

**REAKSI PASAR MODAL  
TERHADAP PERISTIWA BOM BALI,  
BOM MAKASSAR, DAN BOM MARIOTT  
(STUDI KASUS DI BEJ DENGAN PROKSI SAHAM-SAHAM LQ 45)**



**TESIS**

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna  
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen  
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Oleh :**

**Nama : NURWANTO  
NIM : C4A002071**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2004**

## SERTIFIKASI KEASLIAN TESIS

Saya, Nurwanto, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa Tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister ini ataupun program lainnya.

Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.



Nurwanto  
September 2004

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertandatangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

# REAKSI PASAR MODAL TERHADAP PERISTIWA BOM BALI, BOM MAKASSAR, DAN BOM MARIOTT

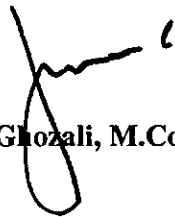
(STUDI KASUS DI BEJ DENGAN PROKSI SAHAM-SAHAM LQ 45)

Yang disusun oleh Nurwanto, NIM C4 A002071

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal : 6 September 2004

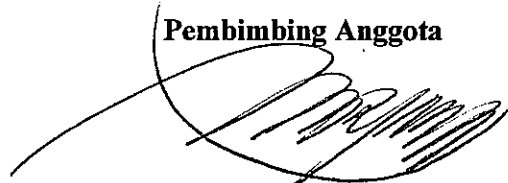
Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Dr. H. Imam Ghozali, M.Com, Akt

Pembimbing Anggota



Drs. Mulyo Haryanto, MS

Semarang, 9 September 2004

Universitas Diponegoro

Program Pascasarjana

Program Studi Magister Manajemen



Prof. Dr. Syudi Mangunwihardjo

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur ke hadirat ALLAH SWT, atas segala limpahan rahmat dan kasih sayang-Nya, kami dapat menyelesaikan tugas penulisan tesis ini.

Penelitian dengan judul REAKSI PASAR MODAL TERHADAP PERISTIWA BOM BALI, BOM MAKASSAR, DAN BOM MARIOTT (STUDI KASUS DI BEJ DENGAN PROKSI SAHAM-SAHAM LQ 45) disusun untuk memenuhi sebagian persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S2 Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Pada kesempatan ini kami mengucapkan terima kasih sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen
2. Bapak Dr. H. Imam Ghozali, M.Com., Akt, selaku pembimbing utama tesis
3. Bapak Drs. Mulyo Haryanto, MS, selaku pembimbing anggota
4. Segenap Dosen Magister Manajemen Universitas Diponegoro
5. Para penguji RUPT dan TESIS ini
6. Kedua orang tuaku yang selalu memberikan dukungan doa
7. Istriku, dan anak-anaku, yang selalu memberikan do'a dan dukungan
8. Semua pihak yang tidak saya sebut satu-persatu.

Tesis ini jauh dari sempurna, oleh karena itu saya sangat mengharapkan kritik dan saran dari Pembaca guna sempurnanya tesis ini.

Semarang, 9 September 2004

Nurwanto

## DAFTAR ISI

Surat Pernyataan keaslian tesis.....	i
Halaman Pengesahan .....	ii
Kata Pengantar .....	iii
Daftar tabel .....	vi
Daftar Gambar .....	vii
Daftar Lampiran .....	viii
Abstrak .....	ix
<b>BAB I PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	5
1.3 Tujuan Penelitian .....	6
1.4 Kegunaan Penelitian .....	6
<b>BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS .....</b>	<b>8</b>
2.1 Telaah Pustaka .....	8
2.1.1 Event Study .....	9
2.1.2 Pasar Modal Efisien .....	10
2.1.3 Trading Volume Activity .....	14
2.2 Telaah Penelitian Terdahulu .....	15
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis .....	22
2.4 Hipotesa .....	24
	iv

2.5. Definisi Variabel Operasional .....	24
<b>BAB III METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>26</b>
3.1 Periode Penelitian .....	26
3.2 Jenis Data .....	27
3.3 Populasi dan Sampel .....	27
3.4 Sumber dan Pengumpulan Data .....	28
3.5 Metode Analisis Data dan Alat Data .....	29
3.6 Teknik Statistik dalam Menganalisa Hasil Event Study .....	40
<b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>41</b>
4.1 Deskripsi Obyek Penelitian .....	41
4.2 Analisis Data .....	42
4.3 Hasil dan Pembahasan .....	43
4.3.1 Peristiwa Bom Bali .....	43
4.3.2 Peristiwa Bom Makassar .....	49
4.3.3 Peristiwa Bom Marriot .....	54
4.4 Pembahasan .....	59
<b>BAB V PENUTUP .....</b>	<b>61</b>
5.1 Kesimpulan .....	61
5.2 Saran .....	63
Daftar Pustaka .....	64

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	IHSG dan Indeks LQ45 1 Hari Sebelum dan 5 Hari Sesudah Peristiwa.....	3
Tabel 2.1	Daftar Penelitian Terdahulu .....	20
Tabel 4.1	Pengujian Normalitas data .....	42
Tabel 4.2	Hasil Uji Statistik terhadap <i>Abnormal Return</i> Selama Periode Peristiwa Bom Bali .....	44
Tabel 4.3	Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Saham LQ-45 Pada Peristiwa Bom Bali .....	46
Tabel 4.4	Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata <i>Trading Volume Activity</i> Saham LQ-45 Pada Peristiwa Bom Bali .....	48
Tabel 4.5	Hasil Uji Statistik terhadap <i>Abnormal Return</i> Selama Periode Peristiwa Bom Makasar .....	50
Tabel 4.6	Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Saham LQ-45 Pada Peristiwa Bom Makasar .....	52
Tabel 4.7	Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata <i>Trading Volume Activity</i> Saham LQ-45 Pada Peristiwa Bom Makasar.....	54
Tabel 4.8	Hasil Uji Statistik terhadap <i>Abnormal Return</i> Selama Periode Peristiwa Bom Marriott .....	56
Tabel 4.9	Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Saham LQ-45....	57
Tabel 4.10	Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata <i>Trading Volume Activity</i> Saham LQ-45 Pada Peristiwa Bom Marriott .....	59

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Kerangka Pemikiran Teoritis .....	23
Gambar 3.1	Periode Waktu Pengamatan .....	31
Gambar 4.1	Grafik <i>Average Abnormal Return</i> (AAR) dan <i>Cummulative AAR</i> (CAAR) Saham LQ-45 pada Periode Peristiwa Bom Bali .....	43
Gambar 4.2	Aktivitas Volume Perdagangan Saham LQ-45 pada Periode Peristiwa Bom Bali .....	47
Gambar 4.3	Grafik <i>Average Abnormal Return</i> (AAR) dan <i>Cummulative AAR</i> (CAAR) Saham LQ-45 pada Periode Peristiwa Bom Makasar .....	49
Gambar 4.4	Aktivitas Volume Perdagangan Saham LQ-45 pada Periode Peristiwa Bom Makassar .....	53
Gambar 4.5	Grafik <i>Average Abnormal Return</i> (AAR) dan <i>Cummulative AAR</i> (CAAR) Saham LQ-45 pada Periode Peristiwa Bom Marriott.....	55
Gambar 4.6	Aktivitas Volume Perdagangan Saham LQ-45 pada Periode Peristiwa Bom Marriott .....	58

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Daftar 35 Perusahaan Sampel Penelitian, Perusahaan yang Masuk dalam LQ 45 secara Konsisten dan tidak Melakukan Corporate Action pada Peristiwa Bom Bali, Bom Makassar, dan Bom Marriott
- Lampiran 2 AAR & CAAR Peristiwa Bom Bali
- Lampiran 3 AAR & CAAR Peristiwa Bom Makassar
- Lampiran 4 AAR & CAAR Peristiwa Bom Marriott
- Lampiran 5 Trading Volume Activity Peristiwa Bom Bali
- Lampiran 6 Trading Volume Activity Peristiwa Bom Makassar
- Lampiran 7 Trading Volume Activity Peristiwa Bom Marriott

## ABSTRACT

### STOCK EXCHANGE REACTION TO BALI, MAKASSAR, AND MARIOTT BOM ACCIDENT (CASE STUDY AT JSX WITH LQ 45 APPROACH)

Terrorism is closely related with the economic stability in a country. The existence of political event which threaten a country's stability, such as bombing terror or any political rush, tend to get a negative respond from investors. In this study, Bali bombing, Makassar and JW Marriott bombing (including bad news), presumed influencing the inception of stock price and trading volume activity in Jakarta Stock Exchange

This study try to examine how far is the implementation of efficient market hypothesis in JSX so far. Event study method is selected to examine the existence of abnormal return, and TVA to examine the existence of trading volume changes.

The result of this study on these three bombing attacks shows that this event has an information content, which cause Indonesian Capital market react to an event which has nasional scale. Negative reaction spontaneously occur on the first day trading after the event occurred. This caused by instability in the market that investor tend to sell their portfolio in a rush. Significant changes on abnormal return do not happen to those three event, this is because the attacks are presumed to an ordinary thing to investor, hence, they are sure that price are going to raise. Therefore, when prices after the bomb attacks are down and they thought that it's quite cheap, they will buy back those share to put into their portfolio. Mean while, stock trading activity before and after the event shows significant changes only on the Bali bombing event, unlike other event that show no significant changes only on the Bali bombing event, unlike other event that shows no significant changes. This is because the Bali bombing event has the biggest influence to the economy, especially in tourism, among these three event. And the two other bombing event presumed to be merely a terror, hence, there's no significant changes on trading activity.

## ABSTRAKSI

# REAKSI PASAR MODAL TERHADAP PERISTIWA BOM BALI, BOM MAKASSAR, DAN BOM MARIOTT (STUDY KASUS DI BEJ DENGAN PROKSI SAHAM-SAHAM LQ 45)

Peristiwa teror terkait erat dengan stabilitas perekonomian suatu negara. Adanya peristiwa politik yang mengancam stabilitas negara, berupa serangan teror bom, ataupun berbagai kerusuhan politik, cenderung mendapat respon negatif dari pelaku pasar. Dalam penelitian ini, peristiwa Bom Bali, peristiwa Bom Makassar dan Bom J.W. Marriott, (termasuk *Bad News*), diduga mempengaruhi terciptanya pergerakan harga saham dan volume perdagangan di BEJ.

Penelitian ini mencoba menguji sejauh mana penerapan hipotesis pasar efisien di BEJ hingga saat ini. Metodologi event study dipilih untuk menguji ada tidaknya abnormal return, dan TVA untuk menguji ada tidaknya perubahan volume perdagangan.

Hasil penelitian pada tiga peristiwa pemboman ini menunjukkan bahwa peristiwa ini memiliki kandungan informasi, yang menyebabkan pasar modal Indonesia bereaksi terhadap peristiwa yang memiliki skala nasional. Reaksi negatif secara spontan terjadi pada hari pertama perdagangan setelah peristiwa terjadi. Hal ini disebabkan karena terjadi kepanikan pada para investor sehingga mereka buru-buru melepas portofolio yang dimilikinya. Perbedaan *abnormal return* yang signifikan tidak terjadi pada ketiga peristiwa pemboman, hal ini disebabkan karena pelaku pasar sudah mulai terbiasa dengan peristiwa pemboman sehingga mereka yakin harga yang sudah terkoreksi akan naik kembali. Oleh sebab itu ketika harga saham setelah peristiwa pemboman terkoreksi dan menurut mereka sudah murah maka mereka akan memborong kembali saham-saham tersebut untuk dimasukkan dalam portofolionya kembali. Sedangkan aktifitas perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan hanya pada peristiwa bom Bali saja yang menunjukkan perbedaan signifikan sedangkan peristiwa pemboman lainnya tidak signifikan. Hal ini dikarenakan memang dari ketiga peristiwa pemboman tersebut, bom Bali yang paling besar pengaruhnya terhadap perekonomian, khususnya di bidang pariwisata. Sedangkan kedua pemboman lainnya dianggap suatu teror belaka, sehingga tidak terjadi perubahan aktivitas perdagangan yang signifikan.

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Fenomena yang terjadi di pasar modal adalah sesuatu yang menarik untuk diteliti. Hal ini disebabkan peristiwa yang terjadi merupakan refleksi dari para investor yang bereaksi di pasar. Pada umumnya tujuan para investor adalah menginvestasikan dana kepada perusahaan-perusahaan yang menarik, artinya perusahaan tersebut menawarkan sejumlah keuntungan yang dapat diraih. Pasar modal dapat menunjukkan reaksi agregat terhadap suatu peristiwa dan ini merupakan suatu fenomena dari reaksi pasar terhadap adanya informasi yang mereka terima, baik berupa faktor-faktor ekonomi maupun non ekonomi, sehingga reaksi pasar sangat ditentukan adanya informasi.

Berbagai peristiwa ekonomi, sosial, politik, lingkungan, maupun hak asasi manusia, mengandung informasi, sehingga tidak dapat dipisahkan dari pasar modal. Meskipun peristiwa di luar masalah ekonomi nampaknya tidak mempunyai masalah secara langsung terhadap aktivitas pasar modal. Namun sering kali peristiwa tersebut justru mampu mengguncang bursa di Indonesia, bahkan bursa di dunia. Informasi maupun peristiwa di seputar masalah ekonomi maupun non ekonomi tersebut selalu mendapatkan respon dari pasar modal. Pergerakan harga saham yang di pengaruhi oleh "suatu peristiwa" (event) ini, telah diteliti oleh Robert (1989), hasil penelitian menunjukkan bahwa suatu kejadian yang tidak diharapkan bisa merubah harga saham suatu perusahaan.

Peristiwa politik terkait erat dengan stabilitas perekonomian suatu negara. Kondisi politik yang stabil cenderung meningkatkan kinerja ekonomi suatu negara. Hal ini dikarenakan rendahnya risiko kerugian yang diakibatkan oleh faktor nonekonomi, sehingga adanya peristiwa politik yang mengancam stabilitas negara, seperti pemilihan umum, pergantian kepala negara, serangan teror bom, ataupun berbagai kerusuhan politik, cenderung mendapat respon negatif dari pelaku pasar. Marwan dan Faizal (1998) melakukan penelitian event study atas peristiwa politik dalam negeri yaitu peristiwa penyerbuan tanggal 27 Juli 1996 terhadap kantor PDI, Marwan dan Faizal (1998) mengatakan bahwa pasar modal Indonesia (BEJ) bereaksi terhadap peristiwa politik dalam negeri, berupa reaksi negatif yang signifikan yang terjadi secara spontan, yang sebelumnya tidak diduga oleh para pelaku pasar. Tatiek, Mutaminah, Siyamtiah (1999) meneliti tentang reaksi harga saham terhadap pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto, mengatakan bahwa Bursa Efek Indonesia tidak efisien dalam bentuk efisiensi setengah kuat, Sedangkan Paultje (2001) melakukan penelitian reaksi pasar modal terhadap pengumuman kabinet baru, mengatakan bahwa pasar modal di Indonesia tidak efisien secara informasi, dan aktifitas perdagangan tidak ada perubahan yang signifikan. Beberapa penelitian dengan pendekatan event study diatas menggaris bawahi mengenai faktor – faktor lain yang mungkin berpengaruh terhadap harga saham, misalnya tingkat suku bunga, imbas dari krisis moneter dan lain – lain, sehingga mereka menyarankan untuk mempertimbangkan juga faktor – faktor tersebut. Kemudian hal lain yang menjadi point utama untuk penelitian selanjutnya adalah mengenai rentang waktu pengamatan, rentang waktu yang singkat menyebabkan imbas dari peristiwa yang diamati masih terasa dalam rentang waktu pengamatan tersebut. Sehingga beberapa penelitian terdahulu

menyarankan untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan rentang waktu pengamatan yang lebih panjang.

**Tabel 1.1**  
**IHSG dan Indeks LQ 45 1 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa**

Peristiwa Bom Bali 12 Oktober 2002			Peristiwa Bom Makasar 5 Desember 2002			Peristiwa Bom Hotel JW. Marriott 5 Agustus 2003		
1 Hari sebelum peristiwa	IHSG	LQ45	1 Hari sebelum peristiwa	IHSG	LQ45	1 Hari sebelum peristiwa	IHSG	LQ45
1-10-2002	376.466	79.317	04-12-2002	397.083	84.882	04-08-2003	503.942	108.786
12-10-2002 saat Peristiwa Bom Bali			05-12-2002 saat Peristiwa Bom Makasar			05-08-2002 saat Peristiwa Bom Hotel J.W. Marriott		
2-10-2002	libur	libur	05-12-2002	libur	libur	05-08-2002	488.529	105.429
5 Hari setelah peristiwa	IHSG	LQ45	5 Hari setelah peristiwa	IHSG	LQ45	5 Hari setelah peristiwa	IHSG	LQ45
1-10-2002	337.475	69.068	11-12-2002	391.742	83.501	06-08-2003	494.436	106.932
5-10-2002	342.204	70.404	12-12-2002	393.859	84.161	07-08-2003	508.270	110.421
9-10-2002	357.377	74.674	13-12-2002	391.222	83.501	08-08-2003	505.360	108.942
7-10-2002	355.105	74.053	16-12-2002	395.296	84.621	11-08-2003	504.841	108.869
8-10-2002	360.905	75.459	17-12-2002	402.394	86.568	12-08-2003	506.417	109.656
Rata-rata indeks sebelum peristiwa	376.466	79.317	Rata-rata indeks sebelum peristiwa	397.083	84.882	Rata-rata indeks sebelum peristiwa	503.942	108.786
Rata-rata indeks setelah peristiwa	350.6132	72.7316	Rata-rata indeks setelah peristiwa	394.9026	84.4704	Rata-rata indeks setelah peristiwa	503.8648	108.964
Rata-rata prosentase penurunan indeks	6.87%	8.30%	Rata-rata prosentase Penurunan indeks	0.55%	0.48%	Rata-rata prosentase Penurunan indeks	0.02%	-0.16%

Sumber: Pojok BEJ, JSX Statistics 2002-2003, yang telah diolah

Peristiwa tragedi bom Bali terjadi pada hari Sabtu malam pukul 23.15 WITA, di mana seluruh bursa saham libur. Bursa saham baru buka kembali pada hari Senin 14 Oktober 2002. Satu hari sebelum peristiwa tersebut rata-rata IHSG sebesar 376.466 dan Indeks LQ 45 sebesar 79.317. Setelah peristiwa tersebut reaksi penurunan indeks saham sangat signifikan, pada hari senin tanggal 14 Oktober 2002, hari pertama bursa setelah peristiwa tersebut, IHSG turun menjadi 337.475 dan Indeks LQ 45 menjadi 69.068, dibandingkan hari Jum'at tanggal 11 Oktober 2002, hari terakhir sebelum peristiwa, IHSG sebesar 376.466 dan Indeks LQ 45 sebesar 79.317. Prosentase penurunan indeks sehari sebelum peristiwa dibandingkan sehari setelah peristiwa IHSG sebesar 10.357 % dan Indeks LQ 45 sebesar 12.926 %. Sedangkan rata-rata indeks 5 hari setelah peristiwa tersebut IHSG sebesar 350.6132 dan Indeks LQ 45 sebesar 72.7316, dengan prosentase penurunan indeks IHSG sebesar 6.87 % dan Indeks LQ 45 sebesar 8.30 %. Demikian pula pada peristiwa Bom Makassar dan Bom J.W. Marriott. Data selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 1.1. Berdasarkan data tersebut, setelah peristiwa, terjadi penurunan angka indeks, baik Indeks LQ 45 (sebagai proksi saham unggulan) maupun IHSG (yang mewakili keseluruhan saham-saham di Bursa), ini berarti nilai pasar saham (baik saham-saham unggulan maupun saham-saham secara keseluruhan) di Bursa Efek mengalami penurunan.

Berdasarkan kondisi tersebut di atas, maka peneliti berupaya melakukan penelitian *event study* mengenai kaitan antara perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan di Bursa Efek Jakarta dengan peristiwa pengeboman di Indonesia

yang termasuk kategori *bad news*, yaitu “Peristiwa Bom Bali tanggal 12 Oktober 2002, Peristiwa Bom Makassar tanggal 5 Desember 2002, dan Peristiwa Bom Hotel J.W. Marriott tanggal 5 Agustus 2003” dengan proksi saham-saham LQ 45 . Penelitian ini mencoba menguji kekuatan muatan informasi (*information content*) dari suatu peristiwa politik terhadap aktivitas di bursa efek, atau mengamati reaksi pasar modal terhadap event berupa peristiwa pengeboman berskala nasional.

Berdasarkan data – data di BEJ berkaitan dengan *event* politik dan bom yang pernah terjadi, maka perlu diadakan penelitian dengan pendekatan *event study* untuk menguji reaksi pasar berkaitan dengan hal tersebut. Sehingga hal ini dapat bermanfaat sebagai antipasti terhadap event – event yang akan terjadi berkaitan dengan hal tersebut dikemudian hari.

## **1.2 Perumusan Masalah**

Peledakan bom yang terjadi selama ini sangat berpengaruh terhadap kondisi pasar, berdasarkan data di BEJ (tabel 1.1) menunjukkan bahwa Indeks harga saham LQ45 mengalami perubahan yang cukup signifikan berkaitan dengan peristiwa peledakan bom. Sehingga perlu diadakan penelitian dengan pendekatan *event study* untuk menguji reaksi pasar berkaitan dengan peristiwa tersebut.

Dengan adanya perubahan angka indeks LQ 45 selama periode sebelum, dan sesudah peristiwa, maka dalam penelitian ini akan dibahas beberapa masalah yang

berkaitan dengan adanya perubahan angka Indeks LQ 45 di sekitar peristiwa tersebut, antara lain :

1. Apakah peristiwa tersebut benar-benar mengandung muatan informasi.
2. Apakah ada perbedaan dari rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa dan rata-rata *abnormal return* sesudah peristiwa.
3. Apakah ada perbedaan aktivitas perdagangan sebelum dan sesudah peristiwa.

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Penelitian ini bertujuan :

1. Untuk menguji kekuatan muatan informasi (*information contents*) dari peristiwa pengeboman terhadap aktivitas di Bursa Efek Jakarta.
2. Untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengeboman.
3. Untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan aktivitas volume perdagangan peristiwa pengeboman.

### **1.4 Kegunaan Penelitian**

Kegunaan penelitian ini antara lain :

1. Memberi informasi mengenai tingkat efisiensi pasar modal di Bursa Efek Jakarta kepada para pelaku pasar modal (investor, Bursa Efek Jakarta, Emiten, dan

pialang) sehingga diharapkan mereka dapat melakukan analisis investasi dengan baik di Bursa Efek Jakarta. Informasi yang tersebar secara merata dapat memberikan peluang bagi investor dalam hal pengambilan keputusan investasi dipasar modal. Sehingga investor dapat memanfaatkan informasi yang ada untuk mendapatkan return yang diharapkan. Serta melakukan antisipasi terhadap berbagai peristiwa yang terjadi.

2. Dengan mengetahui tingkat efisiensi pasar modal, diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan atau masukan bagi Bapepam, BEJ, dan pemerintah untuk membuat kebijakan lebih lanjut.
3. Memberikan tambahan wawasan dan pandangan lebih jauh kepada para akademisi tentang penerapan hipotesis pasar efisien di Bursa Efek Jakarta. Karena dalam penelitian ini selain menguji mengenai perbedaan dan perubahan rata – rata *abnormal return*, penelitian ini juga menguji perbedaan dan perubahan aktivitas volume perdagangan akibat peristiwa pengeboman. Sehingga para akademisi dapat mengetahui sejauh mana penerapan hipotesis pasar efisien di BEJ hingga saat ini.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

#### 2.1 Telaah Pustaka

Para pelaku pasar modal harus bisa memilah-milah informasi. Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh pelaku pasar modal dalam upaya pengambilan keputusan. Namun tidak semua informasi itu berharga, bahkan sebagian besar informasi yang ada tidak relevan dengan aktivitas pasar modal.

Dalam penelitiannya, Marston (1996), menemukan dua sebab utama buruknya informasi, yaitu pertama karena kualitas informasi yang kurang berharga. Kualitas informasi terkait erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tersebut. Dari muatan informasi tersebut dapat dilihat relevan atau tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal. Sedangkan yang kedua adalah distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar.

Dalam penelitiannya, Mar dan Harold (1994) mengatakan bahwa hubungan antara berita dan kegiatan pasar lemah. Ukuran aktivitas pasar termasuk di dalamnya volume perdagangan, perubahan harga dan pergerakan return pasar. Dalam penelitian yang dilakukan di *NYSE, AMEX (American Stock Exchange)* mereka menemukan bahwa koefisien korelasi antara berita yang dipublikasikan dengan volume perdagangan adalah kecil yaitu 0,367 dari *p value* sebesar 0,0001 tetapi signifikan dengan pengecualian bahwa korelasi itu hanya menunjukkan

antara kategori *Amex* dan *Wallstreet Journal* saja. Lalu Ederington dan Lee (1993), Harvey dan Huang (1991) dan Frech, Leftwich, Uhrig (1989) meneliti hubungan naik turunnya pasar dengan waktu diumumkannya pengumuman tentang makro ekonomi dan laporan pemerintah. Schewert (1981) menemukan hubungan yang lemah antara pergerakan harga saham dengan informasi yang berisi tentang keadaan makro ekonomi. Toerben (1996) mengatakan bahwa pergerakan harga saham terutama disebabkan oleh masuknya informasi baru dan proses menggabungkan informasi baru itu ke dalam harga pasar. Teori yang dikemukakan oleh Toerben (1999) ini sangat mendukung adanya hubungan antara variable volume perdagangan dengan proses pergerakan return.

### **2.1.1 *Event Study***

*Event Study* adalah pengamatan pergerakan saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada abnormal return yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu (Peterson, 1989), sedangkan menurut Kritzman (1994) event study bertujuan menganalisis hubungan antar suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan pendapatan (return) dari surat berharga tersebut. Jogiyanto (2000) mengatakan hal yang sama dengan peneliti yang sebelumnya, tetapi dia lebih menjelaskan peristiwa (*event*) yang dimaksud adalah event yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Menurut Jogiyanto (2000), *event study* dapat digunakan untuk mengukur kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji pasar bentuk setengah kuat.

Jogiyanto (2000) juga mengatakan bahwa pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman itu mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan abnormal return. Jika digunakan abnormal return, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mengandung kandungan informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar. Sebaliknya bila tidak mengandung informasi, maka tidak akan memberikan abnormal return kepada pasar.

Sedangkan jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini adalah pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang dapat memperoleh abnormal return dari informasi yang diumumkan, atau jika ada abnormal return, pasar harus bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap abnormal return untuk menuju harga keseimbangan yang baru (sumber: Jurnal Pasar Modal Indonesia, 1997).

### **2.1.2 Pasar Modal Efisien**

Menurut Untung dan Siddharta (1998), masalah pasar modal yang efisien adalah salah satu tema terpenting dalam bidang keuangan. Menurut Fama (1976) dalam Untung dan Siddharta (1998), menyatakan bahwa suatu pasar sekuritas

dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Sedangkan Brealy dan Myers (1996) dan Sharpe (1995) dalam Untung dan Siddharta (1998) menyatakan implikasi dari pasar efisien, yang lebih menekankan pengertian efisiensi pasar pada ketidakmampuan seorang investor untuk mendapatkan keuntungan yang berlebihan atau imbalan abnormal. Dari beberapa pendapat tersebut, Untung dan Siddharta (1998) menyimpulkan bahwa pasar modal dikatakan efisien bila harga-harga efek telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Harga-harga cepat menyesuaikan bila ada informasi baru, dan setelah penyesuaian para investor tidak akan mampu mendapatkan imbalan abnormal dari setiap tindakannya.

Menurut Jogiyanto (2000), kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Menurut Fama (1970) dalam Jogiyanto (2000) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan jenis informasi yang digunakan, yaitu :

#### **1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*Weak form*)**

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk

lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

## 2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut :

- a. Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*). Contoh dari informasi yang dipublikasikan ini misalnya adalah pengumuman laba, pengumuman pembagian deviden, pengumuman pengembangan prroduk baru, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, pengumuman pergantian pemimpin perusahaan dan lain sebagainya.
- b. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada haarga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut. Contoh dari informasi ini misalnya adalah regulasi untuk

meningkatkan kebutuhan cadangan (*reserved requirement*) yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas tidak hanya sebuah bank saja, tetapi mungkin semua emiten di dalam industri perbankan.

- c. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturaan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak ke harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan di suatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan.

Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau group dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

### **3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)**

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau group dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Tingkat efisiensi pasar dapat diukur dari seberapa besar perubahan rata – rata Aktivitas Volume perdagangan ( Trading Volume Activity ), Perubahan harga saham dan perubahan Indeks harga saham gabungan yang diakibatkan oleh suatu peristiwa.

### 2.1.3 *Trading Volume Activity*

Menurut Marwan dan Faizal (1998) *Trading Volume Activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar modal. Ditinjau dari fungsinya, maka dapat dikatakan bahwa TVA merupakan variasi dari *event study*. Perbedaan keduanya terletak pada parameter yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu *event*.

Menurut Marwan dan Faizal (1998), pendekatan TVA ini dapat juga digunakan untuk menguji hipotesis pasar efisien pada bentuk lemah (*weak form efficiency*). Hal ini terjadi karena pada pasar yang belum efisien atau efisien dalam bentuk lemah, perubahan harga belum dengan segera mencerminkan informasi yang ada ( karena pada *weak form efficiency* menggunakan data yang lampau, sehingga tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang), sehingga investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan abnormal return. Jadi reaksi pasar modal hanya dapat diamati melalui pergerakan volume perdagangan yang terjadi di pasar modal yang sedang diteliti.

Sebaiknya dengan adanya perbedaan penafsiran terhadap adanya informasi yang masuk, maka ada kemungkinan bahwa informasi baru yang tidak diharapkan, akan membawa perubahan kepercayaan yang dapat memotivasi investor untuk melakukan perdagangan. Houlthausen dan Verrechia (1990) berpendapat bahwa suatu pengumuman yang tidak membawa informasi baru tidak akan mengubah kepercayaan investor, sehingga mereka tidak melakukan perdagangan.

Kim dan Verrechia (1991 a, 1991b) mendukung kesimpulan Houlthausen dan Verrechia (1990). Kim dan Verrechia menyimpulkan bahwa volume perdagangan merupakan suatu fungsi peningkatan (*increasing function*) dari perubahan harga absolut, dimana harga merefleksikan perubahan tingkat informasi. Perbedaan bobot informasi publik, dapat mengakibatkan perubahan kepercayaan investor, sehingga mengakibatkan terjadinya perdagangan.

## **2.2 Telaah Penelitian Terdahulu**

Sebagian besar penelitian *event study* yang dilakukan terdahulu menggunakan berbagai event yang terkait langsung dengan aktivitas ekonomi atau bisnis. Sebagian penelitian tersebut dilakukan untuk menguji efisiensi suatu pasar modal. Namun beberapa penelitian *event study* yang terbaru cenderung untuk mengamati reaksi pasar modal dengan menggunakan berbagai *event* yang tidak terkait dengan aktivitas-aktivitas ekonomi.

Penelitian *event study* terdahulu yang dilakukan untuk meneliti efisiensi pasar modal dilakukan oleh Fama, Fischer, Jensen dan Roll (1969) di New York Stock Exchange (NYSE), yang meneliti pengaruh *stock split*. Penelitian yang dilakukan oleh Fama, Fischer, Jensen dan Roll (1969) menggunakan sample sebanyak 940 peristiwa *stock split* dan pengumuman deviden saham yang terjadi di New York Stock Exchange antara 1927 dan 1959. Fama, Fischer, Jensen dan Roll (1969) menghitung kumulatif abnormal return mulai 30 bulan sebelum pengumuman *stock split* dan 30 bulan setelah pengumuman *stock split*. Fama, Fischer, Jensen dan Roll (1969) menemukan adanya abnormal return 30 bulan sebelum pengumuman *stock split*, tetapi pada waktu pengumuman *stock split* sampai 30 bulan setelah pengumuman *stock split*, ternyata tidak terjadi *abnormal return*.

Charest (1978) mengembangkan studi yang dilakukan Fama, Fischer, Jensen, dan Roll (1969), dengan menggunakan data harian dan melakukan pengamatan tidak hanya pada waktu *stock split* diumumkan, tetapi juga pada hari *stock split* diusulkan oleh pihak manajemen dan pada hari di mana pihak pemegang saham menyetujui terjadinya *stock split*. Hasil penelitian Charest (1978) menyebutkan bahwa *abnormal return* hanya terjadi pada hari setelah *stock split* diusulkan.

Para peneliti di Indonesia mulai menggunakan *event study* ini untuk meneliti efisiensi pasar modal di Indonesia. Namusisi (1996) menguji efisiensi Bursa efek Jakarta dengan menggunakan *event listing* saham (emisi saham baru pada pasar

sekunder maupun emisi saham tambahan seperti *rights issue* dan *bonus share*) pada periode pengamatan 1993 – 1995 dengan sampel sejumlah 155 emiten. Namusisi (1996) tidak menemukan adanya *abnormal return* yang konsisten saat terjadinya emisi saham baru, sehingga Namusisi (1996) menarik kesimpulan bahwa Bursa Efek Jakarta sudah mencapai bentuk efisiensi setengah kuat. Susiyanto (1997) juga menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan *event* pengumuman deviden (yang dipisahkan dengan pengumuman deviden turun, deviden tetap maupun deviden naik) pada periode 1994 –1996. Susiyanto (1997) melakukan penelitian dengan menggunakan seluruh emiten (yang akan mengumumkan rencana pembagian devidennya). Susiyanto (1997) menemukan hal yang sama seperti yang ditemukan oleh Namusisi (1997), yaitu tidak adanya *abnormal return* yang signifikan secara konsisten sehubungan dengan *event* yang diteliti. Susiyanto (1997) kemudian menyimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta sudah mencapai efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*Semi strong form efficiency*). Berbeda dengan Untung dan Siddharta (1998) yang menguji efisiensi bentuk setengah kuat pada BEJ periode 1996-1997, dengan event pengumuman laba bersih perusahaan, dengan sample 50 saham, hasil penelitian menunjukkan bahwa harga saham bereaksi lambat terhadap pengumuman laba, sehingga mengindikasikan bahwa BEJ belum efisien dalam bentuk setengah kuat.

Beberapa penelitian menggunakan *event study* untuk mengamati reaksi pasar modal terhadap berbagai *event* yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi. Misalnya, penelitian yang dilakukan oleh Mansur, Cohran dan Froiro (1989) mengenai reaksi pasar modal pada saham-saham perusahaan di Amerika

Serikat terhadap *event* pelarangan terbang (*grounding*) pesawat-pesawat DC 10. Penelitian dilakukan dengan menggunakan *event period* selama 30 hari bursa pada tanggal 6 Juni 1979 (tanggal pengumuman *grounding*). Hasilnya adalah saham-saham perusahaan penerbangan (yang menggunakan pesawat DC 10) di New York Stock Exchange, dengan cepat mencerminkan informasi buruk tersebut (return pemilik saham menjadi turun akibat event tersebut).

Selain itu ada *event study* lain yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi yaitu penelitian yang dilakukan oleh Kalra, Henderson Jr, dan Raines (1993). Mereka meneliti reaksi pasar modal di Amerika Serikat (NYSE) terhadap bocornya reactor nuklir di Chernobyl, Uni Soviet. Mereka menemukan reaksi harga yang negatif (merupakan *bad news event*) bagi saham-saham perusahaan di AS (listed di NYSE) yang mana perusahaan-perusahaan menggunakan sumber tenaga nuklir dalam proses produksinya.

Untuk *event study* yang melihat pergerakan harga dikaitkan dengan peristiwa politik dilakukan Asri (1996) dengan mengamati pergerakan harga-harga saham emiten Amerika Serikat di NYSE (yang memiliki *subsidiary* dalam berbagai bentuk di Jepang) akibat mundurnya Perdana Menteri Jepang, Noburu Takeshita. Hasil yang diperoleh adanya abnormal return yang signifikan sejalan dengan berita perkembangan kejadian itu pada beberapa hari sebelum *event day* serta pada hari kedua dan sejak hari ketujuh setelah *event day*.

Marwan dan Faizal (1998) meneliti tentang reaksi harga saham terhadap peristiwa politik yang berupa pengambilalihan kantor PDI tanggal 27 Juli 1996.

Saham yang dijadikan sample adalah sebanyak 37 saham yang aktif dan likuid di BEJ. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia bereaksi terhadap peristiwa politik "27 Juli 1996". Tapi reaksi yang terjadi adalah negatif (*abnormal return* yang negatif dan signifikan) terjadi secara spontan dan *event date*. Namun dalam waktu yang tidak terlalu lama (3 hari) terjadi perubahan arah (*rebound*) pada abnormal return menjadi positif, sebagai reaksi pernyataan pemerintah bahwa kerusuhan telah terkendali dan memberikan jaminan akan kestabilan politik, sehingga semua kegiatan bisa berlangsung lagi.

Tatiek, Mutaminah, Siyamtiyah (1999) yang meneliti tentang reaksi harga saham terhadap pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto. Dalam penelitian ini, mereka menemukan bahwa Bursa Efek Indonesia (Jakarta Stock Exchange) tidak efisien dalam bentuk efisiensi setengah kuat, karena ternyata harga saham tidak bereaksi saat ada pengumuman tentang pergantian kepemimpinan Suharto.

Sedangkan Paultje (2001) meneliti reaksi pasar modal terhadap pengumuman kabinet baru, dengan hasil penelitian bahwa pasar modal di Indonesia tidak efisien secara informasi, reaksi pasar sebelum dan sesudah peristiwa berbeda dengan beda *abnormal return* yang cukup signifikan, dan tidak ada aktifitas perdagangan yang menonjol dan berbeda, jadi volume aktivitas perdagangan tidak ada perubahan yang signifikan.

**Tabel 2.1**  
**Daftar Penelitian Terdahulu**

No.	Penulis (Tahun)	Judul	Hasil
1.	Fama, Fischer, Jensen dan Roll (1969)	<i>The Adjustment of Stock Prices to New Information</i>	Menemukan adanya <i>abnormal return</i> 30 bulan sebelum pengumuman <i>stock split</i> , tetapi pada waktu pengumuman <i>stock split</i> sampai 30 bulan setelah pengumuman <i>stock split</i> , ternyata tidak terjadi <i>abnormal return</i> .
2.	Charest (1978)	<i>Devident Information, Stock Returns, and Market Efficiency II</i>	<i>Abnormal return</i> hanya terjadi pada hari setelah <i>stock split</i> diusulkan.
3.	Namusisi, Fatumah N (1996)	<i>Analysist of Stock Price Response to Share Listing on Jakarta Stock Exchange: AN Efficient Capital Market Test</i>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Tidak menemukan adanya <i>abnormal return</i> yang konsisten saat terjadinya emisi saham baru</li> <li>2. Bursa Efek Jakarta sudah mencapai bentuk efisiensi setengah kuat</li> </ol>
4.	Susiyanto, ME (1997)	Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia: Bentuk Lemah dan Bentuk Setengah Kuat pada Periode 1994-1996	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Tidak adanya <i>abnormal return</i> yang signifikan secara konsisten sehubungan dengan <i>event</i> yang diteliti.</li> <li>2. Bursa Efek Jakarta sudah mencapai efisiensi pasar bentuk setengah kuat (<i>Semi strong form efficiency</i>).</li> </ol>
5.	Affandi, Untung dan Siddharta Utama (1998)	Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Harga saham kurang cepat dalam menyesuaikan diri terhadap pengumuman laba.</li> <li>2. BEJ belum mencapai efisiensi bentuk setengah kuat.</li> </ol>
6.	Mansur, Iqbal, Stephen J Cochran, dan Gregory L Froiro (1989)	<i>The Relationship between The Return Levels of Airline Companies and Unanticipated Event: the Case of the 1979 DC 10 Grounding</i>	Saham-saham perusahaan penerbangan (yang menggunakan pesawat DC 10) di <i>New York Stock Exchange</i> , dengan cepat mencerminkan informasi buruk tersebut. (return pemilik saham menjadi turun akibat event tersebut).

No.	Penulis (Tahun)	Judul	Hasil
7.	Kalra, Rajiv, Gleen V Henderson Jr, dan Gary A Raines (1993),	<i>Effect of The Chernobyl Nuclear Accident on Utility Share prices</i>	Menemukan reaksi harga yang negatif (merupakan bad news event) bagi saham-saham perusahaan di AS ( <i>listed di NYSE</i> ) yang mana perusahaan-perusahaan menggunakan sumber tenaga nuklir dalam proses produksinya.
8.	Asri, Marwan (1996)	<i>US Multinational's Stock Price Reaction to Host Country's Governmental Change: The Case of Prime Minister Takeshita Resignation</i>	Adanya <i>abnormal return</i> yang signifikan sejalan dengan berita perkembangan kejadian itu pada beberapa hari sebelum <i>event day</i> serta pada hari kedua dan sejak hari ketujuh setelah <i>event day</i> .
9.	Marwan AS, Faizal AS (1998)	Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri, <i>Event Study</i> pada Peristiwa 27 Juli 1996	Pasar modal di Indonesia bereaksi negatif terhadap peristiwa politik "27 Juli 1996". ( <i>abnormal return</i> yang negatif dan signifikan) terjadi secara spontan dan <i>event date</i> . Namun dalam waktu yang tidak terlalu lama (3 hari) terjadi perubahan arah ( <i>rebound</i> ) pada <i>abnormal return</i> menjadi positif, sebagai reaksi pernyataan pemerintah bahwa kerusuhan telah terkendali dan memberikan jaminan akan kestabilan politik, sehingga semua kegiatan bisa berlangsung lagi.
10.	Tatiek N, Mutaminah, Siyamtiyah (1999)	Reaksi Harga Saham di BEJ terhadap Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Soeharto	BEJ tidak efisien dalam bentuk efisiensi setengah kuat, karena ternyata harga saham tidak bereaksi saat ada pengumuman tentang pergantian kepemimpinan Suharto.
11.	Paultje, Novi (2001)	Reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Kabinet Baru	Pasar modal di Indonesia tidak efisien secara informasi, reaksi pasar sebelum dan sesudah peristiwa berbeda dengan beda <i>abnormal return</i> yang cukup signifikan, dan tidak ada aktifitas perdagangan yang menonjol dan berbeda, jadi volume aktivitas perdagangan tidak ada perubahan yang signifikan.

Kesimpulan yang diperoleh dari penelitian – penelitian terdahulu yaitu :

1. Penelitian dengan pendekatan event study mempunyai ruang lingkup kajian mengenai penerapan hipotesis tingkat efisiensi pasar, serta penggunaan informasi sebagai dasar dalam pengambilan keputusan berkaitan dengan suatu event.
2. Beberapa penelitian terdahulu menggunakan event window yang singkat untuk menghindari confounding effect yang ditimbulkan oleh perusahaan, sehingga penelitian lebih terfokus pada pengaruh yang diakibatkan oleh suatu peristiwa saja. Beberapa penelitian juga menggunakan event window yang lama dengan tujuan untuk mengetahui perubahan – perubahan yang terjadi berkaitan dengan suatu peristiwa secara lebih akurat
3. Penelitian terdahulu menggunakan variabel – variabel harga saham, return, abnormal return, indeks harga saham, dan aktivitas volume perdagangan sebagai tolak ukur pengaruh akibat suatu event.

### **2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis**

Peristiwa Bom Bali tanggal 12 Oktober 2002, Peristiwa Bom Makasar tanggal 5 Desember 2002, dan Peristiwa Bom Hotel J.W. Marriott tanggal 5 Agustus 2003, secara nyata menyebabkan adanya fluktuasi harga saham di Bursa Efek Jakarta. Sekalipun ada fluktuasi harga saham di Bursa Efek ini, tetapi belum diketahui apakah peristiwa tersebut mengandung muatan informasi. Apabila

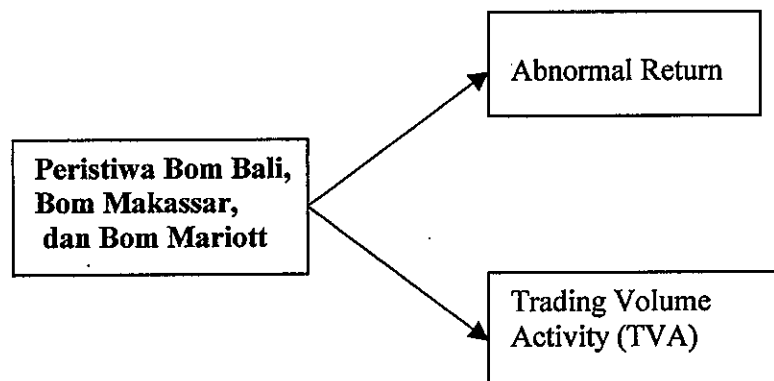
peristiwa tersebut mengandung muatan informasi, maka akan terlihat adanya *abnormal return*. Reaksi pasar modal terhadap adanya peristiwa itu memang tidak bisa diduga, kalau *abnormal return* yang terjadi dapat secara cepat kembali ke posisi *normal return*, berarti pasar itu efisien setengah kuat. Tetapi bila *abnormal return* itu berlangsung sampai beberapa hari lamanya, berarti pasar itu tidak efisien setengah kuat.

Efisiensi pasar juga dapat diukur dengan meneliti aktivitas volume perdagangan yang terjadi pada saham-saham yang diperdagangkan. Kalau volume perdagangan meningkat setelah ada peristiwa tersebut, berarti pasar bereaksi secara cepat dan itu berarti pasar itu efisien setengah kuat.

Kerangka pemikiran teoritis ini dijelaskan dengan gambar sebagai berikut :

**Gambar 2.1**

**KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS**



## 2.4 Hipotesa

H1 : Diduga Peristiwa Bom Bali, Bom Makassar, dan Bom Mariott menghasilkan abnormal return yang signifikan;

H2 : Diduga ada perbedaan rata-rata abnormal return yang signifikan antara sebelum dan setelah Peristiwa Bom Bali, Bom Makassar, dan Bom Mariott;

H3 : Diduga ada perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan antara sebelum dan setelah Peristiwa Bom Bali, Bom Makassar, dan Bom Mariott.

## 2.5 Definisi Variabel Operasional

Variabel-variabel dalam penelitian ini dapat digambarkan dan didefinisikan secara operasional sebagai berikut :

Tabel 2.2

### Definisi Variabel Operasional

No	Variabel	Notasi	Pengertian	Formula
1	Abnormal Return	AR	Abnormal Return atau disebut <i>Excess Return</i> merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return yang diharapkan atau dapat dikatakan bahwa abnormal	$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$ Dimana : $AR_{it}$ = Abnormal return saham I pada saat t

			return merupakan selisih antara return yang sesungguhnya terjadi dengan return ekpektasi	<p>Rit = Return realisasi atau return yang sesungguhnya saham I pada saat t</p> <p><math>E ( Rit ) =</math> Return Ekspektasi atau return yang diharapkan saham I pada saat t</p>
2	Trading Volume Activity	TVA	Trading Volume Activity atau disebut aktivitas volume perdagangan merupakan alat untuk mengamati reaksi pasar modal melalui pergerakan volume perdagangan pada pasar modal yang diteliti.	$TVA_{it} = \frac{\sum_{i} \text{beredar}}{\sum_{i} \text{beredar}}$ <p>dimana :</p> <p>TVA = Trading Volume Activity atau aktivitas volume perdagangan sahan I pada saat t</p> <p><math>\sum_{i}</math> = Jumlah saham yang diperdagangkan I pada saat t</p> <p><math>\sum_{i} \text{beredar} =</math> Jumlah keseluruhan saham I yang beredar dipasar</p>

## BAB III

### METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1 Periode Penelitian

Peristiwa pengeboman di Indonesia terdiri dari Peristiwa Bom Bali tanggal 12 Oktober 2002, Peristiwa Bom Makassar tanggal 5 Desember 2002, dan Peristiwa Bom Hotel J.W. Marriott tanggal 5 Agustus 2003. Periode waktu penelitian yang digunakan adalah selama 112 hari bursa yang dibagi menjadi dua periode, yakni periode estimasi dan periode kejadian. Periode estimasi selama 100 hari, yakni dari  $t-106$  hingga  $t-6$  sebelum *event day*. Periode kejadian selama 10 hari yakni terdiri dari 5 hari sebelum peristiwa ( $t-5$ ), hari saat peristiwa ( $t_0$ ), dan 5 hari setelah peristiwa ( $t+5$ ).

Alasan pengambilan periode penelitian (*event periode*)  $-5$  dan  $+5$  adalah untuk menghindari adanya *confounding effect* akibat pengumuman *stock split, merger, rights issues*.

Dalam pengambilan kesimpulan, kesimpulan diambil hanya untuk *event periode*  $t-1$  sampai dengan  $t+5$  untuk menghindari *confounding effect* atas peristiwa di luar peristiwa Bom Bali, Bom Makassar, dan Bom Marriott (Untung dan Siddharta, 1998)

### **3.2 Jenis Data**

Penelitian ini menggunakan data return harian. Alasan digunakan data return harian sebab data return harian akan meningkatkan kekuatan statistiknya melalui tambahan derajat kebebasannya. Selain itu penggunaan data return harian lebih dapat menangkap reaksi dari pengumuman (Ball and Brown, 1968: Brown dan Warner, 1985).

### **3.3 Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham biasa yang masuk dalam lingkup LQ45, yaitu sebanyak 45 saham perusahaan.

#### **3.3.1 Metode Pengambilan Sampel**

Dalam penelitian ini, metode yang dilakukan untuk pengambilan sampel adalah *purposive sampling*, yaitu suatu metode pengambilan sampel dimana pengambilan sampel itu berdasarkan kriteria-kriteria tertentu.

Kriteria yang dimaksud adalah sebagai berikut: perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan yang termasuk dalam kategori LQ45 secara berturut – turut dalam ketiga peristiwa pengeboman tersebut. Hal ini untuk menjaga konsistensi hasil penelitian atas tiga peristiwa tersebut.

Kriteria berikutnya adalah saat periode kejadian (*event period*) perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk dalam kategori LQ45 tersebut tidak melakukan *stock split*, pengumuman deviden, *merger*, *right issues*. Jadi sampel yang terpilih ini benar-benar menunjukkan bahwa nantinya return saham-saham tersebut benar-benar bersih dari *confounding effect* yang ditimbulkan oleh perusahaan. Kriteria-kriteria ini diambil supaya penelitian ini bisa lebih terfokus kepada kemungkinan pengaruh yang timbul akibat adanya Peristiwa Pengeboman. Alasan digunakannya perusahaan LQ45 sebagai sampel dalam penelitian ini dikarenakan perusahaan LQ45 merupakan 45 perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi sehingga reaksi pasar yang terjadi akibat peristiwa pengeboman dapat terlihat lebih jelas dan akurat.

Dari kriteria di atas diperoleh 35 perusahaan yang masuk kategori LQ45 secara berturut – turut dalam ketiga peristiwa pengeboman, dan tidak melakukan *corporate action* selama periode pengamatan..

### **3.4 Sumber dan Pengumpulan Data**

Sumber data adalah data sekunder, alasannya karena data yang disediakan oleh pihak BEJ sudah dalam bentuk yang telah diolah sehingga peneliti dapat langsung memakai data yang telah diolah tersebut. Data dalam penelitian ini diambil dari Pojok BEJ UNDIP Semarang.

### **3.5 Metode Analisis Data dan Alat Analisis Data**

Sebelum masuk ke metode analisis dari *event study*, langkah yang diambil adalah data return yang berdistribusi normal, sebab Jogiyanto (1998) mengatakan bahwa data return dari pasar modal yang sedang berkembang diduga mempunyai distribusi yang tidak normal. Jika data return itu tidak berdistribusi normal, maka ini akan melanggar asumsi dasar dari alat statistik yang digunakan. Dengan dasar inilah, maka dalam penelitian ini perlu dilakukan uji normalitas data return.

#### **3.5.1 Normalitas Data**

Uji normalitas data bertujuan untuk memperoleh data yang berdistribusi normal. Alat uji normalitas menggunakan *one-sample kolmogorov-smirnov*. Data dikatakan normal jika variabel yang dianalisis memiliki tingkat signifikansi lebih besar dari 5%

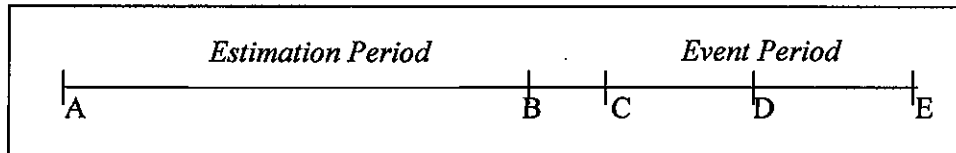
#### **3.5.2 Pengujian Hipotesis**

Untuk pengujian hipotesis, penelitian ini menggunakan metode analisis *event study* yang banyak dipakai dalam penelitian-penelitian *event study*, antara lain oleh Marwan dan Faizal (1998), Pamela (1998), Untung dan Siddharta (1998), dan Paultje (2001).

### 3.5.2.1 Pengujian Hipotesis I

Langkah pertama yang dilakukan pada pengujian hipotesis 1 adalah menentukan periode pengamatan. Karena penghitungan *abnormal return*-nya menggunakan *market model*, maka periode pengamatan terdiri dari periode estimasi (*estimation period*) dan periode peristiwa (*event period*). Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah selama 100 hari, yang dimulai sejak tanggal 16 Mei 2002 sampai dengan 03 Oktober 2002 (peristiwa bom Bali), 09 Juli 2002 sampai dengan 27 November 2002 (Peristiwa bom Makasar), serta 03 Maret 2003 sampai dengan 28 Juli 2003 (Peristiwa bom Marriot). Setelah menentukan periode estimasi, langkah yang dilakukan adalah menentukan periode kejadian (*event period*). Pada penelitian ini periode kejadian yang digunakan adalah selama 11 hari, yang terdiri dari 5 hari sebelum peristiwa, tanggal peristiwa dan 5 hari sesudah peristiwa pemboman, yaitu tanggal 07 Oktober 2002 sampai dengan 21 Oktober 2002 (Peristiwa bom Bali), 28 November 2002 sampai dengan 18 Desember 2002 (Peristiwa bom Makasar), serta 19 Juli 2003 sampai dengan 12 Agustus 2003 (Peristiwa bom Marriot). Waktu lima hari ini diambil karena dianggap bahwa periode tersebut merupakan periode yang tepat untuk melihat reaksi pasar. Jika periode peristiwa yang diambil terlalu singkat, maka dikhawatirkan adanya reaksi pasar yang cukup lama namun tidak dapat terdeteksi pada penelitian yang dilakukan. Sedangkan jika periode peristiwa yang diambil terlalu lama, dikhawatirkan adanya peristiwa lain yang cukup signifikan mempengaruhi hasil penelitiannya. Gambar periode pengamatan yang diambil dapat dilihat pada gambar 4.1.

**Gambar 4.1**  
**Periode Waktu Pengamatan**



Keterangan:

- A = Awal periode estimasi (t-106)
- B = Akhir periode estimasi (t-6)
- C = Lima hari sebelum peristiwa (t-5)
- D = Tanggal peristiwa (t<sub>0</sub>)
- E = Lima hari setelah peristiwa (t+5)

Langkah selanjutnya yang harus dilakukan untuk menguji hipotesis I adalah menghitung *Abnormal return (excess return)*, dimana *abnormal return* suatu saham itu merupakan selisih antara *actual return* dan *expected return*. Untuk menghitung *abnormal return* dari saham i pada hari ke t digunakan formula sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E ( R_{it} )$$

Dimana:

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham I pada hari ke t

$R_{it}$  = *actual return* untuk saham I pada hari ke t

$E ( R_{it} )$  = *expected return* untuk saham I pada hari ke t

Sedang untuk menghitung *Actual Return* atau return realisasi (  $R_{it}$  ) maka rumus yang digunakan adalah :

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

Dimana:

$R_{it}$  = actual return

$P_t$  = harga saham saat t

$P_{t-1}$  = harga saham saat t - 1

Untuk menghitung *expected return* ( $E(R_{it})$ ) ini mula-mula harus ditentukan terlebih dahulu teknik estimasi untuk menentukan normal return (*expected return*) ini. Dalam penelitian ini digunakan *single index market model*, sebab peneliti ingin membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi lalu menggunakan model ekspektasi (yang terbentuk pada periode estimasi tersebut) untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela (*event window*). Model ekspektasi ini dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt}$$

Dimana:

$E(R_{it})$  = *expected return* untuk saham i pada hari ke t

$R_{mt}$  = tingkat return dari indeks pasar pada hari ke t

$\alpha$  = *intercept*, merupakan suatu konstanta atau nilai ekspektasi dari return sekuritas yang independen terhadap return pasar

$\beta$  = beta saham yang merupakan koefisien yang mengukur perubahan  $R_i$  akibat dari perubahan  $R_m$

Koefisien  $\alpha$  dan  $\beta$  diperoleh dari perhitungan regresi runtut waktu antara  $R_{it}$  dan  $R_{mt}$ . Dari koefisien  $\alpha$  dan  $\beta$  yang didapat kemudian dihitung expected return tiap-tiap saham  $E(R_{it})$ .

Return pasar saham ( $R_m$ ) dicari dengan menggunakan dasar indeks LQ45 karena LQ45 merupakan proksi dari saham-saham unggulan (saham yang memiliki kapitalisasi terbesar serta dapat dikatakan sebagai saham yang aktif). Untuk mencari return pasar digunakan formulasi sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{\text{Indeks LQ45 } t - \text{Indeks LQ45 } t - 1}{\text{Indeks LQ45 } t - 1}$$

Pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata return tidak normal (*Average Abnormal Return* atau AAR) seluruh sekuritas secara *cross section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa (*event window*). Dengan menggunakan market model  $AR = R_{it} - E(i t)$  yang dihasilkan pada periode estimasi, maka abnormal return untuk periode *event* dapat dihitung dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha + \beta R_{mt})$$

Untuk menguji hipotesis nol yang menyatakan bahwa rata-rata abnormal return adalah sama dengan nol, digunakan uji  $t$ , sedangkan sebagai standarisasinya digunakan *Standarisasi Abnormal Return* (SAR). Dalam penelitian ini, uji  $t$  yang digunakan untuk menguji hipotesis nol yang

menerangkan bahwa rata-rata *abnormal return* sama dengan nol adalah sebagai berikut:

$$t_{\text{hitung}} = \text{AAR} / \text{Kesalahan standar estimasi atau}$$

$$\text{SAR}_{it} = \text{AAR} / \text{kesalahan standar estimasi}$$

T hitung ini merupakan standarisasi untuk abnormal return, karena menurut Gujarati (1997; 363) setiap variable yang distandarisasikan mempunyai sifat yang penting yaitu nilai rata-ratanya adalah nol dan variannya adalah satu. Pedoman ini digunakan untuk menentukan standarisasi abnormal return. Standarisasi yang dimaksud adalah dengan membagi nilai abnormal return dengan kesalahan standar estimasi (S<sub>ie</sub>).

Untuk menentukan SAR ini, maka langkah pertama adalah mencari standar error (S<sub>ie</sub>) masing-masing sekuritas di periode estimasi. Rumus yang dipakai adalah:

$$S_{ie} = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^{12} (R_{ij} - \bar{R})^2}{T_{1-2}}}$$

Dimana :

S<sub>ie</sub> = standar error estimasi untuk saham individual selama T hari dalam periode estimasi.

R<sub>ij</sub> = return sekuritas ke i hari ke j selama periode estimasi  
= rata-rata return untuk sekuritas ke i selama periode estimasi

$T_{1-2}$  = jumlah hari di periode estimasi, yaitu dari hari ke  $t - 1$  sampai dengan hari ke  $t - 2$  dimana untuk penelitian ini periode estimasi adalah 100 hari.

Pengujian statistik terhadap return tidak normal mempunyai tujuan untuk melihat signifikansi return tidak normal yang ada di periode peristiwa. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa *abnormal return* tersebut secara statistik signifikan tidak sama dengan nol.

Setelah hasil perhitungan *abnormal return* pada periode *event* diperoleh, lalu dilakukan agregasi surat berharga (selama periode yang diteliti, mulai dari pertama sampai terakhir) dan agregasi waktu.

Agregasi untuk *abnormal return* sekuritas secara individual meminta pengujian secara *abnormal return cross section* untuk setiap periode. Untuk mencari signifikansi *abnormal return* tersebut, maka perlu menghitung  $CAR_{nt}$ , dimana  $CAR_{nt}$  merupakan komulatif *abnormal return* yang dihitung secara *cross section*, dengan rumus:

$$CAAR_{nt} = AAR_t + AAR_{t+1}$$

Dimana

$CAAR_{nt}$  = Komulatif *abnormal return* for  $N$  sekuritas untuk periode sepanjang  $n$

$AAR_t$  = rata-rata *abnormal return* periode  $t$

$AAR_{t+1}$  = rata-rata *abnormal return* periode  $t$  kemudian diakumulasikan dengan  $CAAR$  periode sebelumnya.

t = dimana periode *event study*, dimana dalam penelitian n adalah 21 hari

Rata-rata *abnormal return* seluruh saham pada hari ke t (yang menunjukkan agregasi surat berharga) dihitung dengan formula sebagai berikut :

$$AAR_m = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{N}$$

N = jumlah seluruh saham yang diteliti

Standarisasi abnormal return portofolio selama periode *event*, dirumuskan sebagai berikut:

$$SAR_{Nt} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{S_{it}}}$$

dimana :

$SAR_{Nt}$  = *Standarisasi Abnormal Return Portofolio* , dihitung selama periode peristiwa

N = jumlah sample yang diteliti.

Dari hasil pengujian Hipotesis I, kesimpulan diambil hanya untuk *event periode* t-1 sampai dengan t+5 untuk menghindari *confounding effect* atas peristiwa di luar peristiwa Bom Bali, Bom Makassar, dan Bom Marriott (Untung dan Siddharta, 1998)

### 3.5.2.2 Pengujian Hipotesis II

Pada pengujian hipotesis 2, langkah pertama yang dilakukan adalah mengelompokkan *abnormal return* pada periode peristiwa menjadi kelompok *abnormal return* sebelum dan sesudah kejadian, dengan memisahkan *abnormal return* pada tanggal peristiwa, dan kemudian dihitung rata-ratanya. Setelah deviasi standar saham diperoleh, langkah berikutnya adalah menghitung  $t_{hitung}$  pada taraf signifikansi 5%, dan membandingkannya dengan  $t_{tabel}$ , untuk mendapatkan hasil apakah akan menolak atau menerima  $H_0$ .

Langkah – langkah tersebut diatas diuraikan secara singkat sebagai berikut

1. menghitung rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan sesudah peristiwa, dengan formula sebagai berikut :

$$\overline{AR}_{before} = \frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} AR_{before}}{n} \quad \text{dan}$$

$$\overline{AR}_{after} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} AR_{after}}{n}$$

dimana :

$n$  = banyaknya hari yang diteliti

2. Menghitung deviasi standar rata-rata return sebelum dan sesudah *event stud*, dengan formula sebagai berikut :

$$\sigma_{before} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} (AR_{before} - \overline{AR}_{before})^2}{(n - 1)}} \quad \text{dan}$$

$$\sigma_{after} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} (AR_{after} - \overline{AR}_{after})^2}{(n - 1)}}$$

3. Melakukan uji statistik, yaitu uji t (pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ), dengan formula sebagai berikut :

$$t = \frac{\overline{AR}_{after} - \overline{AR}_{before}}{\sigma^2_{after}/n + \sigma^2_{before}/n}$$

dimana :

n = banyaknya hari pengamatan

Dari hasil pengujian Hipotesis II, kesimpulan diambil hanya untuk *event periode* t-1 sampai dengan t+5 untuk menghindari *confounding effect* atas peristiwa di luar peristiwa Bom Bali, Bom Makassar, dan Bom Mariott (Untung dan Siddharta, 1998)

### 3.5.2.3. Pengujian Hipotesis III

*Trading Volume Activity (TVA)* diperoleh dengan membandingkan saham yang ditransaksikan dengan saham yang beredar pada periode yang sama. Hasil TVA pada periode peristiwa kemudian dikelompokkan menjadi TVA sebelum dan sesudah peristiwa dengan memisahkan TVA pada tanggal peristiwa, lalu dirata-rata. Setelah itu langkah yang dilakukan adalah menghitung deviasi standar *average trading volume activity* periode sebelum dan sesudah peristiwa, mencari

$t_{hitung}$  pada tingkat signifikansi 5%, dan kemudian membandingkannya dengan  $t_{tabel}$ , untuk mendapatkan hasil apakah akan menolak atau menerima  $H_0$ .

Langkah – langkah tersebut diatas diuraikan secara singkat sebagai berikut

1. Menghitung nilai aktivitas volume perdagangan saham I pada periode t dengan formula :

$$TVA = \frac{\sum \text{saham yang diperdagangkan waktu } t}{\sum \text{saham } i \text{ yang beredar saat } t}$$

2. Menghitung rata-rata aktivitas volume perdagangan seluruh saham sampel (sebelum dan sesudah peristiwa) dengan formula :

$$\overline{TVA}_{before} = \frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} TVA_{before}}{10} \quad \text{dan}$$

$$\overline{TVA}_{after} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} TVA_{after}}{10}$$

3. Menghitung deviasi standar rata-rata return sebelum dan sesudah peristiwa, dengan formula :

$$\sigma^2_{before} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} (TVA - \overline{TVA}_{before})^2}{(n-1)}} \quad \text{dan}$$

$$\sigma^2_{after} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-1}^{t=+5} (TVA - \overline{TVA}_{after})^2}{(n-1)}}$$

4. Melakukan uji statistik ( uji t ) untuk mengetahui signifikansi TVA sebelum dan sesudah peristiwa, (pada tingkat signifikansi  $\alpha = 0.005$ ) dengan formula :

$$t = \frac{\overline{TVA}_{after} - \overline{TVA}_{before}}{\sigma^2_{after} / n + \sigma^2_{before} / n}$$

Dari hasil pengujian Hipotesis III, kesimpulan diambil hanya untuk *event periode* t-1 sampai dengan t+5 untuk menghindari *confounding effect* atas peristiwa di luar peristiwa Bom Bali, Bom Makassar, dan Bom Mariott (Untung dan Siddharta, 1998)

### 3.6 Teknik Statistik dalam Menganalisa Hasil *Event Study*

Harijono (1999) menggunakan uji signifikansi untuk menentukan apakah suatu peristiwa berpengaruh terhadap suatu return atau tidak, adalah dengan menggunakan uji t. Dalam penelitian ini juga berdasarkan pola pengujian t statistik, tetapi dalam perkembangannya langsung diterapkan dalam rumus dengan variable yang sudah diukur.

## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Deskripsi Obyek Penelitian

Pada penelitian ini, yang dijadikan sampel adalah saham-saham yang termasuk indeks LQ-45. Indeks LQ-45 merupakan indeks yang diperkenalkan oleh BEJ mulai tanggal 24 Februari 1997 dan dengan hari dasar tanggal 13 Juli 1994. Pada seleksi awal digunakan data pasar dari Juli 1993 – Juni 1994, hasilnya terpilih 45 emiten yang mencakup 72 persen dari total kapitalisasi pasar dan 72,5 persen nilai transaksi di pasar reguler. Indeks ini akan ditinjau setiap tiga bulan sekali untuk mengecek saham-saham yang termasuk di dalam LQ-45, apakah masih relevan atau tidak dengan kriteria yang ditentukan, dan diganti setiap enam bulan sekali pada bulan Februari dan Agustus. Untuk dapat masuk dalam pemilihan, suatu saham harus memenuhi kriteria tertentu dan melewati seleksi utama, sebagai berikut:

- a) Masuk dalam rangking 60 terbesar dari total transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama dua belas bulan terakhir).
- b) Rangking berdasarkan kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama dua belas bulan terakhir).
- c) Telah tercatat di BEJ minimum tiga bulan.
- d) Keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhannya, frekuensi dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler.

## 4.2 Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini akan dilakukan secara terpisah untuk masing-masing peristiwa pemboman agar hasilnya dapat diketahui secara detail untuk kemudian diambil kesimpulan secara umum. Sebelum dilakukan pengujian lebih lanjut akan dilakukan uji normalitas terlebih dahulu agar tidak melanggar asumsi dasar dari alat statistik yang digunakan.

Tabel 4.1 berikut merupakan hasil pengujian normalitas menggunakan *Kolmogorov Smirnov*.

Tabel 4.1  
Pengujian Normalitas data  
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	AARBALI	AARMAKAS	AARMARRI	
N	11	11	11	
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0033	-,0015	,0031
	Std. Deviation	,00919	,00675	,00752
Most Extreme Differences	Absolute	,150	,115	,196
	Positive	,150	,102	,196
	Negative	-,137	-,115	-,160
Kolmogorov-Smirnov Z	,497	,382	,651	
Asymp. Sig. (2-tailed)	,966	,999	,791	

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Berdasarkan tabel diatas dihasilkan nilai asymp. sig. *abnormal return* untuk peristiwa bom bali adalah sebesar 0,966, peristiwa bom makasar sebesar 0,999, serta untuk peristiwa bom mariot nilai asymp. sig. yang dihasilkan adalah sebesar 0,791. Dengan demikian untuk semua peristiwa pemboman tersebut mempunyai nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,050, hal ini berarti

bahwa semua data rata-rata *abnormal return* pada peristiwa pemboman tersebut terdistribusi normal.

Setelah dilakukan uji normalitas maka akan dilakukan pengujian hipotesis. Adapun langkah-langkah dalam pengujian hipotesis dilakukan sebagai berikut.

### 4.3 Hasil dan Pembahasan

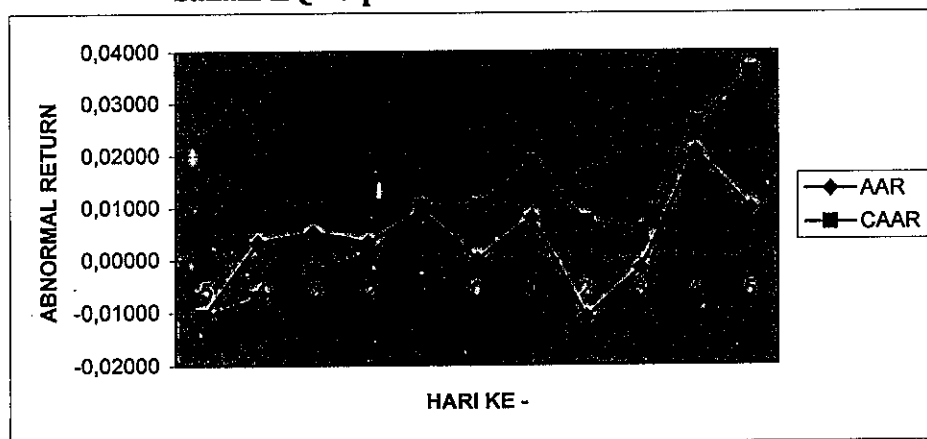
#### 4.3.1 Peristiwa Bom Bali

##### 4.3.1.1 Pengujian Hipotesis 1

Pada penelitian ini akan diuji tiga hipotesis. Hipotesis pertama akan menguji apakah pada hari-hari di sekitar peristiwa pemboman terdapat *abnormal return* signifikan yang diperoleh investor. Pengujian *abnormal return* ini dilakukan dengan mencari selisih antara hasil yang diperoleh dengan hasil yang diharapkan investor. *Abnormal return* yang diperoleh investor memiliki dua arah, yaitu positif dan negatif. Hasil dari *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cummulative AAR* (CAAR) yang telah dilakukan dapat dilihat pada gambar 4.1.

Gambar 4.1

Grafik *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cummulative AAR* (CAAR)  
Saham LQ-45 pada Periode Peristiwa Bom Bali



Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Dari gambar di atas dapat dilihat bahwa cumulative average abnormal return (CAAR) mengalami peningkatan dari satu hari sebelum (H-1) peristiwa sampai dengan satu hari setelah (H+1) peristiwa (penurunan AAR yang terlihat di grafik pada saat peristiwa bukan disebabkan oleh reaksi dari bursa, namun dikarenakan peristiwa terjadi pada hari sabtu yang merupakan hari libur bursa sehingga tidak ada transaksi), pada H+2 terjadi penurunan cukup tajam yang merupakan respon negatif dari bursa akibat peristiwa tersebut, dan ini merupakan titik terendah AAR selama periode pengamatan. Penurunan ini tidak berlangsung lama, pasar terlihat kembali bergairah pada H+3, ketika investor merasa cukup aman untuk berinvestasi kembali serta harga saham sudah *oversold* sehingga harga saham yang ada dianggap sudah terlalu murah dan layak dibeli kembali.

Tabel 4.2 menunjukkan hasil uji statistik terhadap *abnormal return* selama periode peristiwa.

**Tabel 4.2**  
**Hasil Uji Statistik terhadap *Abnormal Return* Selama**  
**Periode Peristiwa Bom Bali**

Hari ke-	AAR	CAAR	t <sub>hitung</sub>	Sig. (2-tailed)
-5	-0,01078	-0,010783	-2,259	0,030
-4	0,00331	-0,007473	0,582	0,564
-3	0,00522	-0,002252	0,965	0,341
-2	0,00328	0,001028	0,762	0,451
-1	0,00913	0,010162	1,790	0,082
0	-0,00005	0,010114	-0,005	0,996
1	0,00805	0,01816	0,941	0,353
2	-0,01104	0,007117	-1,655	0,107
3	-0,00168	0,005437	-0,257	0,799
4	0,02069*	0,026125	3,580	0,001
5	0,00973	0,035851	1,921	0,063

Sumber: Data sekunder yang telah diolah  
Keterangan: \* = signifikan pada  $\alpha = 5\%$

Dari tabel terlihat bahwa reaksi signifikan positif terjadi pada empat hari setelah peristiwa. Pada hari kedua perdagangan setelah peristiwa, pelaku pasar langsung merespon negatif, dan AAR negatif ini terjadi sampai dengan H+3 setelah peristiwa. Hal ini menunjukkan kepanikan dari investor, dan mengakibatkan situasi *bearish market*. *Bearish market* adalah situasi dimana harga saham mengalami penurunan terus dan hampir terjadi pada semua jenis saham. Kepanikan ini terjadi karena para investor berusaha mengamankan investasinya, sehingga berusaha menjualnya pada harga berapapun yang ditawarkan. Kenaikan CAAR yang signifikan terjadi pada hari ke-4 setelah peristiwa, kenaikan yang signifikan ini bisa membawa garis CAAR naik sampai di atas garis negatif.

Dari hasil penghitungan *abnormal return* yang sebagian besar negatif pada hari-hari setelah pemboman dapat dikatakan bahwa para pelaku pasar menanggapi peristiwa pemboman di Bali ini secara negatif. Selain itu, dengan adanya *abnormal return* signifikan yang terjadi maka dapat dikatakan bahwa peristiwa ini mengandung muatan informasi sehingga  $H_0$  berhasil ditolak dan menerima hipotesis alternatif ( $H_a$ ).

#### 4.3.1.2 Pengujian Hipotesis 2

Hipotesis kedua dari penelitian ini menyangkut perbedaan antara *average abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah peristiwa. Pengujian hipotesis 2 ini menggunakan AAR berdasarkan penghitungan yang telah dilakukan pada pengujian hipotesis 1, yang kemudian dipisahkan menjadi dua bagian, yaitu AAR sebelum dan sesudah peristiwa, dengan menghilangkan AAR pada hari kejadian

(t-0). Setelah itu masing-masing bagian dihitung rata-rata dan standar deviasinya, yang kemudian dilanjutkan menghitung uji t-nya. Hasil penghitungan pengujian statistik terhadap beda AAR ini dapat dilihat pada tabel 4.3. Hasil uji t ini akan dibandingkan dengan  $t_{tabel}$ .

**Tabel 4.3**  
**Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata *Abnormal Return* Saham LQ-45**  
**Pada Peristiwa Bom Bali**

Sebelum		Sesudah	
Hari ke-	<i>Abnormal Return</i>	Hari ke-	<i>Abnormal Return</i>
-5	-0,01078	1	0,00805
-4	0,00331	2	-0,01104
-3	0,00522	3	-0,00168
-2	0,00328	4	0,02069
-1	0,00913	5	0,00973
Rata-rata	0,0020320	Rata-rata	0,0051500
Standar Deviasi	0,00754790	Standar Deviasi	0,01203789
T hitung	-0,475		
T tabel (0,025;8)	$\pm 2,306$		

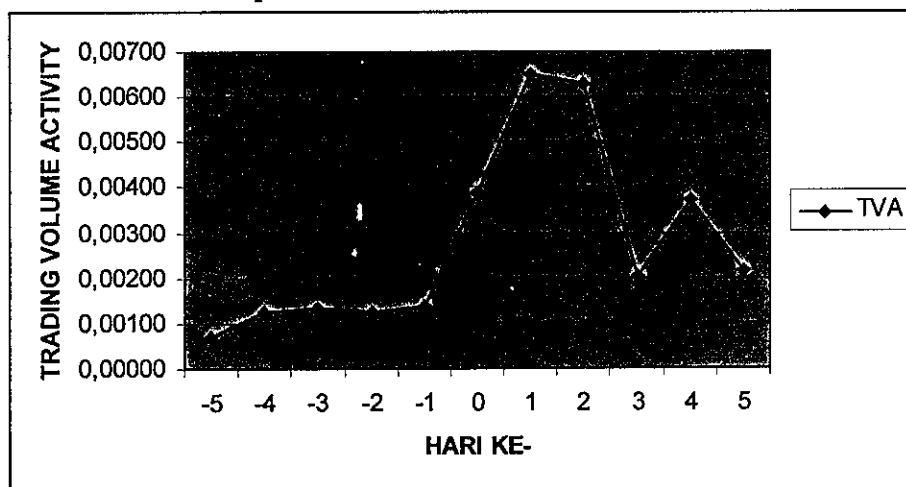
Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Berdasarkan nilai t-hitung yang diperoleh dari pengujian tersebut terlihat bahwa t hitung sebesar -0,475 lebih kecil dari t tabel -2,306 (tanda minus tidak relevan karena hanya menunjukkan arah) sehingga dapat disimpulkan bahwa AAR sebelum peristiwa tidak berbeda secara signifikan terhadap AAR setelah peristiwa. Tidak adanya perbedaan ini disebabkan karena pasar setelah shock beberapa hari akhirnya yakin bahwa peristiwa pengeboman tersebut dapat ditangani dengan baik oleh pihak kepolisian Indonesia yang mendapat bantuan dari pihak kepolisian luar negeri. Selain itu pasar sudah mengambil pengalaman dari peristiwa pemboman terdahulu sehingga akibatnya reaksi pasar ini tidak berlarut-larut seperti terlihat bahwa tiga hari kemudian setelah peristiwa pasar sudah mulai *rebound*.

#### 4.3.1.3 Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis ketiga yang akan diuji pada penelitian ini adalah mengenai apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) sebelum peristiwa dengan setelah peristiwa terjadi. Penghitungan TVA dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama. Hasil penghitungan TVA ini dapat dilihat pada gambar berikut.

**Gambar 4.2**  
**Aktivitas Volume Perdagangan Saham LQ-45**  
**pada Periode Peristiwa Bom Bali**



Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Gambar diatas memperlihatkan bahwa pada satu hari sebelum peristiwa (H-1) *Trading volume activity* masih bergerak pada kisaran wajar. Kenaikan tajam terjadi pada saat terjadinya peristiwa (H 0) hingga dua hari setelah peristiwa (H+2), hal ini disebabkan kepanikan investor sehingga banyak investor melepas sahamnya, tetapi sehari kemudian (H+3) aktivitas perdagangan tersebut mulai

menurun karena para investor lebih cenderung untuk melakukan tindakan *wait and see*. Pada hari ke empat (H+4) para investor menilai harga – harga saham sudah terlalu rendah sehingga para investor mengambil tindakan untuk melakukan akumulasi beli kembali pada saham – saham tersebut, hal ini terlihat dari meningkatnya aktivitas perdagangan pada hari tersebut, dan pada hari ke-lima (H+5) terlihat bahwa aktivitas volume perdagangan kembali pada pergerakan normal.

Dari hasil penghitungan TVA tersebut kemudian dilakukan uji statistik beda dua ATVA, untuk membuktikan apakah pasar bereaksi terhadap terjadinya suatu peristiwa atau tidak. Hasil pengujian tersebut dapat dilihat pada tabel 4.4.

**Tabel 4.4**  
**Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata *Trading Volume Activity* Saham LQ-45 Pada Peristiwa Bom Bali**

Sebelum		Sesudah	
Hari ke-	TVA	Hari ke-	TVA
-5	0,00071	1	0,00650
-4	0,00125	2	0,00630
-3	0,00130	3	0,00202
-2	0,00124	4	0,00371
-1	0,00389	5	0,00216
Rata-rata	0,0011700	Rata-rata	0,0041380
Standar Deviasi	0,00011666	Standar Deviasi	0,00097043
Thitung			-2,813
Ttabel (0,025;8)			-2,306

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

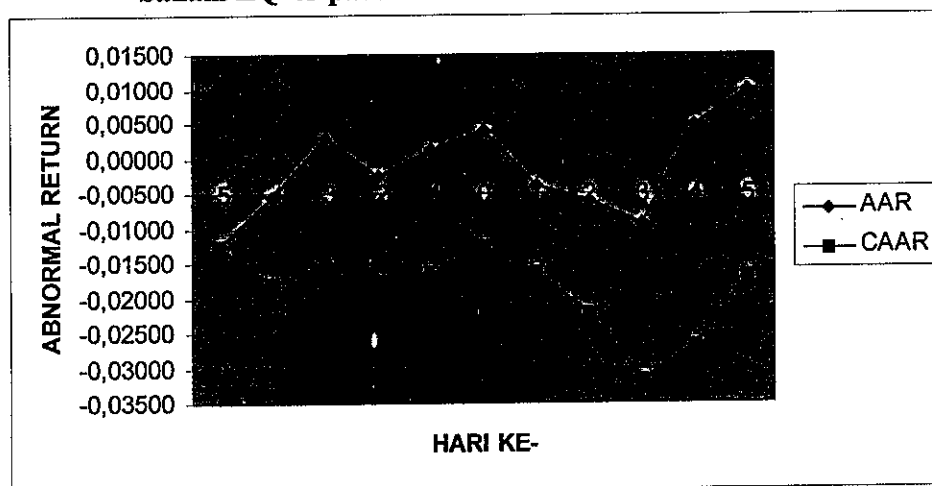
Dari tabel diatas terlihat bahwa nilai  $t_{hitung} -2,813$  lebih besar dari nilai  $t_{tabel} -2,306$  (tanda minus tidak relevan karena hanya menunjukkan arah), sehingga dapat disimpulkan bahwa rata-rata TVA sebelum peristiwa berbeda secara signifikan dengan rata-rata TVA setelah peristiwa. Nilai rata-rata yang ditunjukkan pada tabel 4.4 menunjukkan adanya peningkatan rata-rata volume perdagangan saham pada periode setelah peristiwa dibandingkan periode sebelum peristiwa. Peningkatan ini dapat berarti bahwa para investor mengalami kepanikan dan mengamankan investasinya, sehingga mereka langsung menjual seluruh atau sebagian besar saham yang dimilikinya.

### 4.3.2 Peristiwa Bom Makasar

#### 4.3.2.1 Pengujian Hipotesis 1

Hasil dari pengujian *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cummulative AAR* (CAAR) yang telah dilakukan untuk peristiwa bom Makasar dapat dilihat pada gambar 4.3 berikut.

**Gambar 4.3**  
**Grafik *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cummulative AAR* (CAAR)**  
**Saham LQ-45 pada Periode Peristiwa Bom Makasar**



Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Dari gambar di atas dapat dilihat bahwa AAR dan CAAR masih mengalami peningkatan pada satu hari sebelum peristiwa (H-1) sampai dengan pada saat terjadinya peristiwa (H 0), respon negatif atas terjadinya peristiwa pengeboman di Makasar mulai terjadi pada satu hari setelah (H+1) peristiwa dan berlangsung cukup lama sampai dengan H+3 yang merupakan titik terendah AAR selama periode pengamatan. Pasar terlihat kembali bergairah pada H+4, ketika harga – harga saham dinilai terlalu rendah dan para Investor merasa yakin bahwa peristiwa pengeboman tersebut dapat diatasi oleh pihak keamanan, sehingga para investor kembali melakukan akumulasi beli pada saham – saham tersebut yang menyebabkan harga – harga saham meningkat hingga H+5.

Tabel 4.5 menunjukkan hasil uji statistik terhadap *abnormal return* selama periode peristiwa.

**Tabel 4.5**  
**Hasil Uji Statistik terhadap *Abnormal Return* Selama**  
**Periode Peristiwa Bom Makasar**

Hari ke-	AAR	CAAR	$t_{hitung}$	Sig. (2-tailed)
-5	-0,01256	-0,01256	-3,554	0,001
-4	-0,00548	-0,01804	-1,377	0,177
-3	0,00285	-0,01519	0,821	0,417
-2	-0,00250	-0,01769	-0,511	0,613
-1	0,00125	-0,01644	0,315	0,755
0	0,00391	-0,01253	0,750	0,458
1	-0,00379	-0,01632	-0,998	0,325
2	-0,00603	-0,02235	-1,604	0,118
3	-0,00946*	-0,03181	-2,049	0,043
4	0,00486	-0,02696	0,494	0,624
5	0,00996	-0,01699	1,094	0,282

Sumber: Data sekunder yang telah diolah  
Keterangan: \* = signifikan pada  $\alpha = 5\%$

Dari hasil pengujian didapatkan hasil bahwa tidak ada *positive abnormal return* yang signifikan yang terjadi, namun terdapat *negative significant* tiga hari setelah (H+3) peristiwa. Pada hari pertama perdagangan setelah peristiwa, pelaku pasar langsung merespon negatif, dan terus berlangsung sampai dengan hari ke (+3) setelah peristiwa. Hal ini menunjukkan kepanikan dari investor, dan mengakibatkan situasi *bearish market*. Kepanikan ini terjadi karena para investor berusaha mengamankan investasinya, sehingga berusaha menjualnya pada harga berapapun yang ditawarkan. Kenaikan CAAR terjadi pada hari ke (+4) dan ke (+5) setelah peristiwa, tetapi kenaikan ini belum bisa membawa garis CAAR naik sampai di atas garis negatif.

Dari hasil penghitungan *abnormal return* yang sebagian besar negatif pada hari-hari setelah pemboman dapat dikatakan bahwa para pelaku pasar menanggapi peristiwa pemboman ini secara negatif. Selain itu, dengan adanya *abnormal return* signifikan yang terjadi setelah peristiwa, maka dapat dikatakan bahwa peristiwa ini mengandung muatan informasi sehingga Ho2 berhasil ditolak dan menerima hipotesis alternatif (Ha2).

#### 4.3.2.2 Pengujian Hipotesis 2

Hipotesis kedua dari penelitian ini menyangkut perbedaan antara *average abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah peristiwa. Hasil penghitungan pengujian statistik terhadap beda AAR pada peristiwa bom makasar ini dapat dilihat pada tabel 4.6. Hasil uji t ini akan dibandingkan dengan  $t_{tabel}$ .

**Tabel 4.6**  
**Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata *Abnormal Return* Saham LQ-45**  
**Pada Peristiwa Bom Makasar**

Sebelum		Sesudah	
Hari ke-	<i>Abnormal Return</i>	Hari ke-	<i>Abnormal Return</i>
-5	-0,01260	1	-0,00379
-4	-0,00548	2	-0,00603
-3	0,00285	3	-0,00946
-2	-0,00250	4	0,00486
-1	0,00125	5	0,00996
Rata-rata	-0,0032880	Rata-rata	-0,0008920
Standar Deviasi	0,00273555	Standar Deviasi	0,00359902
T hitung	-0,590		
T tabel (0,025;8)	2,306		

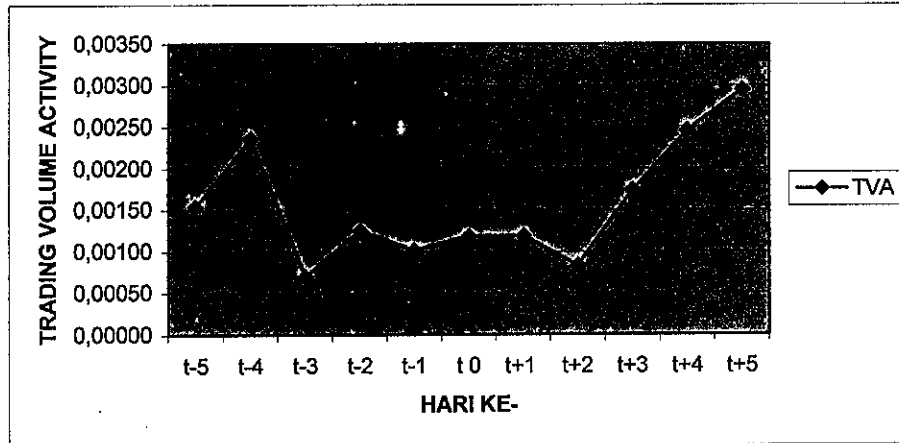
Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Berdasarkan nilai t-hitung yang diperoleh dari pengujian tersebut terlihat bahwa  $t_{hitung} -0,590$  lebih kecil dari  $t_{tabel} 2,306$  (tanda minus tidak relevan karena hanya menunjukkan arah) sehingga dapat disimpulkan bahwa AAR sebelum peristiwa tidak berbeda secara signifikan terhadap AAR setelah peristiwa. Tidak adanya perbedaan ini disebabkan karena pasar sudah mengambil pengalaman dari beberapa peristiwa pemboman terdahulu sehingga akibatnya reaksi pasar ini tidak berlarut-larut seperti terlihat bahwa empat hari kemudian setelah peristiwa pasar sudah mulai bergairah.

#### 4.3.2.3 Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis ketiga yang akan diuji pada penelitian ini adalah membuktikan apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) sebelum peristiwa dengan setelah peristiwa terjadi. Hasil penghitungan TVA ini dapat dilihat pada gambar berikut.

**Gambar 4.4**  
**Aktivitas Volume Perdagangan Saham LQ-45**  
**pada Periode Peristiwa Bom Makasar**



Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Gambar diatas memperlihatkan bahwa pada sehari sebelum peristiwa, saat peristiwa terjadi sampai hari ke (+2) setelah peristiwa aktivitas perdagangan tidak terjadi perubahan yang mencolok, hal ini berarti kepanikan investor tidak diikuti dengan menjual seluruh sahamnya, sebab mereka memilih untuk bersikap *wait and see* sampai ada informasi lebih lanjut. Tetapi sehari kemudian aktivitas perdagangan tersebut mulai meningkat. Pada hari ke (+3) sampai hari ke (+5) aktivitas perdagangan kembali bergairah karena investor mulai memburu saham-saham yang dirasa sudah cukup murah untuk dimasukkan dalam portofolio investasinya.

Dari hasil penghitungan TVA tersebut kemudian dilakukan uji statistik beda dua ATVA, untuk membuktikan apakah pasar bereaksi terhadap terjadinya suatu peristiwa atau tidak. Hasil pengujian tersebut dapat dilihat pada tabel 4.7

**Tabel 4.7**  
**Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata *Trading Volume Activity* Saham LQ-45**  
**Pada Peristiwa Bom Makasar**

Sebelum		Sesudah	
Hari ke-	TVA	Hari ke-	TVA
-5	0,00154	1	0,00119
-4	0,00237	2	0,00083
-3	0,00070	3	0,00175
-2	0,00125	4	0,00246
-1	0,00101	5	0,00295
Rata-rata	0,0013740	Rata-rata	0,0018360
Standar Deviasi	0,00063673	Standar Deviasi	0,00087566
Thitung		-0,742	
Ttabel (0,025;8)		-2,306	

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

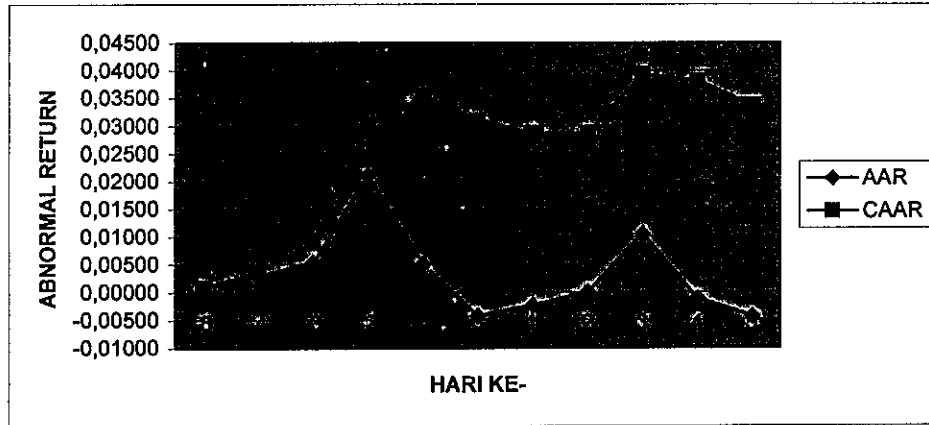
Dari hasil pengujian diperoleh nilai t hitung  $-0,742$  lebih kecil dari nilai t tabel  $-2,306$  (nilai minus tidak relevan karena hanya menunjukkan arah) Berdasarkan nilai t-hitung yang diperoleh dari uji beda dua rata-rata TVA tersebut dimana t hitungnya lebih kecil dari t tabel dapat disimpulkan bahwa rata-rata TVA sebelum peristiwa tidak berbeda secara signifikan dengan rata-rata TVA setelah peristiwa. Nilai rata-rata yang ditunjukkan pada tabel 4.7 menunjukkan adanya peningkatan rata-rata volume perdagangan saham pada periode setelah peristiwa dibandingkan periode sebelum peristiwa. Peningkatan ini dapat berarti bahwa para investor banyak memburu saham-saham yang dirasa harganya sudah murah pada hari sesudah peristiwa.

### 4.3.3 Peristiwa Bom Marriott

#### 4.3.3.1 Pengujian Hipotesis 1

Hasil dari pengujian *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cummulative AAR* (CAAR) yang telah dilakukan untuk peristiwa bom Marriott dapat dilihat pada gambar 4.6 berikut.

**Gambar 4.5**  
**Grafik *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cummulative AAR* (CAAR)**  
**Saham LQ-45 pada Periode Peristiwa Bom Marriott**



Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Dari gambar di atas dapat dilihat bahwa terdapat penurunan CAAR pada periode setelah peristiwa pemboman sampai dengan dua hari setelah peristiwa (H+2). Sedangkan rata-rata *abnormal return* mengalami penurunan sejak H-1 sebelum peristiwa sampai dengan saat peristiwa terjadi. Hal ini dimungkinkan sudah terdapat isu-isu ancaman bom sebelumnya. Dan sebaliknya pada satu hari setelah (H+1) peristiwa, AAR menunjukkan peningkatan sampai dengan H+3 namun mengalami penurunan kembali pada H+4 dan H+5.

Tabel 4.8 menunjukkan hasil uji statistik terhadap *abnormal return* selama periode peristiwa. Dari hasil pengujian didapatkan hasil bahwa *positive abnormal return* yang signifikan, terjadi pada hari ke (+4), akan tetapi tidak terdapat *abnormal return* negatif signifikan baik sebelum dan sesudah peristiwa pemboman.

**Tabel 4.8**  
**Hasil Uji Statistik terhadap *Abnormal Return* Selama**  
**Periode Peristiwa Bom Marriott**

Hari ke-	AAR	CAAR	t <sub>hitung</sub>	Sig. (2-tailed)
-5	0,00076	0,00076	0,200	0,843
-4	0,00289	0,00365	0,784	0,439
-3	0,00540	0,00905	1,227	0,228
-2	0,02113	0,03018	2,308	0,027
-1	0,00514	0,03532	0,990	0,329
0	-0,00433	0,03100	-0,800	0,429
1	-0,00236	0,02863	-0,660	0,513
2	0,00006	0,02869	0,014	0,989
3	0,01059*	0,03928	3,372	0,002
4	-0,00115	0,03813	-0,327	0,746
5	-0,00442	0,03371	-0,841	0,406

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Keterangan: \* = signifikan pada  $\alpha = 5\%$

Pada hari perdagangan setelah peristiwa terjadi, pelaku pasar langsung merespon negatif peristiwa ini akan tetapi respon ini tidak signifikan, respon ini berlangsung sampai dengan hari ke (+2) setelah peristiwa. Hal ini menunjukkan bahwa kepanikan dari investor tidak terlalu parah. Para investor tidak terlalu panik karena mereka menganggap peristiwa ini sebagai sebuah peristiwa biasa dan kecil dampaknya bagi perekonomian. Kenaikan AAR yang signifikan terjadi pada hari ke (+3) setelah peristiwa.

Dari hasil penghitungan *abnormal return* yang sebagian besar negatif pada hari-hari setelah pemboman dapat dikatakan bahwa para pelaku pasar juga menanggapi peristiwa pemboman ini secara negatif. Selain itu, dengan adanya *abnormal return* signifikan yang terjadi maka dapat dikatakan bahwa peristiwa ini mengandung muatan informasi sehingga Ho3 berhasil ditolak dan menerima hipotesis alternatif (Ha3).

#### 4.3.3.2 Pengujian Hipotesis 2

Hipotesis kedua dari penelitian ini menyangkut perbedaan antara *average abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah peristiwa. Hasil penghitungan pengujian statistik terhadap beda AAR pada peristiwa bom marriott ini dapat dilihat pada tabel 4.9. Hasil uji t ini akan dibandingkan dengan  $t_{tabel}$ .

**Tabel 4.9**  
**Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata *Abnormal Return* Saham LQ-45**  
**Pada Peristiwa Bom Marriott**

Sebelum		Sesudah	
Hari ke-	<i>Abnormal Return</i>	Hari ke-	<i>Abnormal Return</i>
-5	0,00076	1	-0,00236
-4	0,00289	2	0,00006
-3	0,00540	3	0,01059
-2	0,02113	4	-0,00115
-1	0,00514	5	-0,00442
Rata-rata	0,0070640	Rata-rata	0,0005440
Standar Deviasi	0,00808526	Standar Deviasi	0,00585450
T hitung	1,423		
T tabel (0,025;8)	2,306		

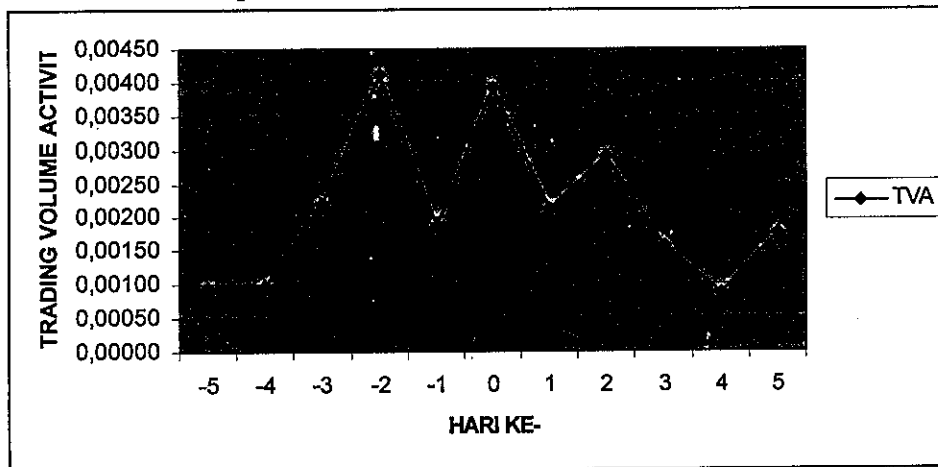
Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Berdasarkan nilai t-hitung yang diperoleh dari pengujian tersebut terlihat bahwa t hitung sebesar 1,423 lebih kecil dari t tabel (2,306) sehingga dapat disimpulkan bahwa AAR sebelum peristiwa tidak berbeda secara signifikan terhadap AAR setelah peristiwa. Tidak adanya perbedaan ini disebabkan karena pasar juga sudah mengambil pengalaman dari beberapa peristiwa pemboman terdahulu sehingga akibatnya reaksi pasar ini tidak berlarut-larut seperti terlihat bahwa tiga hari kemudian setelah peristiwa pasar sudah mulai bergairah.

#### 4.3.3.3 Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis ketiga yang akan diuji pada penelitian ini adalah mengenai apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) sebelum peristiwa dengan setelah peristiwa terjadi. Hasil penghitungan TVA ini dapat dilihat pada gambar berikut.

**Gambar 4.6**  
**Aktivitas Volume Perdagangan Saham LQ-45**  
**pada Periode Peristiwa Bom Marriott**



Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Pada saat peristiwa terjadi, aktivitas perdagangan mengalami kenaikan tetapi sehari kemudian (+1) turun lagi, pada (+2) naik tipis namun kemudian pada hari (+3) terus menurun sampai hari ke (+4) setelah peristiwa, hal ini berarti kepanikan investor tidak diikuti dengan menjual seluruh sahamnya, sebab mereka memilih untuk bersikap *wait and see* sampai ada informasi lebih lanjut.

Dari hasil penghitungan TVA tersebut kemudian dilakukan uji statistik beda dua ATVA, yang dapat menunjukkan apakah pasar bereaksi terhadap

terjadinya suatu peristiwa atau tidak. Hasil pengujian tersebut dapat dilihat pada tabel 4.10.

**Tabel 4.10**  
**Hasil Pengujian Beda Dua Rata-rata *Trading Volume Activity* Saham LQ-45 Pada Peristiwa Bom Marriott**

Sebelum		Sesudah	
Hari ke-	TVA	Hari ke-	TVA
-5	0,00096	1	0,00211
-4	0,00097	2	0,00291
-3	0,00222	3	0,00157
-2	0,00410	4	0,00085
-1	0,00187	5	0,00175
Rata-rata	0,0020240	Rata-rata	0,0018380
Standar Deviasi	0,00128597	Standar Deviasi	0,00075480
Thitung		0,209	
Ttabel (0,025;8)		2,306	

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Berdasarkan nilai t-hitung yang diperoleh dari uji beda dua rata-rata TVA tersebut dimana t hitungnya lebih kecil dari t tabel dapat disimpulkan bahwa rata-rata TVA sebelum peristiwa tidak berbeda secara signifikan dengan rata-rata TVA setelah peristiwa. Nilai rata-rata yang ditunjukkan pada tabel 4.10 menunjukkan adanya penurunan rata-rata volume perdagangan saham yang sangat tipis pada periode setelah peristiwa dibandingkan periode sebelum peristiwa. Hal ini berarti tidak terjadi perubahan yang signifikan antara aktivitas perdagangan sebelum dan sesudah peristiwa bom Marriott.

#### 4.4 Pembahasan

Penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* pada tiga peristiwa pemboman ini menunjukkan bahwa peristiwa ini memiliki kandungan informasi, yang menyebabkan pasar modal Indonesia bereaksi terhadap peristiwa yang memiliki skala nasional. Reaksi negatif secara spontan terjadi pada hari

pertama perdagangan setelah peristiwa terjadi. Hal ini disebabkan karena terjadi kepanikan pada para investor sehingga mereka buru-buru melepas portofolio yang dimilikinya.

Perbedaan *abnormal return* yang signifikan tidak terjadi pada ketiga peristiwa pemboman, hal ini disebabkan karena pelaku pasar sudah mulai terbiasa dengan peristiwa pemboman sehingga mereka yakin harga yang sudah terkoreksi akan naik kembali. Oleh sebab itu ketika harga saham setelah peristiwa pemboman terkoreksi dan menurut mereka sudah murah maka mereka akan memborong kembali saham-saham tersebut untuk dimasukkan dalam portofolionya kembali.

Sedangkan aktifitas perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan hanya pada peristiwa bom Bali saja yang menunjukkan perbedaan signifikan sedangkan peristiwa pemboman lainnya tidak signifikan. Hal ini dikarenakan memang dari ketiga peristiwa pemboman tersebut, bom Bali yang paling besar pengaruhnya terhadap perekonomian, khususnya di bidang pariwisata. Sedangkan kedua pemboman lainnya dianggap suatu teror belaka, sehingga tidak terjadi perubahan aktivitas perdagangan yang signifikan.

Tidak adanya reaksi harga atas informasi tersebut merefleksikan tidak adanya revisi kepercayaan dalam pasar secara agregat yang merupakan akibat dari adanya informasi tersebut tetapi hal itu mengubah pengharapan investor secara individual yang terlihat dengan adanya pergantian dalam posisi portofolio yang merefleksikan reaksi atas volume perdagangan seperti terlihat pada peristiwa bom Bali.

## BAB V

### PENUTUP

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan memperoleh bukti empiris apakah dalam peristiwa-peristiwa pemboman di Indonesia mengandung informasi sehingga investor bereaksi terhadap peristiwa tersebut. Berdasarkan hasil pengujian terhadap reaksi investor atas peristiwa tersebut melalui pengukuran *abnormal return* dengan menggunakan metode pasar (*market model*), maka dalam penelitian ini dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. Berdasarkan uji statistik terhadap rata-rata *abnormal return* saham perusahaan sampel selama periode peristiwa, ditemukan adanya rata-rata *abnormal return* signifikan yang diperoleh oleh investor pada ketiga peristiwa pemboman. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam peristiwa-peristiwa pemboman tersebut mengandung informasi. *Abnormal return* signifikan yang diperoleh tersebut sebagian besar didapat pada hari sesudah peristiwa, hal ini berarti bahwa dalam peristiwa tersebut para pelaku pasar belum melakukan antisipasi terhadap peristiwa. Disamping itu, berdasarkan hasil *abnormal return* yang diperoleh, terlihat bahwa sebagian besar dari hari pengamatan didapatkan *abnormal return* yang negatif. Ini berarti bahwa kandungan informasi dalam peristiwa tersebut merupakan suatu berita buruk (*bad news*).
2. Dari hasil uji beda dua rata-rata *abnormal return* saham antara sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan bahwa secara statistik tidak terdapat perbedaan

signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah peristiwa pada ketiga peristiwa pemboman.

3. Dari hasil uji beda dua rata-rata *trading volume activity* saham antara sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan bahwa secara statistik terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata *trading volume activity* saham sebelum dan sesudah peristiwa hanya pada peristiwa bom bali sedangkan pada kedua peristiwa pemboman lainnya tidak signifikan. Nilai rata-rata *trading volume activity* saham yang dihasilkan menunjukkan adanya peningkatan rata-rata volume perdagangan saham pada periode sesudah peristiwa jika dibandingkan rata-rata volume perdagangan sebelum peristiwa pada peristiwa bom bali dan bom makasar. Hal ini disebabkan karena setelah peristiwa investor banyak melakukan transaksi baik dengan menjual sahamnya ataupun kemudian melakukan pembelian kembali ketika harga saham dirasa sudah cukup murah.

Penelitian ini tentu saja tidak terlepas dari keterbatasan – keterbatasan. Beberapa keterbatasan akan disampaikan agar pembaca menjadi kritis terhadap kesimpulan yang diambil dalam penelitian ini. Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain :

1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham yang masuk kategori LQ-45.
2. Perhitungan *abnormal return* menggunakan *market model* (model pasar), dimana dalam mencari *abnormal return* pada periode peristiwa terlebih dahulu dicari *expected return* dengan melakukan regresi return saham individual dengan return pasar periode estimasi.

3. Waktu pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini relatif sedikit dan hal ini dapat mempengaruhi hasil analisis penelitian.

## 5.2 Saran

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan tersebut, diajukan saran penelitian yang berkaitan dengan penelitian ini. Adapun saran - saran dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk peneliti selanjutnya yang ingin melakukan penelitian sejenis, sebaiknya menggunakan sampel yang lebih besar dan waktu pengamatan yang lebih banyak sehingga hasil penelitian diharapkan lebih baik dan akurat.
2. Selain itu, diharapkan agar penelitian selanjutnya dalam menghitung *abnormal return* menggunakan model selain *market model* untuk melihat konsistensi hasil penelitian.
3. Bagi investor saham di Bursa Efek Jakarta ( BEJ ) yang menjumpai informasi penting sejenis, agar dapat selalu melakukan pengambilan keputusan investasi secara cepat dan akurat sehingga kepentingannya dapat tercapai.

## DAFTAR PUSTAKA

- Affandi, Untung dan Siddharta Utama (1998), "Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta", *Usahawan*, No. 3 Th. XXVII, Maret h. 42-47
- Asri, Marwan (1996), " US Multinasional's Stock Price Reaction to Host Country's Governmental Change: The Case of Prime Minister Takeshita Resignation", *KELOLA Gajahmada University Business Review*, vol 5 no 11, MM UGM, Yogyakarta, h 126-137
- Ball, RJ, dan P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research* 6 (autum 1968), hal 67-120
- Beaver, WH (1989), *Financial Reporting: an Accounting Revolution*, Englewood cliffs: Nj Prentice Hall, Second edition
- Brown, SJ dan JB Warner (1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", *Journal of Finance Economics*, hal 3-31
- Charest, G, "Devident Information, Stock Returns, and Market Efficiency II", *Journal of Financial Economics* 6 (June/September 1978), hal 297-330
- Cutler, David M, James M. Poeterba, dan Lawrence H Summers, (1998), "what moves stocks prices", *journal of Portofolio management* 15, 4-12
- Dyckman, TR dan D Morse (1986), "*Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis*", Anglewood: NJ: Prentice Hall Contemporary Tropics in Accounting Serries, Second edition
- E.A Koetin (1994), *Suatu Pedoman Investasi Dalam Efek di Indonesia*, Penerbit Mahkota, Jakarta
- Ederington, Louis H, Jae Ha Lee (1993), "How Markets Process Information: News Releases and Volatility", *Journal of Finance* 48, h 1161-1191
- Fama, Eugene F (1991), "Efficient Capital MarketII", *Jornal of finance*, Desember, Vol XLVI no 5, h, 1-21
- \_\_\_\_\_, Lawrence Fischer, Michael Jensen, dan Richard Moll (1969), "The Adjusment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, Februari, vol 10 no — h 1-21
- \_\_\_\_\_, (1970) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Emperical Work", *Journal of Finance* 25, h 383-417

- Frech, Kenneth, dan Richard Roll (1986), "Stock Return Variances: the arrival of new information and the reaction of traders", *Journal of Financial Economics* 17, 5-26
- Frech, Kenneth R, Richard Leftwich, dan William Uhrig (1989), " The Effect of Scheduled Announcements on Futures Markets" , *Tidak dipublikasikan*, Universitas of Chicago
- Hanafi, Mamduh, dan Husnan S (1991), *Prilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta selama Tahun 1990*, manajemen dan Usahawan Indonesia, November
- Harijono (1999), *Event Study*, Penerbit Fakultas Ekonomi UKSW
- Harvey, Campbell R, dan Roger D Huang (1991), "Volatility in The Foreign Currency Futures Market", *Review of Financial Studies* 4, h 543-569
- Houlthousen R dan R Verrechia (1990), "The Effect of Informedness and Consensus on Prices and Trading Volume Behavior", *Accounting Review* no 65, h 191-208
- Jogiyanto HM (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE, edisi pertama
- Kalra, Rajiv, Gleen V Henderson Jr, dan Gary A Raines (1993), "Effect of The Chernobyl Nuclear Accident on Utility Share prices", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Spring, Vol 32 no 2, h 52-57
- Kim O dan R.E. Verrechia (1991a), "Trading Volume and Price Reaction to Public Announcement", *Journal Accounting*, no 29, h 302-321
- \_\_\_\_\_ (1991b), "Market Reaction to Anticipated Announcement", *Jornal of Financial Economics*, no 30, h 273-309
- Kritzman, Mark P (1994), "What Pracitioners Need To Know About Event Studies", *Financial Analyst Jornal*, November-Desember, h 17-20
- Lena T C Y (1999), "Pengaruh Informasi Arus Kas terhadap Volume Perdagangan Saham di Pasar Modal", *Jurnal Akutansi*, Simposium Nasional Akutansi II
- Mansur, Iqbal, Stephen J Cochran, dan Gregory L Froiro (1989), "The Relationship between The Return Levels of Airline Companies and Unanticipated Event: the Case of the 1979 DC 10 Grounding", *Logistics and Transportation Review*, Desember 1989, h 355-365
- Mark L, Mitchell, dan J Harold Mulherin (1994), "The Impact of Public Information on The Stock Market", *The Journal of Finance*, vol XLIX, no 3, h 923-950

- Frech, Kenneth, dan Richard Roll (1986), "Stock Return Variances: the arrival of new information and the reaction of traders", *Journal of Financial Economics* 17, 5-26
- Frech, Kenneth R, Richard Leftwich, dan William Uhrig (1989), " The Effect of Scheduled Announcements on Futures Markets" , *Tidak dipublikasikan*, Universitas of Chicago
- Hanafi, Mamduh, dan Husnan S (1991), *Prilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta selama Tahun 1990*, manajemen dan Usahawan Indonesia, November
- Harijono (1999), *Event Study*, Penerbit Fakultas Ekonomi UKSW
- Harvey, Campbell R, dan Roger D Huang (1991), "Volatility in The Foreign Currency Futures Market", *Review of Financial Studies* 4, h 543-569
- Houlthousen R dan R Verrechia (1990), "The Effect of Informedness and Consensus on Prices and Trading Volume Behavior", *Accounting Review* no 65, h 191-208
- Jogiyanto HM (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE, edisi pertama
- Kalra, Rajiv, Gleen V Henderson Jr, dan Gary A Raines (1993), "Effect of The Chernobyl Nuclear Accident on Utility Share prices", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Spring, Vol 32 no 2, h 52-57
- Kim O dan R.E. Verrechia (1991a), "Trading Volume and Price Reaction to Public Announcement", *Journal Accounting*, no 29, h 302-321
- \_\_\_\_\_ (1991b), "Market Reaction to Anticipated Announcement", *Journal of Financial Economics*, no 30, h 273-309
- Kritzman, Mark P (1994), "What Pracitioners Need To Know About Event Studies", *Financial Analyst Jornal*, November-Desember, h 17-20
- Lena T C Y (1999), "Pengaruh Informasi Arus Kas terhadap Volume Perdagangan Saham di Pasar Modal", *Jurnal Akutansi*, Simposium Nasional Akutansi II
- Mansur, Iqbal, Stephen J Cochran, dan Gregory L Froiro (1989), "The Relationship between The Return Levels of Airline Companies and Unanticipated Event: the Case of the 1979 DC 10 Grounding", *Logistics and Transportation Review*, Desember 1989, h 355-365
- Mark L, Mitchell, dan J Harold Mulherin (1994), "The Impact of Public Information on The Stock Market", *The Journal of Finance*, vol XLIX, no 3, h 923-950

- Marston, Felicia (1996), "Differences in Information and Common Stock Return: Estimation Risk or Unequal Distribution of Information?", *The Financial Review*, November, h 831-857
- Marwan AS, Faizal AS (1998), "Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri, Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996" *Kelola*, No. 18/VII/1998, h 137-153
- Namusisi, Fatumah N (1996), "Analysist of Stock Price Response to Share Listing on Jakarta Stock Exchange: AN Efficient Capital Market Test", *Thesis tidak dipublikasikan, Universitas Gajahmada, Jogjakarta*
- Niederhoffer, Victor (1971), "The Analysist of World Events and Stock Prices", *Journal of Business* 44, 193-219
- Peterson, Pamela (1989), "Events Studies: A Review of Issues and Methodology", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Summer, vol 28 no 3, h 36-66
- Paultje, Novi (2001), "Reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Kabinet Baru", *Internship, tidak dipublikasikan, Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang*
- Robert Schweitzer (1989), "How Do Stock Return React to Special Events", *Federal Reserve Bank of Philadelpia*
- Susiyanto, ME (1997), "Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia: Bentuk Lemah dan Bentuk Setengah Kuat pada Periode 1994-1996", *Intrenship, tidak dipublikasikan, Magister Managemen Universitas Gajahmada, Yogyakarta*
- Schwert G, William (1981), "The Adjusment of Stock Prices to Information About Inflation", *Journal of Finance* 36, h 15-29
- Tatiek N, Mutaminah, Siyamtiyah (1999), "Reaksi Harga Saham di BEJ terhadap Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Soeharto", *Jurnal Bisnis Strategi*, vol 4, h 25-39