April 2015. *Pimpinan DPR Pastikan Kapolri Baru Sebelum 20 April, Wakapolri Urusan Polri* <<http://news.detik.com/berita/288536/2/pimpinan-dpr-pastikan-kapolri-baru-sebelum-20-april-wakapolri-urusan-polri>>, diakses 23 Desember 2018.
- Imelda, I., Siregar, H., & Anggraeni, L. (2014). *Abnormal Returns and Trading Volume in the Indonesian Stock Market in Relation to the Presidential Elections in 2004, 2009, and 2014*. Bisnis & Birokrasi Journal, 21(2), 65-76.
- Jogiyanto. 2010. "Teori Portofolio dan Analisis Investasi: Edisi 7". BPFE: Yogyakarta.
- Kristiana, I. Dan Suratna, S. 2005. "Reaksi Pasar Modal Terhadap Pemilu Legislatif dan Peristiwa Pemilu Presiden dan Wakil Presiden Tahun 2004 (Event Study peristiwa Pemilu 5 April 2004 dan Pemilu 20 September 2004)". Jurnal Akutansi dan Bisnis, Vol. 5, No. 2.
- Kravin, D., Patton, R., Rose, E., Tabak, D., 2003, 'Determination of the Appropriate Event Window Length in Individual Stock Event Studies', Working Paper Series, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=466161](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=466161)
- Maulidar. 11 Februari 2015. "Ini Indikasi Hakim Terima Gugatan Budi Gunawan" <<http://nasional.tempo.co/read/news/2015/02/11/063641612/ini-indikasi-hakim-terima-gugatan-budi-gunawan>>, diakses 16 Desember 2018.
- Movanita. 11 Februari 2015. "Terus Mendapat Ancaman, KPK Minta Perlindungan ke Lembaga Terkait". <<http://nasional.kompas.com/read/2015/02/11/20021691/Terus.Mendapat.Ancaman.KPK.Minta.Perlindungan.ke.Lembaga.Terkait>>, diakses 16 Desember 2018.
- 11 Februari 2015. "KPK Ungkap Ketidaksesuaian Wakapolri dan Bareskrim Terkait Kasus Pimpinan KPK". <<http://nasional.kompas.com/read/2015/02/11/2230465/KPK.Ungkap.Ketidaksesuaian.Wakapolri.dan.Bareskrim.Terkait.Kasus.Pimpinan.KPK>>, diakses 16 Desember 2015
- Opare, Angela. "Effects of General Elections on the Return and Volatility of Stocks: The Evidence from Europe". Catholic University of Milan, Italy. (September 15, 2012). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2224033>
- Pantzalis, C., Stangeland, D. A., & Turtle, H.J. 2000. "Political Elevations and The Resolutions of Uncertainty: The International Evidence". *Journal of Banking and Finance*, 24.
- Reily, F., K., Brown, K., C. 2011. "Investment Analysis and Portofolio Management: tenth Edition". Dryden Press: Florida

- Setyawan, T., A. 2006. "Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Kenaikan Harga BBM" [Tesis]. Magister Manajemen Universitas Diponegoro: Semarang
- Sindonews. 14 April 2015. "Alasan Mabes Polri batal Gelar Perkara Budi Gunawan Hari Ini". <<http://nasional.sindonews.com/read/989139/13/alasan-mabes-polri-batal-gelar-perkara-budi-gunawan-hari-ini-1428987229>>, diakses 23 Desember 2015
- . 4 Mei 2015. "Kapolri, Jaksa Agung, Pemimpin KPK Kumpul". <<http://nasional.sindonews.com/read/997022/13/kapolri-jaksa-di-kejagung-1430721977>>, diakses 23 Desember 2015.
- Soares, S. 7 Januari 2015. "Cari Calon Kapolri, Kompolnas Pelajari 5 Jenderal". <<http://www.tempo.co/read/news/2015/01/07/078633254/Cari-Calon-Kapolri-Kompolnas-Pelajari-5-Jenderal>>, diakses 26 Maret 2015
- Solopos. 22 Februari 2015. Kasasi Praperadilan BG Kandas, KPK Mungkin Ajukan PK. <<http://www.solopos.com/2015/02/23/kpk-vs-polri-kasasi-praperadilan-bg-kandas-kpk-mungkin-ajukan-pk-579260>>, diakses 23 Desember 2018.
- Tempo. 29 April 2015. "Abraham Samad Batal Dibui, Polisi: Biar Tak Gaduh" <<http://nasional.tempo.co/read/news/2015/04/29/078662011/abraham-samad-batal-dibui-polisi-biar-tak-gaduh>>, diakses 23 Desember 2015.
- Zaqi, M. 2006. "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa-Peristiwa Ekonomi dan Peristiwa-Peristiwa Sosial-Politik Dalam Negeri (Studi Pada Saham LQ45 di BEJ Periode 1999-2003)" [Tesis]. Program Studi Magister Manajemen Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang.