

332-6  
Asm  
R e

**REAKSI PASAR MODAL INDONESIA TERHADAP  
PEMILU 2004  
(STUDI KASUS SAHAM LQ 45 DI BURSA EFEK JAKARTA)**

**TESIS**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi



Diajukan oleh :  
**Nama : Melia Asmita**  
**NIM : C4C 002 355**

**Kepada  
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
TAHUN 2005**

Tesis berjudul

**REAKSI PASAR MODAL INDONESIA TERHADAP PEMILU 2004  
(STUDI KASUS SAHAM LQ 45 DI BURSA EFEK JAKARTA)**

yang dipersiapkan dan disusun oleh

**MELIA ASMITA**

telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 25 Februari 2005  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

**Susunan Tim Penguji**

Pembimbing Utama/Ketua

Pembimbing/Anggota

**Drs. M Kholiq Mahfud, M.Si**

**Drs. Basuki Hadiprayitno, MBA, M.Acc**

**Anggota Tim Penguji**

**Drs. Abdul Rohman, M.Si**

**Dr. Drs. Jaka Isgiyarta, M.Si**

**Drs. Agus Purwanto, M.Si**

Semarang, Maret 2005  
Universitas Diponegoro  
Program Pasca Sarjana  
Program Studi Magister Akuntansi  
Ketua Program



**Dr. Drs. Mochamad Nasir, M.Si**

## PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Melia Asmita

NIM : C4C002355

menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya sendiri, belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan pada Perguruan Tinggi lain dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis/diterbitkan orang lain kecuali secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam Daftar Pustaka.

Semarang, Februari 2005



Melia Asmita  
NIM. C4C002355

*Do More*

*Do More Than Exist, Live*

*Do More Than Touch, Feel*

*Do More Than Look, Observe*

*Do More Than Hear, Listen*

*Do More Than Listen, Understand*

*Do More Than Think, Ponder*

*Do More Than Talk, Say Something !*

*By :*

*Unknown*

## HALAMAN PERSEMBAHAN

*Tesis ini kupersembahkan untuk kedua orang tuaku.*

*Papi Mami,*

*Terima Kasih atas seluruh doa, cinta kasih, semangat, dukungan, dan kepercayaan yang diberikan disepanjang kehidupanku. Selalu berada disampingku dan memberikan semua hal yang terbaik bagi kehidupanku.*

*I'm lucky to have you all in my life.*

## ABSTRAKSI

Pasar modal merupakan salah satu instrumen ekonomi yang mengalami perkembangan pesat, dijadikan indikator dan penunjang kemajuan perekonomian suatu negara. Pasar modal memberikan reaksi terhadap peristiwa yang memiliki kandungan informasi, baik peristiwa ekonomi ataupun peristiwa non ekonomi. Peristiwa politik berkaitan erat dengan stabilitas dan kinerja perekonomian suatu negara. Di Indonesia, peristiwa politik tampaknya sudah tidak bisa dipisahkan dari reaksi yang terjadi dalam pasar modal.

Penelitian ini mencoba untuk menganalisis reaksi pasar modal terhadap peristiwa politik di Indonesia, dalam hal ini Pemilu 2004 yang berlangsung dalam 3 tahapan. Reaksi pasar modal diukur dengan melihat *abnormal return* dan *trading volume activity* saham. Pengujian reaksi pasar menggunakan tehnik analisis *event study* dan pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive random sampling* dari saham LQ 45 di BEJ selama periode pengamatan. *Abnormal return* dihitung berdasarkan *expected return* yang diperoleh dengan menggunakan *Single Index Market Model (SIMM)*.

Hasil penelitian menunjukkan adanya *abnormal return* yang signifikan yang terjadi disepertar Pemilu 2004. Pengujian terhadap perbedaan rata-rata *abnormal return* dan rata-rata *trading volume activity* sebelum dan sesudah peristiwa tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Sedangkan pengujian terhadap perbedaan reaksi yang diberikan pasar melalui *abnormal return* yang terjadi disepertar tahapan Pemilu 2004 memperlihatkan hasil yang signifikan.

Kata-kata Kunci: Reaksi Pasar Modal, *Event Study*, *Abnormal Return*, *Trading Volume Activity*

## **ABSTRACT**

*Capital market is one of the economic instruments with rapid developments. It's become an indicator and supporting economic development of a country. Capital market gives reaction to any event which contents with information, economic event as well as non economic event. Political event have a close relationship with stability and the economic performance of a country. In Indonesia, political event seem can't be separated from reaction in capital market.*

*This research attempt to analyze capital market reaction to political event in Indonesia, in this case Pemilu 2004 organized in 3 phases. Capital market reaction measured by the abnormal return and trading volume activity. The examination of market reaction used event study analysis technique and the samples selected with purposive random sampling method from LQ 45 in BEJ during the observation period. The calculation of abnormal return based from expected return which count by used Single Index Market Model (SIMM).*

*The result shows a significant abnormal return as an outcome around Pemilu 2004. The study didn't find any significant differences in average abnormal return and average trading volume activity before an after the political event. While, the study of difference market reaction through abnormal return in 3 phases of Pemilu 2004 shows a significant result.*

*Keywords: Capital Market Reaction, Event Study, Abnormal Return, Trading Volume Activity*

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan Allah, sebab karena limpahan kasih karuniaNya sehingga dapat diselesaikan penyusunan tesis dengan judul “Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pemilu 2004 (Studi Kasus Saham LQ 45 di Bursa Efek Jakarta)” yang disusun sebagai syarat untuk memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.

Selama penyusunan tesis ini, penulis telah banyak menerima petunjuk, saran, motivasi, bantuan, dukungan dan doa dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis menyampaikan rasa terima kasih kepada :

1. Bapak Drs. Mohammad Nasir, M.Si selaku Direktur Program Studi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro.
2. Bapak Drs. H. M. Kholiq Mahfud, M.Si selaku Dosen Pembimbing Satu yang telah bersedia meluangkan waktu dan pikiran untuk membimbing penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
3. Bapak Drs. Basuki Hadiprayitno, MBA, M.Acc selaku Dosen Pembimbing Dua yang telah bersedia meluangkan waktu dan pikiran untuk membimbing penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
4. Bapak Drs. Abdul Rohman, M.Si, Bapak Drs. Agus Purwanto, M.Si, dan Bapak Dr. Drs. Jaka Isgiyarta, M.Si; selaku Dewan Penguji yang telah bersedia

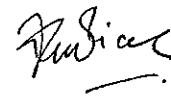
- meluangkan waktu dan pikiran untuk memberikan kritik dan saran yang berguna bagi penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
5. Bapak Prof. Drs. Imam Ghozali, M.Com, Ph.d atas pinjaman referensi yang membantu dalam penyelesaian tesis ini.
  6. Seluruh Staff Pengajar Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Diponegoro yang telah bersedia meluangkan waktu dan pikiran, membagi ilmu dan pengetahuan selama masa pendidikan.
  7. Seluruh Staff Administrasi Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Diponegoro yang selalu membantu urusan LCD, AC, komputer, perpustakaan, minum, surat-surat, sampai slip pembayaran.
  8. Papi dan Mami yang selalu memberikan doa, semangat dan kepercayaan bagi penulis selama ini. I'll be back soon!
  9. Keluarga Besar Erlangga Barat V. Tante Maryati, Inawati, Mbak Roh, Mbak Yatin, Mbak Menik, Septong, n Muchlis Chayank. Mantan Anak-anak ErBar: Mamak Emil, Phen-Phen, Luli, Machicha, Jipun dan Mere Behe, Maniez, Mbak Ina dan Mas Rudy, Indra (Thanks udah nemenin gue ngerjain tesis), Apri, Poer; We are the crazy family and I miss you all ! Anak-anak ErBar: Sar-Doetz, Dita "Melanie Putri", Windy "Wintoel", Nani (Akhirnya kita wisuda bareng), Tia "The Paniks Girl", Richa, Destong & Wanto, Ria, Rani & Wening "Fortune", Ipah Suripah; Adik-adikku yang selalu heboh dan gila.
  10. Teman-teman Maksi Angkatan 8 Sore atas kebersamaannya selama kuliah: Bu Komting Merry (Thanks semua bantuan n tebengannya), Mila (Thanks for

trusting me), Ayu (Thanks konsultasinya), Elisa, Nila, Yanti, Puji, Nana, Ana, Yuli (Thank you ahli komputer), Mugiharto, Ariawan, Samsulihin, Ratno, Medi, Imam, dan Saeful.

11. Teman-teman Angkatan 98, khususnya: Jacinta, Devi, Ratna, Emmy, Iin, Adisti, Ari Virier, Uzrock. My Great Teamwork : Thin-Jack, Cho-Rho, Count-Dome, and Sabeni bin Wonogiri. It was a wonderfull time working together with you all guys.
12. Teman-teman di Jakarta atas doa dan semangatnya : Ajeng, Anggi dan Roy, Angga (Thanks udah nemenin gue nyari jurnal), Sune (Lo boleh puas-puas ngajak gue karaoke sekarang), Cie Reni, Fuad, Anne, Asiang, and all my gank.
13. Berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu, atas doa dan bantuan yang diberikan sehingga tesis ini dapat diselesaikan.

Menyadari bahwa tesis ini tidaklah sempurna, namun kiranya dapat menjadi satu sumbangan bagi pihak yang berkepentingan dan diharapkan saran serta masukan yang membangun untuk perbaikan pada kesempatan mendatang.

Semarang, Februari 2005  
Penulis



( Melia Asmita, SE )

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
HALAMAN PERNYATAAN.....	iii
HALAMAN MOTTO.....	iv
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	v
ABSTRAKSI.....	vi
<i>ABSTRACT</i> .....	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
<b>BAB I</b> <b>PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	9
1.3. Tujuan Penelitian.....	9
1.4. Manfaat Penelitian.....	10
<b>BAB II</b> <b>TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS</b>	
2.1. Telaah Pustaka.....	11
2.1.1. Pasar Modal.....	11
2.1.2. Informasi di Pasar Modal dan Efisiensi Pasar.....	12
2.1.3. <i>Event Study</i> .....	15
2.1.4. <i>Abnormal Return</i> .....	16
2.1.5. <i>Trading Volume Activity</i> .....	16
2.1.6. Teori Insentif.....	17
2.2. Penelitian Terdahulu dan Perumusan Hipotesis.....	17
2.2.1. <i>Event Study</i> .....	17
2.2.2. <i>Abnormal Return</i> .....	19
2.2.3. <i>Trading Volume Activity</i> .....	21
2.2.4. Hubungan Antar Reaksi Pasar Modal.....	22
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	26
<b>BAB III</b> <b>METODE PENELITIAN</b>	
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	28
3.2. Populasi dan Tehnik Pengambilan Sampel.....	29
3.3. Definisi Operasional Variabel.....	30
3.3.1. Identifikasi Peristiwa dan Periode Pengamatan.....	30
3.3.2. <i>Return Saham</i> dan <i>Return Pasar</i> .....	33
3.3.3. <i>Abnormal Return</i> .....	33
3.3.4. <i>Trading Volume Activity</i> .....	34

3.4.	Teknik Analisis Data.....	34
	3.4.1. Pengujian Hipotesis 1.....	34
	3.4.2. Pengujian Hipotesis 2.....	37
	3.4.3. Pengujian Hipotesis 3.....	38
	3.4.4. Pengujian Hipotesis 4.....	39
<b>BAB IV</b>	<b>PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN</b>	
4.1.	Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	40
4.2.	Statistik Deskriptif.....	44
4.3.	Uji Hipotesis.....	46
	4.3.1. Pengujian Hipotesis 1.....	49
	4.3.2. Pengujian Hipotesis 2.....	51
	4.3.3. Pengujian Hipotesis 3.....	53
	4.3.4. Pengujian Hipotesis 4.....	57
4.4.	Hasil dan Interpretasi Hasil Penelitian.....	59
	4.4.1. Analisis Hasil Pengujian <i>Abnormal Return</i> .....	59
	4.4.2. Analisis Hasil Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Peristiwa Pemilu.....	64
	4.4.3. Analisis Hasil Pengujian Perbedaan Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Sesudah Peristiwa.....	66
	4.4.4. Analisis Hasil Pengujian Perbedaan <i>Abnormal Return</i> Antar Pemilu.....	71
<b>BAB V</b>	<b>KESIMPULAN DAN SARAN</b>	
5.1.	Kesimpulan.....	73
5.2.	Keterbatasan dan Saran.....	74
	<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>76</b>

## DAFTAR TABEL

TABEL 1.1.	IHSG DAN INDEKS LQ 45 DI BEJ.....	7
TABEL 2.1.	RINGKASAN PENELITIAN TERDAHULU <i>EVENT STUDY</i> REAKSI PASAR MODAL TERHADAP PERISTIWA DILUAR EKONOMI.....	24
TABEL 2.1.	LANJUTAN RINGKASAN PENELITIAN TERDAHULU <i>EVENT STUDY</i> REAKSI PASAR MODAL TERHADAP PERISTIWA DILUAR EKONOMI.....	25
TABEL 4.1.	DAFTAR SAMPEL SAHAM LQ 45.....	43
TABEL 4.1.	LANJUTAN DAFTAR SAMPEL SAHAM LQ 45.....	44
TABEL 4.2.	STATISTIK DESKRIPTIF VARIABEL PENELITIAN.....	46
TABEL 4.3.	ALPHA-BETA SAHAM SAMPEL.....	47
TABEL 4.3.	LANJUTAN ALPHA-BETA SAHAM SAMPEL.....	48
TABEL 4.4.	HASIL ANALISIS <i>ONE-SAMPLE T TEST ABNORMAL</i> <i>RETURN</i> .....	50
TABEL 4.5.	HASIL ANALISIS <i>PAIRED-SAMPLE T TEST AVERAGE</i> <i>ABNORMAL RETURN</i> .....	52
TABEL 4.6.	HASIL ANALISIS <i>PAIRED-SAMPLE T TEST ABNORMAL</i> <i>RETURN</i> .....	53
TABEL 4.7.	TOTAL JUMLAH SAHAM BEREDAR.....	54
TABEL 4.8.	HASIL ANALISIS <i>PAIRED-SAMPLE T TEST AVERAGE</i> <i>TRADING VOLUME ACTIVITY</i> .....	55

TABEL 4.9. HASIL ANALISIS <i>PAIRED-SAMPLE T TEST TRADING</i> <i>VOLUME ACTIVITY</i> .....	56
TABEL 4.10. HASIL PENGUJIAN <i>MULTIPLE COMPARISONS ABNORMAL</i> <i>RETURN</i> .....	58
TABEL 4.11. <i>ABNORMAL RETURN</i> .....	59
TABEL 4.12. <i>TRADING VOLUME ACTIVITY</i> .....	68

## DAFTAR GAMBAR

GAMBAR 1.1. IHSG DI BEJ SEPUTAR PEMILU 2004.....	7
GAMBAR 1.2. INDEKS LQ 45 DI BEJ SEPUTAR PEMILU 2004.....	8
GAMBAR 2.1. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS.....	27
GAMBAR 3.1. PERIODE WAKTU PENELITIAN DI BEJ.....	32
GAMBAR 4.1. <i>ABNORMAL RETURN</i> SEPUTAR PEMILU 2004.....	60
GAMBAR 4.2. <i>TRADING VOLUME ACTIVITY</i> SEPUTAR PEMILU 2004...	69

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian
Lampiran 2	<i>Closing Price</i> Saham Sampel
Lampiran 3	<i>Return</i> Saham Sampel dan <i>Return</i> Pasar
Lampiran 4	Alpha-Beta Saham Sampel
Lampiran 5	<i>Expected Return</i> Saham Sampel
Lampiran 6	<i>Abnormal Return</i> Saham Sampel
Lampiran 7	<i>Output One-Sample T Test Abnormal Return</i>
Lampiran 8	<i>Output Paired-Samples T Test Average Abnormal Return</i>
Lampiran 9	<i>Output Paired-Samples T Test Abnormal Return</i>
Lampiran 10	Volume Perdagangan Saham Sampel
Lampiran 11	<i>Trading Volume Activity</i> Saham Sampel
Lampiran 12	<i>Output Paired-Samples T Test Average Trading Volume Activity</i>
Lampiran 13	<i>Output Paired-Samples T Test Trading Volume Activity</i>
Lampiran 14	<i>Output One-Way Anova Abnormal Return</i>

## BAB I PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan pasar dari sejumlah instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjual-belikan, dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pihak pemerintah maupun perusahaan swasta. Disamping itu pasar modal merupakan salah satu sarana yang dapat digunakan untuk menyalurkan dana dari pihak yang mempunyai kelebihan dana kepada pihak yang membutuhkan dana. Pasar modal merupakan salah satu instrumen ekonomi pada dewasa ini yang mengalami perkembangan sangat pesat, dijadikan indikator dan penunjang kemajuan perekonomian suatu negara. Investor mulai tertarik dengan pasar modal sebagai salah satu sarana investasi dengan tujuan untuk mendapatkan dividen atau *capital gain*.

Investor mengenal dua model analisis sebagai dasar untuk mengambil keputusan investasi, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Analisis teknikal memperhatikan pergerakan harga saham atau *retun* saham dalam pasar modal, yang antara lain disebabkan oleh informasi di seputar masalah dan kebijakan ekonomi, politik, sosial, lingkungan dan hak asasi manusia (HAM). Sebagai salah satu instrumen ekonomi, maka pasar modal tidak dapat dipisahkan dari berbagai hal yang terjadi disekelilingnya. Semakin penting peranan pasar modal didalam perekonomian dari suatu negara, maka semakin sensitif pasar modal terhadap hal-hal yang mempengaruhinya. Peristiwa yang memiliki kandungan informasi dapat menyebabkan pasar bereaksi saat menerima informasi peristiwa tersebut. Walaupun

isu diluar masalah dan kebijakan ekonomi tidak memiliki pengaruh secara langsung terhadap aktivitas pasar modal, namun seringkali hal itu justru yang menyebabkan guncangan dalam bursa, terutama untuk pasar modal yang belum kuat seperti Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang mudah terpengaruh oleh adanya berbagai isu. Kegiatan di pasar modal sangat dipengaruhi oleh munculnya informasi, baik itu informasi yang benar maupun informasi yang tidak benar. Sering terlihat, harga saham mengalami kenaikan atau penurunan akibat beredarnya informasi yang dapat dipertanggungjawabkan maupun yang hanya bersifat rumor. Reaksi pasar dapat diukur dengan melihat *abnormal return* saham yang diterima investor dan perubahan volume perdagangan yang ditunjukkan dengan meningkatnya aktivitas perdagangan saham di pasar modal.

Dewasa ini, khususnya di Indonesia, peristiwa politik tampaknya sudah tidak bisa dipisahkan dari reaksi yang terjadi dalam pasar modal. Peristiwa politik berkaitan erat dengan stabilitas dan kinerja perekonomian suatu negara. Ada beberapa peristiwa politik yang cenderung memperoleh respon yang besar dari para pelaku pasar, seperti kudeta, pergantian rezim, pemilihan presiden, dan kerusuhan (Asri dan Setiawan, 1998, h.138); dan Indonesia termasuk dalam negara yang memiliki kategori beresiko sangat tinggi (Sunarto, 2000, h.63).

Beberapa penelitian pernah dilakukan untuk mengetahui pengaruh peristiwa politik terhadap reaksi pasar modal. Homaifar dalam Purboyono (2002, h.3) melakukan penelitian terhadap hubungan antara pemilihan presiden Amerika dan *return* saham industri perdagangan. Penelitian lain mengenai reaksi pasar modal terhadap reunifikasi Jerman, menyimpulkan bahwa informasi reunifikasi Jerman baik

yang termasuk kategori berita baik atau berita buruk menyebabkan investor melakukan revisi terhadap perkiraan *return* yang akan diperoleh dengan investasi mereka (Sultan, 1995). Abrahamson dan Amir (1996) juga melakukan penelitian terhadap pengaruh surat presiden terhadap pemegang saham.

Penelitian mengenai reaksi pasar modal di Indonesia terhadap peristiwa politik dilakukan oleh Asri dan Setiawan (1998) terhadap peristiwa 27 Juli 1996 dan reaksi harga saham terhadap pengunduran diri Soeharto oleh Nurhayatie, dkk (1999), pada umumnya menunjukkan adanya indikasi bahwa peristiwa politik tersebut direspon oleh investor dan mempengaruhi aktivitas pasar modal seperti harga saham yang memberikan *abnormal return*, maupun peningkatan terhadap frekuensi dan volume perdagangan.

Sangat menarik untuk melakukan penelitian mengenai reaksi pasar modal terhadap peristiwa politik yang terjadi di Indonesia. Memasuki tahun 2004, Indonesia menghadapi serangkaian agenda kegiatan politik yang padat. Untuk pertama kalinya, Indonesia melaksanakan Pemilihan Umum (Pemilu) secara langsung untuk memilih anggota legislatif, presiden dan wakil presiden. Pemilu 2004 berlangsung dalam suatu rangkaian yang dibagi dalam 3 tahapan pelaksanaan, sebagai berikut:

1. Pemilu 1 dilaksanakan tanggal 5 April 2004, memilih anggota legislatif (DPR Pusat dan DPR Daerah).
2. Pemilu 2 dilaksanakan tanggal 5 Juli 2004, memilih pasangan presiden dan wakil presiden tahap pertama.
3. Pemilu 3 dilaksanakan tanggal 20 September 2004, memilih pasangan presiden dan wakil presiden tahap kedua.

Pemilu 2004 dikhawatirkan dapat menjadi hambatan bagi pemulihan perekonomian Indonesia, namun sekaligus bisa jadi merupakan titik balik kebangkitan perekonomian Indonesia. Banyak pihak menunggu hasil Pemilu 2004 dengan kekhawatiran dan harapan yang beraneka ragam. Secara langsung Pemilu 2004 mempengaruhi kestabilan situasi politik dan keamanan, hal ini juga menyebabkan indikator ekonomi makro tahun 2004 tidak sebaik pada tahun 2003 (*Review Artikel Primus, 2004, h.15*).

Kalangan pasar modal mencermati dengan serius perkembangan politik selama Pemilu. Para pemodal yang cerdas sudah menyiapkan sejumlah skenario untuk mempertahankan nilai portofolionya. Pada awal 2004, pemodal lebih mengambil langkah aman dengan "*wait and see*" terhadap kondisi pasar. Pemodal yang sudah memiliki potensi untung besar dan mengetahui adanya indikasi ketidakpastian politik dan keamanan segera melakukan *profit taking* (*Review Artikel Primus, 2004, h.15-16*). Kegagalan terhadap Pemilu 2004 dapat menyebabkan terpuruknya kembali perekonomian Indonesia.

Kegairahan pasar modal Indonesia selama tahun 2003 sulit berlanjut pada tahun 2004 bila Pemilu gagal melahirkan pemimpin yang mampu membawa bangsa ini keluar dari krisis (*Primus, 2004, h.14*). Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang tahun 1998 merosot sampai berada dibawah kisaran 400 (*Sunarto, 2000, h.63*), perlahan mengalami peningkatan hingga tahun 2003 mencapai level 600. Sepanjang tahun 2004 pasar modal mengharapkan IHSG dapat terus mengalami peningkatan yang signifikan. Sampai 20 April 2004, IHSG berhasil menembus level 800 yang merupakan level tertinggi sepanjang sejarah pasar modal Indonesia. Pencapaian ini

antara lain disebabkan oleh keberhasilan Pemilu legislatif dan kondisi politik dan keamanan yang relatif stabil. Kondisi positif ini terus berlanjut dengan baik hingga berakhirnya rangkaian Pemilu 2004.

Masa kampanye partai-partai politik dan pelaksanaan Pemilu 1 yang mengawali rangkaian tahapan Pemilu 2004 semula dikhawatirkan oleh banyak pihak dapat mengalami kekacauan, namun akhirnya dapat berjalan dengan aman dan damai. Keberhasilan pelaksanaan Pemilu 1 dianggap sangat menentukan dalam meningkatkan iklim investasi yang positif bagi Indonesia di masa mendatang (*Review Finansial Kompas*, Februari-April 2004). Hal ini ditanggapi secara positif dengan meningkatnya keyakinan dan ekspektasi para pelaku pasar modal terhadap keberhasilan tahapan Pemilu 2004 berikutnya.

Memasuki tahapan Pemilu 2, kondisi pasar modal Indonesia dinilai para analis mengalami kelesuan. Hal ini ditandai dengan menurunnya nilai IHSG yang kembali pada level 700 dan rendahnya aktivitas perdagangan saham harian selama masa kampanye. Menjelang hari pelaksanaan Pemilu 2, pasar kembali bergairah, ditandai dengan meningkatnya nilai IHSG dan aktivitas perdagangan saham (*Review Bursa & Uang Bisnis Indonesia*, Mei-Juli 2004). Walaupun selama masa kampanye calon presiden dan wakil presiden dinilai oleh banyak pihak berjalan relatif aman dan terkendali, namun para pelaku pasar lebih mengambil sikap berhati-hati dalam mengambil keputusan terhadap nilai portofolionya. Para pelaku pasar menyiapkan skenario terbaik mereka pada saham-saham unggulan untuk dapat melakukan *profit taking* sebagai reaksi terhadap hasil yang dicapai pada Pemilu 2.

Tahapan Pemilu 3, diawali dengan berbagai teror bom dan gangguan keamanan lain yang terjadi di beberapa wilayah Indonesia. Banyak pihak menyatakan keresahannya terhadap kondisi keamanan Indonesia dan kelancaran tahapan pelaksanaan Pemilu 3. Pemerintah bekerja keras untuk menjaga kestabilan pertahanan dan keamanan negara. Hal ini dilihat oleh banyak pihak sebagai usaha yang positif dan meningkatkan kepercayaan pasar terhadap pemerintah. IHSG kembali meningkat dan bertahan pada level 800 disekitar hari-hari pelaksanaan Pemilu 3 (*Review Bursa & Uang Bisnis Indonesia*, Juli-September 2004). Melihat kondisi tersebut, para pelaku pasar kembali menyiapkan sejumlah skenario yang dianggap tepat dengan menahan saham-saham unggulan yang mungkin dapat memberikan keuntungan maksimal setelah pelaksanaan Pemilu 3.

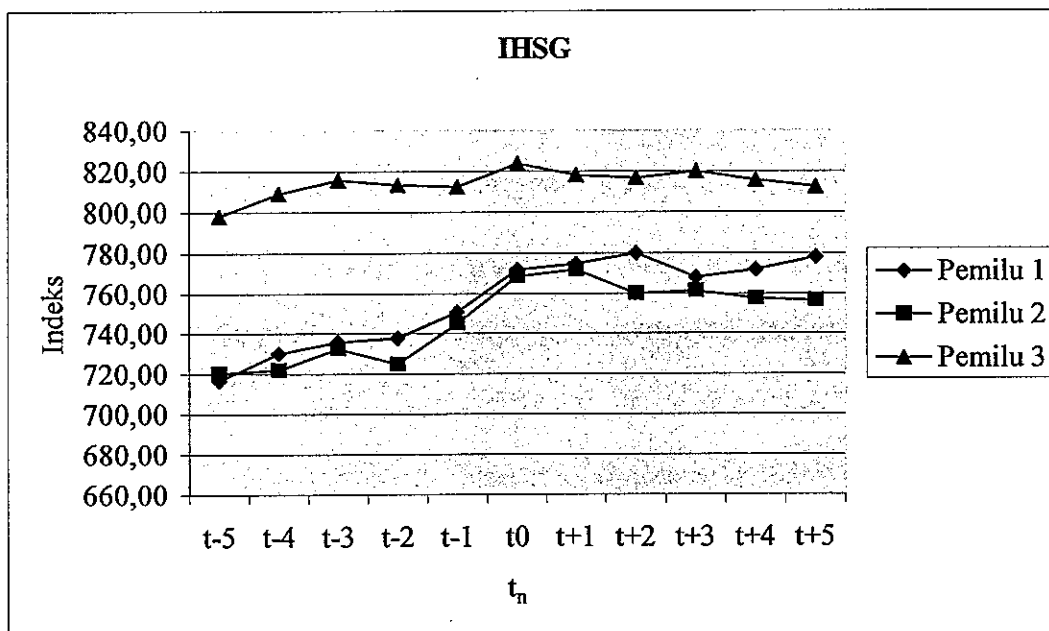
Pelaksanaan kampanye dan tahapan Pemilu 2004 yang dapat berjalan dengan aman dan lancar, meningkatkan keyakinan dan ekspektasi pelaku pasar modal terhadap perekonomian Indonesia dimasa mendatang. Hal ini dapat dilihat dari adanya peningkatan pada IHSG dan Indeks LQ 45 yang berkesinambungan disekitar hari-hari pelaksanaan tahapan Pemilu 2004 pada tabel 1.1. Pada akhir tahun 2004, nilai IHSG sudah mencapai kisaran diatas 1000 dan dapat terus meningkat dengan semakin membaiknya kondisi politik dan ekonomi di Indonesia (*Review Finansial Kompas*, Januari 2005). Peningkatan pada IHSG dan LQ 45 ini diharapkan dapat dijadikan bahan acuan bagi para pelaku pasar modal untuk dapat bersikap lebih optimis dalam menghadapi Pemilu dan peristiwa-peristiwa politik lainnya dimasa mendatang.

TABEL 1.1.  
IHSB DAN LQ 45 DI BEJ SEPUTAR PEMILU 2004

t <sub>n</sub>	IHSB			Indeks LQ 45		
	Pemilu 1	Pemilu 2	Pemilu 3	Pemilu 1	Pemilu 2	Pemilu 3
t <sub>5</sub>	716,92	720,54	797,78	156,05	157,85	172,68
t <sub>4</sub>	730,06	722,29	809,02	159,01	158,10	176,48
t <sub>3</sub>	735,68	732,40	815,49	159,88	160,31	177,94
t <sub>2</sub>	737,65	725,06	813,06	160,71	159,06	177,59
t <sub>1</sub>	750,65	745,03	812,17	163,42	163,69	177,52
t <sub>0</sub>	771,55	768,26	823,86	167,51	169,41	179,81
t <sub>+1</sub>	774,40	771,66	818,23	169,00	170,34	178,59
t <sub>+2</sub>	779,62	759,74	816,76	170,39	167,24	177,15
t <sub>+3</sub>	767,81	761,14	819,82	167,72	167,66	178,02
t <sub>+4</sub>	771,74	757,58	815,58	168,80	166,18	177,12
t <sub>+5</sub>	777,99	756,58	812,13	170,21	166,06	176,13

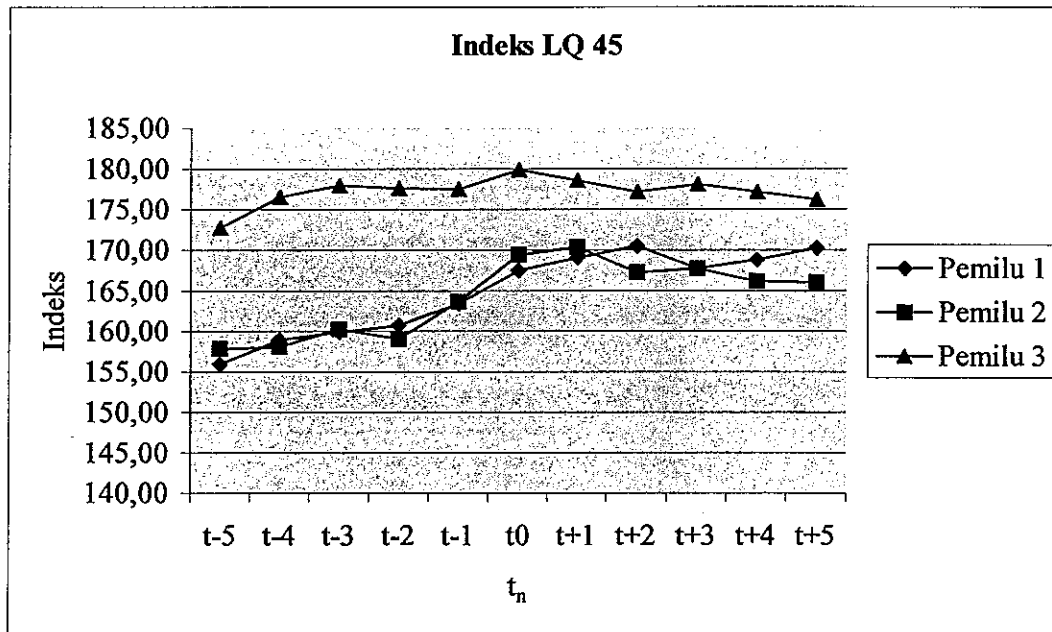
Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2004

GAMBAR 1.1.  
IHSB DI BEJ SEPUTAR PEMILU 2004



Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2004

GAMBAR 1.2.  
INDEKS LQ 45 DI BEJ SEPUTAR PEMILU 2004



Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2004

Penelitian ini dikembangkan untuk menguji pergerakan harga saham yang dilihat dari ada tidaknya signifikansi *abnormal return* yang terjadi pada hari-hari di sekitar peristiwa politik yaitu rangkaian tahapan Pemilu 2004. Menguji apakah ada perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah terjadinya Pemilu dan menguji apakah rangkaian Pemilu 2004 tersebut mempengaruhi aktivitas volume perdagangan di BEJ atau tidak. Selain itu, penelitian ini juga dikembangkan untuk menguji apakah *abnormal return* yang terjadi di seputar peristiwa Pemilu memiliki perbedaan untuk Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3.

## 1.2. Perumusan Masalah

Rangkaian tahapan Pemilu 2004 dapat menyebabkan terjadinya fluktuasi pada IHSG, Indeks LQ 45, harga saham, dan volume perdagangan. Fluktuasi ini akibat reaksi pasar modal, ekspektasi pasar, dan pengambilan keputusan investasi yang berkaitan dengan Pemilu 2004. Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dikemukakan diatas, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah terdapat *abnormal return* yang diperoleh para investor di seputar pelaksanaan tahapan Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 ?
2. Apakah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 ?
3. Apakah terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan di BEJ sebelum dan sesudah Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 ?
4. Apakah terdapat perbedaan reaksi yang terjadi di pasar modal pada Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 melalui *abnormal return* yang diperoleh para investor ?

## 1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini meliputi:

1. Menguji reaksi pasar modal terhadap Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 yang dilihat melalui parameter *abnormal return* saham selama jangka waktu pelaksanaan tahapan Pemilu 2004.
2. Menguji reaksi pasar modal terhadap Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 yang dilihat melalui perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu selama jangka waktu pelaksanaan tahapan Pemilu 2004.

3. Menguji reaksi pasar modal terhadap Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 yang dilihat melalui perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah Pemilu selama jangka waktu pelaksanaan tahapan Pemilu 2004.
4. Menguji perbedaan reaksi pasar modal yang terjadi terhadap Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 yang dilihat melalui parameter *abnormal return* saham yang terjadi selama jangka waktu pelaksanaan tahapan Pemilu 2004.

#### **1.4. Manfaat Penelitian**

Manfaat yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah:

1. Bagi Emiten, penelitian ini dapat menjadi bahan masukan, pertimbangan, dan informasi dalam mengambil kebijakan dan keputusan pada saat terjadi peristiwa politik atau non ekonomi.
2. Bagi Investor, penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan dan masukan dalam pengambilan keputusan pada saat melakukan pembelian/penjualan saham ketika terjadi peristiwa politik atau non ekonomi.
3. Bagi Pemerintah, penelitian ini dapat menjadi bahan untuk memahami sensitivitas investor dengan selalu berupaya menciptakan stabilitas politik, keamanan, dan ekonomi, menjamin tetap bergairahnya pasar modal Indonesia.
4. Bagi Akademisi, penelitian ini dapat menjadi bahan referensi dalam melakukan penelitian selanjutnya dimasa mendatang mengenai reaksi pasar modal terhadap peristiwa politik atau non ekonomi.

## BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

### 2.1. Telaah Pustaka

#### 2.1.1. Pasar Modal

Pasar modal merupakan indikator dan penunjang kemajuan perekonomian suatu negara. Oleh karena itu pasar modal memiliki peranan yang penting dalam kehidupan ekonomi, terutama dalam kegiatan alokasi dana masyarakat. Pasar modal menjadi salah satu alternatif bagi masalah pembiayaan dan kegiatan investasi masyarakat. Pasar modal memberikan kemudahan kepada pihak yang memiliki kelebihan dana dan pihak yang membutuhkan dana untuk melakukan kegiatan investasi. Dengan adanya pasar modal, semakin banyak perusahaan yang melakukan *go public*, sehingga sebagian saham perusahaan dapat dimiliki oleh masyarakat luas sebagai salah satu bentuk pemerataan pendapatan. Perusahaan yang melakukan *go public* dituntut untuk menyajikan informasi secara terbuka kepada masyarakat, hal ini meningkatkan kualitas dan kinerja profesionalisme perusahaan. Perusahaan dengan produk dan aktivitas yang lebih menguntungkan akan mendapatkan kesempatan memperoleh dana masyarakat yang lebih besar dibanding perusahaan yang kurang menguntungkan. Masyarakat pemegang saham perusahaan yang mempunyai prospek baik akan memperoleh *capital gain* lebih besar dibandingkan masyarakat pemegang saham perusahaan yang kurang menguntungkan (Na'im, 1997, h.2).

Kegiatan pasar modal berkenaan dengan penawaran umum dan perdagangan efek dari perusahaan *go public* yang menerbitkan efek serta lembaga dan profesi

yang berkaitan dengan efek dilakukan dalam bursa efek. Menurut Undang-undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, Bursa Efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka. Efek merupakan surat berharga, yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek. (Ang, 1997, h.34).

#### 2.1.2. Informasi di Pasar Modal dan Efisiensi Pasar

Informasi memegang peranan penting dalam melakukan investasi, terutama dalam pasar modal. Fakta bahwa pasar menggabungkan preferensi-preferensi individual menjadikan pasar sebagai indikator yang potensial untuk mengetahui permintaan masyarakat akan informasi. Pasar modal menjadi tempat yang menarik untuk melakukan pengamatan atas reaksi-reaksi pasar terhadap informasi akuntansi.

Para pelaku pasar modal selalu berusaha untuk mencari informasi yang dianggap relevan dengan kondisi pasar modal dalam rangka melakukan pengambilan keputusan untuk investasi mereka. Informasi yang diterima para pelaku pasar modal dan akan mempengaruhi harga saham, biasanya sudah terefleksikan didalam harga saham. Untuk itu para pelaku yang berpartisipasi dalam pasar modal selalu melihat kedepan dan mengantisipasi semua informasi yang dianggap penting. Namun perlu disadari, bahwa tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga, bahkan sebagian besar dari informasi yang ada adalah informasi yang tidak relevan dengan aktivitas pasar modal. Oleh karena itu para pelaku pasar modal harus dapat secara

tepat memilah-milah informasi-informasi yang layak (relevan) untuk dapat dijadikan pertimbangan dalam pengambilan keputusannya.

Keputusan investasi yang diambil pelaku pasar modal menggabungkan berbagai informasi yang mereka terima, baik informasi akuntansi internal maupun eksternal. Semua informasi yang dianggap relevan dalam mempengaruhi harga sekuritas dapat digunakan pelaku pasar modal dalam proses pengambilan keputusan investasi. Tingkat harga sekuritas merupakan hasil dari sejumlah faktor ekonomi umum, termasuk tingkat bunga, tingkat inflasi dan harapan mengenai kondisi ekonomi secara umum, walaupun setiap sekuritas dapat terpengaruh dengan cara yang berlainan oleh faktor-faktor tersebut (Hendriksen, 2000, h.180).

Seiring dengan semakin pesatnya perkembangan pasar modal, maka semakin sensitif pula suatu pasar modal terhadap informasi yang diterima. Informasi yang diterima berkaitan dengan suatu peristiwa, baik peristiwa ekonomi maupun non ekonomi. Informasi peristiwa tersebut dapat mempengaruhi secara langsung ataupun tidak langsung terhadap kegiatan di bursa. Suatu peristiwa dikatakan mempunyai kandungan informasi jika hal itu merubah perkiraan investor dari distribusi probabilitas *return* atau harga di masa mendatang, artinya bahwa ada perubahan nilai ekuilibrium dari harga pasar saat ini.

Kecepatan reaksi harga saham terhadap suatu peristiwa yang terjadi tergantung pada kekuatan efisiensi suatu pasar. Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi yang tersedia dalam pasar. Semakin efisien suatu pasar, maka semakin cepat pula informasi tersebut dapat terefleksi dalam harga saham (Asri dan Setiawan, 1998, h.141).

*Efficient Market Theory* (EMT) atau pasar yang efisien merupakan suatu pasar bursa dimana efek yang diperdagangkan merefleksikan semua informasi yang mungkin terjadi dengan cepat dan akurat. Konsep ini mengemukakan bahwa pemodal selalu memasukkan unsur informasi yang mereka terima dalam keputusannya, sehingga harga yang berlaku di pasar merupakan refleksi dari informasi yang diterima (Ang, 1997, h.175). Berdasarkan informasi yang tersedia pada suatu pasar bursa, EMT dibagi dalam 3 bentuk:

1. *Weak form* (bentuk lemah)

Pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan informasi masa lalu, sehingga nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang atau mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

2. *Semi-strong form* (bentuk semi-kuat)

Pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, sehingga memungkinkan bagi suatu kelompok investor untuk memperoleh keuntungan yang tidak normal. Dengan demikian pasar akan bereaksi secara cepat setelah menerima informasi.

3. *Strong form* (bentuk kuat)

Pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi, termasuk informasi yang bersifat *private*. Pasar bentuk ini tidak memungkinkan suatu kelompok investor untuk memperoleh keuntungan tidak normal.

### 2.1.3. *Event Study*

*Event study* adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu (Peterson, 1989, h.36). Sedangkan menurut Jogiyanto (2000, h.410), *event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Jadi *event study* dapat digunakan untuk melihat reaksi yang diberikan pasar modal melalui pendekatan pergerakan harga saham terhadap suatu peristiwa tertentu.

*Event study* dikembangkan untuk menganalisis reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan. Peristiwa tersebut meliputi peristiwa ekonomi maupun peristiwa non ekonomi untuk mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham. Selain itu *event study* juga dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa atau pengumuman. Jika suatu peristiwa atau pengumuman memiliki kandungan informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Reaksi pasar dalam *event study* ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari satu ataupun sekelompok sekuritas. Reaksi ini biasanya diukur dengan menggunakan konsep *abnormal return*. Suatu peristiwa atau pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya suatu pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak akan memberikan *abnormal return* kepada pasar.

#### 2.1.4. *Abnormal Return*

*Abnormal return* atau *Excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *normal return*. *Normal return* merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke  $t$  yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. *Return* estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode terjadinya peristiwa (Jogiyanto, 2000, h.433-434).

#### 2.1.5. *Trading Volume Activity (TVA)*

*Trading volume activity (TVA)* atau aktivitas volume perdagangan merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar. Volume perdagangan saham diukur dengan melihat indikator aktivitas volume perdagangan saham. Perubahan volume perdagangan saham di pasar modal menunjukkan aktivitas perdagangan saham di bursa dan mencerminkan keputusan investasi investor. Jika pasar modal memberikan reaksi terhadap suatu informasi, maka terjadi perubahan aktivitas perdagangan saham di bursa. Perhitungan 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 (Asri dan Setiawan, 1998, h.142).

### 2.1.6. Teori Insentif

Teori Insentif Sears dalam Barbara (2001, h.15) menyatakan bahwa seseorang akan mengambil sikap yang memaksimalkan keuntungan. Dalam setiap masalah memiliki sisi kerugian dan sisi keuntungan, individu akan mengambil sisi yang memberikan keuntungan yang lebih besar. Individu dapat melakukan analisis terhadap berbagai alternatif yang tersedia dan mengambil suatu keputusan dari alternatif yang menurutnya dapat memberikan keuntungan yang paling besar. Keputusan yang diambil tersebut dapat dipengaruhi oleh pengalaman masa lalu atau berdasarkan informasi eksternal yang diterima oleh individu tersebut.

## 2.2. Penelitian Terdahulu dan Perumusan Hipotesis

### 2.2.1. *Event Study*

Penelitian dengan *event study* pertama kali dilakukan oleh James Dolley pada tahun 1933, yang menguji pengaruh *stock splits* terhadap kekayaan pemegang saham. Penelitian ini kemudian diikuti dengan penelitian yang dilakukan oleh Myers dan Bakay (1948), Baker (1956, 1957, 1958), Ashley (1962), dan Fama dkk. (1969) dengan metodologi yang semakin disempurnakan (Mackinlay, 1997, h.13-14).

Penelitian *event study* dalam bidang akuntansi dan keuangan diaplikasikan dalam berbagai peristiwa seperti merger dan akuisisi, pengumuman laba, masalah utang atau modal baru, *stock splits*, penawaran perdana, pengumuman deviden, dan pengumuman variabel-variabel makro ekonomi seperti defisit perdagangan atau informasi akuntansi lainnya. Penelitian *event study* dengan peristiwa pemecahan saham oleh Fama, dkk (1969), kemudian dikembangkan oleh Charest (1978) dan

Grinblatt.dkk (1984) menunjukkan adanya *abnormal return* disekitar pengumuman (Jogiyanto, 2000, h.415-419). *Event study* dengan mengambil peristiwa pengumuman deviden antara lain dilakukan oleh Watts (1974), Gonedes (1978), Aharony dan Swary (1980), Woolridge (1982), Asquith dan Mullins (1983), Healy dan Palepu (1988), Kane.dkk (1984), Chang dan Chen (1991), dan Eddy dan Seifert (1992) menunjukkan adanya reaksi pasar terhadap pengumuman deviden (Jogiyanto, 2000, h.419).

Walaupun *event study* memiliki jangkauan yang luas, namun sebagian besar dari penelitian yang ada hanya meneliti hubungan harga saham dengan peristiwa ekonomi. Dua dekade terakhir, *event study* mulai banyak dilakukan pada peristiwa-peristiwa diluar masalah ekonomi (Asri dan Setiawan, 1998, h.141). Semakin banyaknya penelitian berbasis *event study* yang menganalisis hubungan perubahan harga saham dengan berbagai peristiwa atau informasi yang berada diluar atau tidak memiliki hubungan secara langsung dengan aktivitas ekonomi menunjukkan peranan pasar modal semakin terintegrasi dengan kehidupan sosial masyarakat secara umum.

Penelitian *event study* yang mengambil peristiwa diluar masalah ekonomi antara lain dilakukan oleh Mansur, dkk (1989) dalam kasus kegagalan terbang pesawat DC-10, Kalra, dkk (1993) dalam peristiwa kecelakaan reaktor nuklir Chernobyl, Sultan (1995) dalam peristiwa reunifikasi Jerman, dan Asri (1996) dalam peristiwa pengunduran diri Perdana Menteri Jepang Noburu Takeshita, Asri dan Setiawan (1998) dalam peristiwa 27 Juli 1996, Nurhayatie (1999) dan Treisye (2001) yang mengambil peristiwa pergantian presiden Indonesia, dan Roni (2002) dalam peristiwa peledakan bom di BEJ.

### 2.2.2. *Abnormal Return*

*Event study* menganalisis *abnormal return* dari sekuritas yang diperoleh investor disekitar pengumuman suatu peristiwa. Mansur, Cochran, dan Froio (1989) menjadikan kasus kegagalan terbang pesawat DC-10 pada tahun 1979 sebagai latar belakang penelitian *event study*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terjadi *abnormal return* pada saham-saham perusahaan penerbangan yang menggunakan pesawat-pesawat DC-10 di NYSE yang diindikasikan oleh turunnya *return* yang diperoleh investor.

Penelitian tentang hubungan pasar modal dengan masalah lingkungan dan kecelakaan dilakukan oleh Kalra, Henderson, dan Raines (1993) yang mengambil latar belakang peristiwa kecelakaan reaktor nuklir di Chernobyl. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terjadi reaksi harga saham yang negatif bagi saham-saham Amerika di NYSE yang menggunakan tenaga nuklir sebagai sumber energi dalam proses produksinya.

Penelitian mengenai hubungan pasar modal dengan masalah politik dilakukan oleh Asri (1996). Penelitian ini untuk mengetahui keterkaitan antara pergerakan harga saham perusahaan (emiten) Amerika di NYSE yang memiliki *subsidiary* dalam berbagai bentuk di Jepang dengan informasi yang berkaitan dengan mundurnya Perdana Menteri Jepang Noburo Takshita. Hasil yang diperoleh dari penelitiannya adalah adanya *abnormal return* yang signifikan sejalan dengan berita perkembangan kejadian tersebut beberapa hari sebelum *event day* serta pada hari kedua dan sejak hari ketujuh setelah *event day*.

Penelitian serupa dengan latar belakang peristiwa politik Indonesia dilakukan oleh Asri dan Setiawan (1998) dengan menggunakan latar belakang kejadian 27 Juli 1996 terhadap 37 saham perusahaan terdaftar di BEJ. Hasil penelitian menunjukkan adanya *abnormal return* yang signifikan pada 2 hari pengamatan dan terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah peristiwa.

Penelitian *event study* yang lain mengambil latar belakang peristiwa pengumuman pergantian kepemimpinan Soeharto tahun 1998 dilakukan oleh Nurhayatie (1999). Hasil penelitian menunjukkan investor memperoleh *abnormal return* dari peristiwa tersebut.

Penelitian *event study* yang hampir sama juga dilakukan oleh Treisye (2002) dengan menggunakan peristiwa pergantian Presiden Republik Indonesia tanggal 23 Juli 2001. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia (BEJ) menunjukkan reaksi terhadap peristiwa diluar kegiatan ekonomi walaupun secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa.

Berdasarkan hasil-hasil yang diperoleh pada beberapa penelitian terdahulu yang telah dikemukakan diatas, maka penelitian ini dengan mengambil peristiwa Pemilu 2004 menurunkan hipotesis sebagai berikut:

- H1a Terjadi *abnormal return* yang diperoleh investor di seputar pelaksanaan Pemilu 1 tanggal 5 April 2004.
- H1b Terjadi *abnormal return* yang diperoleh investor di seputar pelaksanaan Pemilu 2 tanggal 5 Juli 2004.

- H1c Terjadi *abnormal return* yang diperoleh investor di seputar pelaksanaan Pemilu 3 tanggal 20 September 2004.
- H2a Rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu 1 berbeda.
- H2b Rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu 2 berbeda.
- H2c Rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu 3 berbeda.

### 2.2.3. *Trading Volume Activity (TVA)*

Morse (1981) dalam penelitian mengenai aktivitas volume perdagangan, menggunakan penghitungan selisih antara volume perdagangan sesungguhnya dengan volume perdagangan ekspektasi untuk melihat adanya volume perdagangan *abnormal* atas peristiwa pengumuman laba perusahaan. Abdelsalam dan Satin dalam Barbara (2001, h.14) juga menggunakan pendekatan aktivitas volume perdagangan untuk menguji efisiensi pasar bentuk lemah di pasar modal Arab Saudi. Hasil penelitian yang dilakukan Beaver (1968) menyebutkan terjadinya peningkatan volume transaksi perdagangan pada periode sekitar pengumuman laporan keuangan.

Penelitian yang dilakukan Hanafi, dkk (1996) menyebutkan terjadinya peningkatan volume aktivitas perdagangan pada periode sekitar pengumuman laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di BEJ. Penelitian dengan menggunakan pendekatan volume aktivitas perdagangan saham juga dilakukan oleh Chalimah (1997) dan Hastuti (1998) dengan mengambil *event study* publikasi laporan keuangan perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan perbedaan volume aktivitas perdagangan saham yang signifikan disekitar publikasi laporan keuangan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Asri dan Setiawan (1998) dengan

menguji reaksi pasar terhadap peristiwa 27 Juli 1996, juga menunjukkan bahwa terjadi perbedaan yang signifikan antara volume perdagangan rata-rata saham sebelum dan sesudah peristiwa.

Berdasarkan hasil-hasil yang diperoleh pada beberapa penelitian terdahulu yang telah dikemukakan diatas, maka penelitian ini dengan mengambil peristiwa Pemilu 2004 menurunkan hipotesis sebagai berikut:

- H3a Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum Pemilu 1 berbeda dengan sesudah Pemilu 1.
- H3b Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum Pemilu 2 berbeda dengan sesudah Pemilu 2.
- H3c Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum Pemilu 3 berbeda dengan sesudah Pemilu 3.

#### 2.2.4. Hubungan Antar Reaksi Pasar Modal

Dalam peristiwa Pemilu 2004, para pelaku pasar modal secara otomatis akan melakukan sejumlah transaksi yang mereka anggap dapat memberikan keuntungan maksimal. Dengan menciptakan sejumlah skenario mengenai hasil Pemilu dan kondisi pasar disekitar Pemilu, para pelaku pasar melakukan sejumlah spekulasi terhadap saham-saham terpilih untuk meningkat keuntungannya pada saat yang tepat.

Terdapat sejumlah analisis pasar modal yang disampaikan dalam media massa berkaitan dengan prediksi dan kondisi pasar modal disekitar Pemilu. Analisis ini berkaitan dengan ekspektasi semua pihak terhadap hasil Pemilu 2004 yang akan mempengaruhi stabilitas politik dan ekonomi di Indonesia. Analisis yang ada

memberikan masukan bagi para pelaku pasar terhadap kemungkinan reaksi pasar modal berkaitan dengan Pemilu 2004. Berdasarkan analisis yang tersedia, para pelaku pasar sering menggunakannya sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi yang tepat di pasar modal. Dengan menggunakan analisis tersebut, mereka mengharapkan dapat memperoleh keuntungan yang maksimal dari peristiwa Pemilu 2004.

Pengalaman yang dialami oleh para pelaku pasar modal di masa lalu dapat juga dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil suatu keputusan investasi di pasar modal. Dengan memperhatikan pengalaman masa lalu dapat memberikan gambaran terhadap saham-saham tertentu yang memberikan keuntungan lebih besar bagi pelaku pasar dibanding saham yang lainnya. Untuk peristiwa yang sejenis para pelaku pasar dapat memilih untuk melakukan investasi menggunakan saham-saham unggulan yang pernah memberikan keuntungan besar bagi mereka di masa lalu. Dengan menggunakan pengalaman, para pelaku pasar mencoba bermain aman untuk tetap dapat memperoleh keuntungan dari investasinya.

Berdasarkan analisis yang telah dikemukakan diatas, maka penelitian ini dengan mengambil peristiwa Pemilu 2004 menurunkan hipotesis sebagai berikut:

H4 Terdapat perbedaan reaksi yang terjadi di pasar modal pada Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 melalui *abnormal return* yang diperoleh para investor.

Ringkasan penelitian-penelitian terdahulu mengenai *event study* reaksi pasar modal terhadap peristiwa diluar ekonomi yang telah dilakukan dapat dilihat dalam tabel 2.1 berikut ini:

TABEL 2.1.  
RINGKASAN PENELITIAN TERDAHULU *EVENT STUDY* REAKSI PASAR  
MODAL TERHADAP PERISTIWA DILUAR EKONOMI

No.	Peneliti	Variabel Dan Peristiwa	Model Analisis	Hasil Penelitian
1.	Mansur, Cohran, dan Froio (1989)	<i>Abnormal Return-Event Study</i> Pelarangan Terbang ( <i>Grounding</i> ) Pesawat DC-10	<i>Standard Event Study Methodology</i> (Fama)	<i>Abnormal return</i> perusahaan dipengaruhi oleh peristiwa tersebut.
2.	Kalra, Henderson, dan Raines (1993)	Reaksi Pasar- <i>Event Study</i> Kecelakaan Reaktor Nuklir Chernobyl	<i>Event Parameter Approach, Dummy Variables</i>	Reaksi harga saham yang negatif bagi saham-saham perusahaan Amerika di NYSE yang menggunakan tenaga nuklir sebagai sumber energi dalam proses produksinya.
3.	Asri (1996)	Reaksi Harga Saham / <i>Abnormal Return-Event Study</i> Mundurnya Perdana Menteri Jepang Noburo Takeshita	<i>Event Study</i> dan <i>Regression Analysis</i>	Adanya <i>abnormal return</i> yang signifikan sejalan dengan perkembangan peristiwa.
4.	Asri dan Setiawan (1998)	<i>Abnormal Return</i> dan Aktivitas Volume Perdagangan- <i>Expected Return</i> dihitung dengan <i>SIMM-Event Study</i> pada 27 Juli 1996	Metode <i>Event Study</i> dan Uji Beda	Terdapat reaksi pasar, tidak ada perbedaan <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah peristiwa, dan terdapat perbedaan TVA sebelum dan sesudah peristiwa
5.	Nurhayatie (1999)	<i>Abnormal Return-Event Study</i> Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Soeharto	<i>Event Study</i> dan Uji Beda	Terdapat <i>abnormal return</i> dan perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa.
6.	Barbara Gunawan (2001)	<i>Abnormal Return</i> dan Aktivitas Volume Perdagangan- <i>Expected Return</i> dihitung dengan <i>SIMM-Event Study</i> Peledakan Gedung BEJ	Metode <i>Event Study</i> dan Uji Beda	Terdapat reaksi pasar, perbedaan <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah peristiwa. Terdapat perbedaan TVA sebelum dan sesudah peristiwa.
7.	Treisye Ariance Lamasigi (2002)	<i>Abnormal Return-Expected Return</i> dihitung dengan <i>SIMM Event Study</i> Pergantian Presiden RI 23 Juli 2001	Metode <i>Event Study</i> dan Uji Beda	Terdapat reaksi pasar, tidak ada perbedaan <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah peristiwa

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2004

LANJUTAN TABEL 2.1.  
RINGKASAN PENELITIAN TERDAHULU *EVENT STUDY* REAKSI PASAR  
MODAL TERHADAP PERISTIWA DILUAR EKONOMI

No.	Peneliti	Variabel Dan Peristiwa	Model Analisis	Hasil Penelitian
8.	Ignatius Roni Setiawan (2002)	Perilaku Harga saham <i>Abnormal Return</i> , <i>Expected Return</i> dengan <i>Market Model-Event Study</i> Peledakan Bom di BEJ 13 September	Metode <i>event study</i> dan Uji Beda	Terdapat perbedaan perilaku harga saham sebelum dan sesudah peristiwa.
9.	Temmy P (2002)	<i>Abnormal Return-Event Study</i> Reshuffle Kabinet	Metode <i>event study</i> dan Uji Beda	Terdapat <i>abnormal return</i> dan perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa.
10.	Joni Iskandar (2003)	<i>Abnormal Return-Event Study</i> Peledakan Bom di Legian, Bali	Metode <i>event study</i> dan Uji Beda	Terdapat <i>abnormal return</i> dan perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa.

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2004

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian yang dilakukan oleh Nurhayatie, dkk (1999) dan Treisy A. Lamasigi (2000). Menarik untuk meneliti reaksi pasar modal terhadap informasi non ekonomi khususnya pada peristiwa politik seperti proses pergantian kepemimpinan, terutama karena peristiwa seperti Pemilu 2004 merupakan Pemilu secara langsung pertama yang terjadi di Indonesia. Penelitian ini dikembangkan dengan melihat reaksi pasar modal terhadap pelaksanaan rangkaian tahapan Pemilu 2004. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya, antara lain:

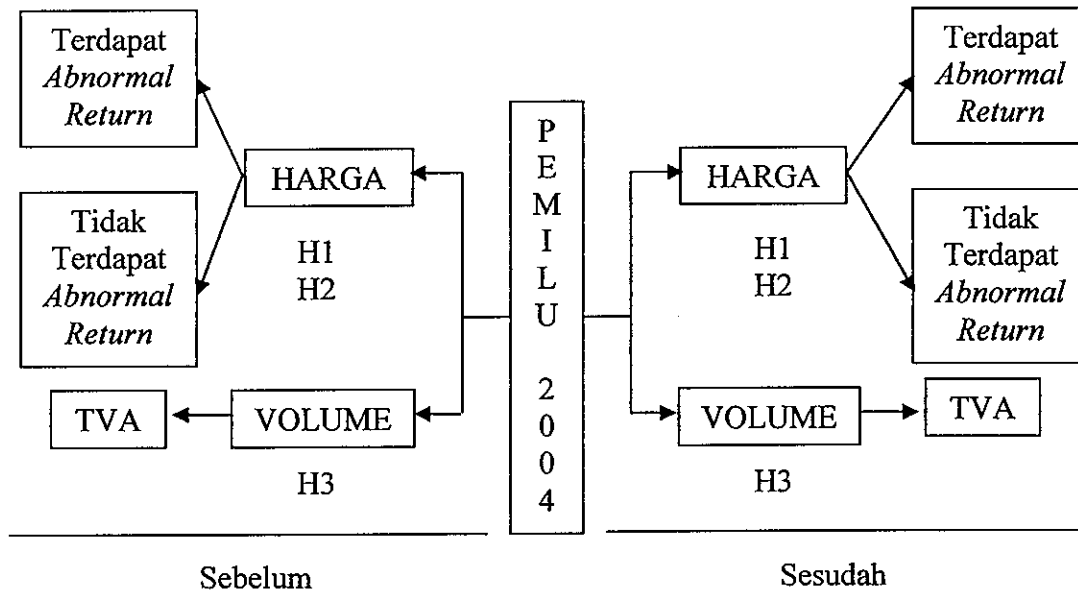
1. Penelitian ini mengambil *event study* peristiwa Pemilu yang terdiri dari 3 tahapan pelaksanaan dengan periode waktu pengamatan yang berbeda, sedang penelitian sebelumnya hanya menggunakan 1 peristiwa saja.

2. Penelitian ini menggunakan sampel LQ 45 dalam semester I dan II (Februari - Agustus 2004 dan September 2004 - Januari 2005) karena jangka waktu periode pengamatan yang digunakan, sedang penelitian sebelumnya hanya menggunakan sampel LQ 45 pada 1 semester saja.
3. Penelitian ini menguji perbedaan reaksi *abnormal return* yang dihasilkan dari 3 peristiwa (Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3).

### 2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Penelitian ini adalah *event study* dengan mengambil peristiwa non ekonomi yang dihubungkan dengan reaksi pasar modal. Kerangka pemikiran teoritis diawali dengan adanya peristiwa non ekonomi, yaitu rangkaian Pemilu 2004 sebagai suatu peristiwa yang memiliki kandungan informasi. Pasar modal memberikan reaksi terhadap seluruh informasi yang diterima berkaitan dengan Pemilu 2004. Peristiwa Pemilu 2004 dapat mempengaruhi reaksi pasar modal berupa *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham yang terjadi di seputar pelaksanaan Pemilu 2004. Rata-rata *abnormal return* dan rata-rata TVA yang terjadi di seputar pelaksanaan Pemilu 2004 dapat memperlihatkan adanya perbedaan antara sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa. Perbedaan rata-rata *abnormal return* dan rata-rata TVA antara sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa sebagai bentuk reaksi dan ekspektasi yang berbeda dari para pelaku pasar modal terhadap peristiwa tersebut dan implikasinya di masa mendatang. Berdasarkan uraian diatas, maka kerangka pemikiran teoritis pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

GAMBAR 2.1.  
KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS



Sumber: Data Primer, 2004

## BAB III METODE PENELITIAN

### 3.1. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan metode penelitian *event study* yang berfokus pada pengujian reaksi pasar terhadap suatu peristiwa atau kejadian tertentu. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Jogiyanto, 2000, h.410).

Pengujian terhadap kandungan informasi yang dimaksud untuk melihat reaksi pasar dari suatu peristiwa. Jika suatu peristiwa mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu peristiwa tersebut diterima oleh pasar. *Event study* dalam penelitian ini mengambil rangkaian peristiwa tahapan Pemilu 2004 di Indonesia, yaitu Pemilu 1 tanggal 5 April 2004, Pemilu 2 tanggal 5 Juli 2004, dan Pemilu 3 tanggal 20 September 2004.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder dengan tipe data eksternal yang bersumber dari BEJ. Data-data diperoleh dari terbitan atau keluaran media massa ataupun perusahaan penerbit; seperti *Indonesian Capital Market Directory 2003*, *Fact Book 2003*, *JSX Monthly Statistics*, dan Daftar Kurs Efek Harian yang dikeluarkan oleh BEJ; ataupun terbitan eksternal lain (koran, tabloid, majalah, atau *website*); serta informasi lain yang relevan dengan penelitian. Sedangkan data- data yang dikumpulkan dalam penelitian ini meliputi:

1. Nama saham atau nama perusahaan yang dijadikan sampel adalah yang masuk dalam LQ 45 selama periode pengamatan.
2. Harga pasar saham harian selama periode pengamatan.

3. Volume perdagangan saham harian selama periode pengamatan.
4. Indeks LQ 45 selama periode pengamatan.
5. Total jumlah saham beredar emiten yang diteliti.

### 3.2. Populasi dan Tehnik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang telah tercatat sebagai perusahaan *go public* di BEJ. Sampai kuartal ketiga tahun 2004 perusahaan *go public* yang sahamnya diperdagangkan di BEJ berjumlah 337 saham perusahaan. Penelitian *event study* akan menghasilkan pengujian yang lebih akurat dengan menggunakan data *return* harian, karena digunakan saham yang masuk dalam LQ 45 sebagai sampel. Alasan pemakaian saham LQ 45 sebagai sampel penelitian, karena saham LQ 45 terdiri dari emiten-emiten yang bersifat likuid dan memiliki jumlah kapitalisasi terbesar yang menguasai lebih dari 80% total kapitalisasi di BEJ, sehingga pengaruh suatu *event* dapat diukur dengan segera dan relatif akurat. Selain itu, saham LQ 45 merupakan saham-saham yang aktif diperdagangkan di bursa dan mewakili saham-saham unggulan di BEJ.

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive random sampling*, yaitu untuk mendapatkan sampel yang representatif untuk digunakan dalam penelitian. Kriteria pemilihan sampel disesuaikan dengan kriteria saham yang masuk dalam LQ 45 dan sesuai dengan kebutuhan penelitian. Adapun kriteria-kriteria saham LQ 45 yang masuk sebagai sampel penelitian adalah sebagai berikut :

1. Masuk dalam rangking 60 terbesar dari total transaksi saham di pasar reguler.
2. Rangking ditetapkan berdasarkan kapitalisasi pasar.

3. Perusahaan yang telah tercatat di BEJ minimal selama 3 bulan.
4. Keadaan keuangan perusahaan, prospek pertumbuhan frekuensi dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler.
5. Perusahaan yang sahamnya masuk dalam LQ 45 pada periode Februari-Agustus 2004 dan September 2004-Januari 2005.

Review terhadap saham yang masuk dalam LQ 45 dilakukan setiap 3 bulan sekali; sedangkan pergantian saham yang masuk dalam LQ 45 dilakukan setiap 6 bulan sekali, yaitu bulan Februari dan Agustus. Apabila terdapat saham yang tidak lagi memenuhi kriteria diatas, maka akan diganti dengan saham baru.

### **3.3. Definisi Operasional Variabel**

#### **3.3.1. Identifikasi Peristiwa dan Periode Pengamatan**

Peristiwa yang diteliti dalam *event study* ini adalah peristiwa politik yang bersifat nasional dan berdampak luas pada perekonomian Indonesia. Rangkaian tahapan Pemilu di Indonesia tanggal 5 April 2004, 5 Juli 2004, dan 20 September 2004 adalah peristiwa politik besar yang terjadi sepanjang tahun 2004. Rangkaian Pemilu ini berdampak luas terhadap kondisi perekonomian Indonesia. Peristiwa-peristiwa lain yang diserap pasar modal pada kurun waktu penelitian diasumsikan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap dinamika bursa.

Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari Periode Estimasi (*Estimation Period*) dan Jendela Peristiwa (*Event Window*). Periode estimasi selama 30 hari, dari  $t_{-35}$  sampai dengan  $t_5$  sebelum hari peristiwa. Jendela peristiwa selama 10 hari, terdiri dari  $t_5$  (*pre-event*, 5 hari sebelum peristiwa),  $t_0$

(*event-day*, hari terjadinya peristiwa),  $t_{+5}$  (*post-event*, 5 hari setelah peristiwa). Penentuan jendela peristiwa selama 5 hari berdasarkan pada hari bursa selama 5 hari dalam 1 minggu.

Penelitian ini mengambil *event study* rangkaian Pemilu 2004 di Indonesia, oleh karena itu periode pengamatan dalam penelitian ini terdiri dari 3 periode, sebagai berikut:

1. Pemilu 1 (5 April 2004)

Periode estimasi selama 30 hari, dari  $t_{-35}$  (12 Februari 2004) sampai dengan  $t_{-5}$  (29 Maret 2004). Jendela peristiwa selama 10 hari, terdiri dari  $t_{-5}$  (29 Maret 2004),  $t_0$  (6 April 2004), sampai dengan  $t_{+5}$  (14 April 2004).

2. Pemilu 2 (5 Juli 2004)

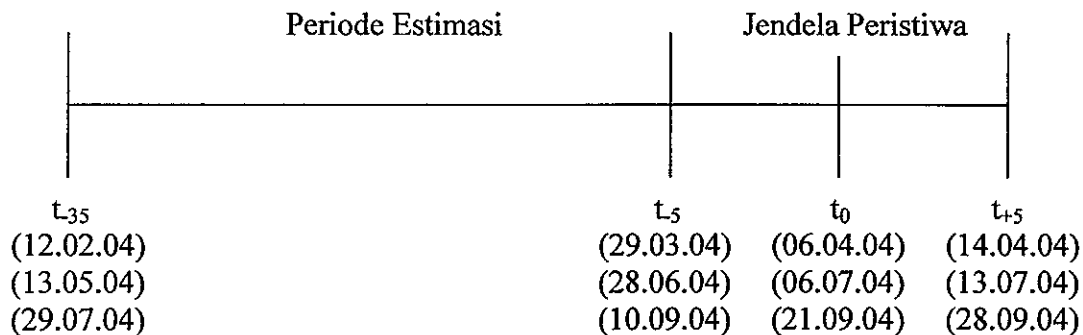
Periode estimasi selama 30 hari, dari  $t_{-35}$  (13 Mei 2004) sampai dengan  $t_{-5}$  (28 Juni 2004). Jendela peristiwa selama 10 hari, terdiri dari  $t_{-5}$  (28 Juni 2004),  $t_0$  (6 Juli 2004), sampai dengan  $t_{+5}$  (13 Juli 2004).

3. Pemilu 3 (20 September 2004)

Periode estimasi selama 30 hari, dari  $t_{-35}$  (29 Juli 2004) sampai dengan  $t_{-5}$  (10 September 2004). Jendela peristiwa selama 10 hari, terdiri dari  $t_{-5}$  (10 September 2004),  $t_0$  (21 September 2004), sampai dengan  $t_{+5}$  (28 September 2004).

Setiap *event-day* selama Pemilu 2004 (hari terjadinya Pemilu,  $t_0$ ), kegiatan bursa di BEJ ditiadakan (libur), sehingga *event-day* pada penelitian ini di *postpone* pada hari bursa berikutnya yang duluan (*earliest bourse after event day*).

GAMBAR 3.1  
PERIODE WAKTU PENELITIAN DI BEJ



Sumber: Model (Peterson, 1989, h.38) yang dikembangkan, 2004

Penggunaan periode estimasi selama 30 hari untuk menghindari penumpukan periode waktu penelitian yang meliputi 3 periode yang saling berdekatan. Penentuan ini telah sesuai dengan yang dikemukakan oleh Jogiyanto (2000, h.437), yaitu karena keterbatasan sampel, beberapa penelitian menggunakan periode estimasi yang kurang dari 100 hari. Minimum lamanya periode estimasi juga tergantung dari minimum jumlah observasi yang harus digunakan dalam regresi untuk membentuk estimasi. Salah satu pedoman untuk menentukan jumlah observasi minimum dalam regresi menurut Hanke (1998) adalah sejumlah variabel independennya dikalikan dengan 10 (Iskandar, 2003. h.23).

Penggunaan periode sebelum dan sesudah peristiwa oleh Jogiyanto (2000, h.436) dikemukakan bahwa penentuan lamanya periode peristiwa tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwa yang terjadi merupakan peristiwa yang nilai ekonomisnya dapat dengan mudah ditentukan oleh investor, periode peristiwa yang digunakan dapat pendek. Untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit ditentukan

oleh investor dan investor membutuhkan waktu lama untuk bereaksi, maka periode peristiwa menjadi panjang.

### 3.3.2. *Return Saham dan Return Pasar*

*Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dapat dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Ang, 1997, h.202). *Return* Pasar adalah tingkat reaksi umum terhadap perubahan-perubahan nilai pasar yang mungkin memiliki korelasi dengan return-return sekuritas (Jogiyanto, 2000, h.231). *Return* saham diperoleh dari selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya, sedangkan *return* pasar diperoleh dari selisih indeks pasar sekarang relatif terhadap indeks pasar sebelumnya.

### 3.3.3. *Abnormal Return*

*Abnormal return* (*return* tidak normal) menurut Jogiyanto (2000, h.433-434) merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi, *return* yang diharapkan oleh investor. Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. *Return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi, untuk mengestimasi *return* ekspektasi digunakan *Single Index Market Model* (SIMM), yang membentuk model ekspektasi menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan model ekspektasi mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

### 3.3.4. *Trading Volume Activity (TVA)*

Aktivitas volume perdagangan dalam penelitian ini adalah volume perdagangan saham harian dari emiten yang dijadikan sampel. Data diambil dari data pergerakan volume perdagangan saham yang dikeluarkan oleh BEJ. Sebagai pembanding volume perdagangan saham harian adalah total saham beredar dari emiten tersebut.

## 3.4. Teknik Analisis Data

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan 2 metode analisis, yaitu metode *event study* dan uji beda. Pengujian hipotesis 1, menggunakan metode *event study* peristiwa Pemilu 2004 untuk menganalisis reaksi pasar terhadap informasi melalui parameter *abnormal return* yang diterima oleh investor. Pengujian hipotesis 2, menggunakan pendekatan uji beda rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa untuk melihat adanya perbedaan signifikan yang disebabkan oleh Pemilu 2004. Pengujian hipotesis 3, dilakukan dengan menggunakan pendekatan uji beda rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah peristiwa untuk melihat adanya perbedaan signifikan yang disebabkan oleh Pemilu 2004. Pengujian hipotesis 4, dilakukan dengan menggunakan *One Way Anova* untuk melihat perbedaan *abnormal return* yang dihasilkan masing-masing tahapan Pemilu 2004. Berikut disajikan langkah-langkah dalam pengujian hipotesis:

### 3.4.1. Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis 1, menguji reaksi *abnormal return* pada saat terjadinya peristiwa. Perhitungan terhadap *abnormal return* saham menggunakan model

yang dikembangkan oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969) dalam studinya mengenai efek *stock split* (Mackinlay, 1997 dan Peterson, 1989). Pengujian signifikansi terhadap *abnormal return* menggunakan model yang diperkenalkan oleh Jogiyanto (2000, h.453-454 dan 469-470). Dengan demikian, maka pengujian hipotesis 1 mengikuti tahapan sebagai berikut:

- i. Menghitung *Return* Sesungguhnya (*Actual Return*) setiap saham

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

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

$P_t$  = *closing price* pada hari ke t

$P_{t-1}$  = *closing price* pada hari sebelumnya

- ii. Menghitung *Return* Pasar (*Market Return*)

$$R_{mt} = \frac{\ln LQ 45_t - \ln LQ 45_{t-1}}{\ln LQ 45_{t-1}}$$

$R_{mt}$  = *market return*

$LQ 45_t$  = indeks LQ 45 pada hari ke t

$LQ 45_{t-1}$  = indeks LQ 45 pada hari sebelumnya

- iii. Menghitung *Return* Ekspektasi (*Expected Return*) setiap saham

Menggunakan *Single Index Market Model* (SIMM), sebagai berikut:

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

$E(R_{it})$  = *expected return*

$\alpha_i$  = rata - rata kelebihan *return* saham pada suatu periode yang akan terealisasi pada tingkat pengembalian pasar nol.

$\beta_i$  = sensitifitas saham terhadap tingkat pengembalian pasar.

$R_{mt}$  = *market return*

$$\beta_i = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

$$\alpha_i = \frac{\sum Y - \beta_i(\sum X)}{n}$$

Y = *return* saham ( $R_{it}$ )

X = *return* pasar ( $R_{mt}$ )

iv. Menghitung *Abnormal Return* setiap saham

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

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

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

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

v. Menghitung *Cumulative Abnormal Return*

$$CAR_{nt} = \sum AR_{it}$$

$CAR_{nt}$  = *cumulative abnormal return*

$\sum AR_{it}$  = *total abnormal return*

vi. Menghitung *Average Abnormal Return*

$$AAR_{nt} = \frac{CAR_{nt}}{n}$$

$AAR_{nt}$  = *average abnormal return*

n = *total saham yang dijadikan sampel*

vii. Menghitung Standar Deviasi Estimasi Secara *Cross Section*

$$\sigma_{nt} = \sqrt{\frac{\sum (AR_{it} - AAR_{nt})^2}{(n-1)}} \cdot \frac{1}{\sqrt{n}}$$

$\sigma_{nt}$  = *standar deviasi saham pada hari ke t*

viii. Menghitung *Standardized Abnormal Return* (Uji Signifikansi t pada  $\alpha=5\%$ )

$$SAR_{nt} = \frac{AAR_{nt}}{\sigma_{nt}}$$

### 3.4.2. Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis 2, menguji perbedaan rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang dijadikan sampel antara 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa dengan menggunakan *Paired samples t-test*. Pengujian rata-rata *abnormal return* saham menggunakan model yang digunakan dalam penelitian Asri dan Setiawan (1998, h.145) dengan tahapan sebagai berikut:

i. Menghitung AAR Sebelum dan Sesudah Peristiwa

$$AAR_{nt} \text{ before} = \frac{CAR_{nt} \text{ before}}{n}$$

$$AAR_{nt} \text{ after} = \frac{CAR_{nt} \text{ after}}{n}$$

n = jumlah saham yang diamati

ii. Menghitung Standar Deviasi Sebelum dan Sesudah Peristiwa

$$\sigma_{nt} \text{ before} = \sqrt{\frac{\sum (AR_{it} \text{ before} - AAR_{nt} \text{ before})^2}{n - 1}}$$

$$\sigma_{nt} \text{ after} = \sqrt{\frac{\sum (AR_{it} \text{ after} - AAR_{nt} \text{ after})^2}{n - 1}}$$

iii. Analisis Uji Signifikansi t (pada  $\alpha = 5\%$ )

$$t = \frac{AAR_{nt} \text{ after} - AAR_{nt} \text{ before}}{\frac{\sigma_{nt} \text{ after}^2}{n} + \frac{\sigma_{nt} \text{ before}^2}{n}}$$

3.4.3. Pengujian Hipotesis 3

Pengujian hipotesis 3, menguji perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan seluruh saham yang dijadikan sampel antara 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa menggunakan *Paired samples t-test*. Pengujian rata-rata TVA saham menggunakan model yang digunakan dalam penelitian Asri dan Setiawan (1998, h.145-146) dengan tahapan sebagai berikut:

i. Menghitung Aktivitas Volume Perdagangan Saham

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham } i \text{ ditransaksikan pada hari ke } t}{\sum \text{saham } i \text{ yang beredar}}$$

TVA = aktivitas volume perdagangan saham

ii. Menghitung Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham

$$ATVA_{nt} \text{ before} = \frac{\sum TVA_{it} \text{ before}}{n}$$

$$ATVA_{nt} \text{ after} = \frac{\sum TVA_{it} \text{ after}}{n}$$

ATVA = rata-rata aktivitas volume perdagangan saham

- iii. Menghitung Standar Deviasi Rata - rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham

$$\sigma_{nt} \text{ before} = \sqrt{\frac{\sum (TVA_{it} - ATVA_{nt} \text{ before})^2}{(n-1)}}$$

$$\sigma_{nt} \text{ after} = \sqrt{\frac{\sum (TVA_{it} - ATVA_{nt} \text{ after})^2}{(n-1)}}$$

- iv. Analisis Uji Signifikansi t (pada  $\alpha = 5\%$ )

$$t = \frac{ATVA_{nt} \text{ after} - ATVA_{nt} \text{ before}}{\frac{\sigma_{nt} \text{ after}^2}{n} + \frac{\sigma_{nt} \text{ before}^2}{n}}$$

#### 3.4.4. Pengujian Hipotesis 4

Pengujian hipotesis 4, menguji perbedaan reaksi yang diberikan pasar modal melalui *abnormal return* yang dihasilkan sepanjang jendela peristiwa (5 hari sebelum, *event day*, dan 5 hari sesudah) pada tahapan Pemilu 2004 (Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3), dengan menggunakan *One Way Anova*.

## BAB IV PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

### 4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Pasar modal di Indonesia termasuk dalam kelompok *emerging capital markets*, yaitu pasar modal yang baru berkembang dari negara-negara sedang berkembang atau negara industri baru (Na'im, 1997, h.3). *Emerging capital markets* memiliki ciri khas yang berbeda dengan pasar modal yang sudah berkembang seperti di Amerika Serikat, perbedaan ini terjadi akibat adanya perbedaan ekonomi dan sosial serta lingkungan hukum dan regulasi ekonomi.

Bursa Efek Jakarta (BEJ) atau dikenal juga dengan *Jakarta Stock Exchange* (JSX) merupakan bursa efek yang terbesar di Indonesia. BEJ diresmikan pertama kali tahun 1977 sebagai suatu lembaga dibawah naungan pemerintah. Pada tanggal 13 Juli 1992, BEJ berubah bentuk menjadi bursa efek swasta. BEJ kemudian dikelola oleh PT. Bursa Efek Jakarta yang merupakan suatu perseroan terbatas swasta yang sahamnya dimiliki oleh anggota bursa dan mendapat izin operasi dari Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal). BEJ memperdagangkan berbagai sekuritas; antara lain: saham preferen, saham biasa, *rights*, dan obligasi konvertibel.

Seiring dengan perkembangannya, maka tahun 1995 dalam rangka meningkatkan kemampuannya dalam menangani perdagangan saham sehari-hari, BEJ mulai menggunakan sistem perdagangan otomatis yang disebut *Jakarta Automated Trading System* (JATS). Sejak JATS diterapkan, nilai kapitalisasi pasar BEJ meningkat pesat disamping peningkatan pada volume, nilai, dan frekuensi transaksinya. Kegairah pasar modal ini terus berlanjut dari waktu ke waktu.

Masa suram dalam perkembangan BEJ berlangsung selama krisis moneter. Perekonomian negara yang tidak stabil diikuti dengan perdagangan di BEJ yang juga mengalami kelesuan. Investor tidak lagi tertarik untuk melakukan investasi di pasar modal, karena lebih tertarik pada *return* yang diperoleh dari pendapatan bunga dan menghindari resiko kerugian. Hal ini berakibat pada merosotnya nilai IHSG di BEJ hingga mencapai kisaran level dibawah 400.

Peningkatan kestabilan politik dan keamanan dalam negeri, yang diikuti dengan perkembangan perekonomian yang baik setelah krisis ekonomi, meningkatkan kembali kepercayaan investor dan berdampak pula pada naiknya nilai IHSG di BEJ. Kegairahan pasar modal Indonesia semakin membaik dengan didukung penurunan suku bunga global dan membaiknya kondisi ekonomi makro. Kondisi pasar modal Indonesia semakin baik dari waktu ke waktu seiring dengan selesainya berbagai masalah baik di dalam dan luar negeri Indonesia.

Memasuki tahun 2004, Indonesia menghadapi serangkaian agenda politik yang padat. Rangkaian Pemilu 2004 membawa kekhawatiran banyak pihak, terhadap langkah apa yang tepat untuk diambil oleh pemodal terhadap keputusan investasinya berkaitan dengan hasil yang mungkin dicapai oleh proses politik ini. Kekhawatiran ini tampaknya tidak perlu berlarut-larut dipikirkan oleh pelaku pasar modal. Keberhasilan dalam pelaksanaan tahapan Pemilu 2004, kini dapat memberikan harapan baru bagi pelaku pasar modal untuk menghadapi kegairahan pasar modal di masa mendatang.

Selain IHSG, BEJ memiliki beberapa jenis indeks saham lain yang dapat digunakan sebagai parameter dalam melakukan analisis keputusan investasi; antara

lain Indeks Saham Individual, Indeks Saham Sektoral, Indeks LQ 45, Indeks BI 40, dan *Jakarta Islamic Indeks*. Masing-masing nilai indeks dipublikasikan setiap hari dan dimonitor perkembangannya dari hari ke hari baik oleh pihak BEJ maupun pelaku pasar modal.

Indeks LQ 45 merupakan indeks yang diperkenalkan oleh BEJ mulai tanggal 24 Februari 1997 dan dengan hari dasar tanggal 13 Juli 1994 (Ang, 1997, h.148). Indeks LQ 45 dihitung dengan menggunakan metode rata-rata tertimbang dengan rumus *Paasche*. Indeks LQ 45 meliputi 45 jenis saham yang dipilih berdasarkan kapitalisasi pasar, likuiditas yang tinggi dan kondisi perusahaan; selain itu saham-saham tersebut harus memenuhi kriteria dalam tahapan seleksi yang telah ditentukan. Kriteria-kriteria saham-saham yang dapat masuk LQ 45 dibagi dalam 2 tahapan seleksi, yaitu:

1. Seleksi Tahap Pertama

Saham berada pada 95% teratas dari total rata-rata tahunan nilai transaksi. Saham berada pada 90% teratas dari rata-rata tahunan kapitalisasi pasar. Saham tercatat di BEJ minimum selama 3 bulan.

2. Seleksi Tahap Kedua

Saham merupakan urutan tertinggi yang mewakili sektornya dalam klasifikasi industri di BEJ. Saham memiliki porsi-porsi yang sama dengan sektor-sektor lain. Saham menempati urutan tertinggi berdasarkan frekuensi transaksi

Saham-saham yang masuk dalam Indeks LQ 45 akan ditinjau setiap 3 bulan sekali untuk mengecek apakah saham-saham tersebut masih relevan dengan kriteria yang sudah ditentukan. Pergantian saham-saham yang masuk dalam LQ 45 dilakukan

setiap 6 bulan sekali, yaitu pada bulan Februari dan Agustus. Saham yang sudah tidak lagi memenuhi kriteria yang telah ditetapkan akan diganti oleh saham lain.

Sepanjang Pemilu 2004 yang berlangsung dalam 3 tahapan, saham-saham yang masuk dalam LQ 45 mengalami satu kali pergantian. Dari 45 saham yang masuk dalam Indeks LQ 45 antara bulan Februari hingga September selama periode pengamatan, terdapat 39 saham dalam LQ 45 yang selama 2 semester tersebut tidak mengalami pergantian. Tiga puluh sembilan saham dalam LQ 45 yang tidak mengalami pergantian dan dapat dijadikan sampel penelitian, dapat dilihat dalam Tabel 4.1. berikut ini:

TABEL 4.1.  
DAFTAR SAMPEL SAHAM LQ 45

No.	Nama Perusahaan	Kode	Sektor Usaha	Status	Berdiri	Kantor Pusat
1	Astra Agro Lestari Tbk	AALI	Pertanian	PMDN	1988	Jakarta
2	Aneka Tambang Tbk	ANTM	Pertambangan	BUMN	1968	Jakarta
3	Astra International Tbk	ASII	Aneka Industri dan Jasa	PMA	1970	Jakarta
4	Astra Otoparts Tbk	AUTO	Suku Cadang dan Jasa	PMDN	1976	Jakarta
5	Bank Central Asia Tbk	BBCA	Perbankan	PMDN	1955	Jakarta
6	Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA	Transportasi Perkapalan	PMDN	1981	Jakarta
7	Bakrie & Brothers Tbk	BNBR	Aneka Industri dan Jasa	PMDN	1942	Jakarta
8	Barito Pasific Timber Tbk	BRPT	Plywood	PMDN	1979	Jakarta
9	Bumi Resources Tbk	BUMI	Industri Minyak dan Gas	PMDN	1973	Jakarta
10	Dankos Laboratories Tbk	DNKS	Farmasi dan Kosmetik	PMDN	1982	Jakarta
11	Enseval Putera Tbk	EPMT	Distributor	PMDN	1988	Jakarta
12	Gudang Garam Tbk	GGRM	Rokok	PMDN	1971	Kediri
13	Gajah Tunggal Tbk	GJTL	Ban	PMDN	1961	Jakarta
14	HM Sampoerna Tbk	HMSP	Industri Rokok	PMDN	1963	Surabaya
15	Indosiar Mandiri Tbk	IDSR	Stasiun Televisi	PMDN	1995	Jakarta
16	Intl Nickel Indonesia Tbk	INCO	Pertambangan	PMDN	1968	Jakarta
17	Indofood Sukses Tbk	INDF	Industri Makanan	PMDN	1970	Jakarta
18	Indah Kiat Pulp Tbk	INKP	Kertas dan Pulp	PMDN	1976	Tangerang
19	Indocement Tunggak Tbk	INTP	Industri Semen	PMDN	1973	Jakarta
20	INDOSAT Tbk	ISAT	Jasa Telekomunikasi	PMA	1967	Jakarta

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2004

TABEL 4.1.  
LANJUTAN DAFTAR SAMPEL SAHAM LQ 45

No.	Nama Perusahaan	Kode	Sektor Usaha	Status	Berdiri	Kantor Pusat
21	Jakarta Intl Tbk	JIHD	Pembangunan Properti	PMDN	1969	Jakarta
22	Kalbe Farma Tbk	KLBF	Farmasi dan Kosmetik	PMDN	1966	Bekasi
23	Limas Stokhomindo Tbk	LMAS	Jasa Teknologi Informasi	PMA	1996	Jakarta
24	Matahari Putera Prima Tbk	MPPA	Department Store	PMDN	1985	Tangerang
25	Bank NISP Tbk	NISP	Perbankan	PMDN	1941	Bandung
26	Bank Pan Indonesia Tbk	PNBN	Perbankan	PMDN	1971	Jakarta
27	Panin Insurance Tbk	PNIN	Asuransi	PMDN	1973	Jakarta
28	Tambang Bukit Asam Tbk	PTBA	Tambang Batubara	BUMN	1981	Tj. Enim
29	Ramayana Lestari Tbk	RALS	Retail	PMDN	1983	Jakarta
30	Bentoel Investama Tbk	RMBA	Rokok	PMDN	1978	Jakarta
31	Semen Cibinong Tbk	SMCB	Industri Semen	PMDN	1971	Jakarta
32	Semen Gresik Tbk	SMGR	Produksi Semen	PMDN	1953	Gresik
33	Summarecon Agung Tbk	SMRA	Pembangunan Properti	PMDN	1975	Jakarta
34	Tambang Timah Tbk	TINS	Tambang Timah	BUMN	1980	Bangka
35	Pabrik Tjiwi Kimia Tbk	TKIM	Kertas dan Pulp	PMDN	1987	Sidoarjo
36	Telekomunikasi Indonesia Tbk	TLKM	Jasa Telekomunikasi	BUMN	1991	Bandung
37	Tempo Scan Pacific Tbk	TSPC	Farmasi dan Kosmetik	PMDN	1975	Jakarta
38	United Tractors Tbk	UNTR	Peralatan Berat	PMDN	1972	Jakarta
39	Unilever Indonesia Tbk	UNVR	Barang Konsumer	PMA	1934	Jakarta

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2004

#### 4.2. Statistik Deskriptif

Saham yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini merupakan saham-saham yang masuk dalam LQ 45 selama 2 semester meliputi 3 periode pengamatan. Saham-saham yang memenuhi syarat untuk dijadikan sampel penelitian adalah sebanyak 39 saham. Variabel yang dibutuhkan dalam penelitian ini terdiri dari *return* saham dan *return* pasar, *abnormal return*, volume perdagangan, dan TVA. *Return* saham diperoleh dari *closing price* saham harian dan *return* pasar diperoleh dari *closing* indeks LQ 45 harian, sedangkan untuk perhitungan *abnormal return* menggunakan data dari *return* saham dan *return* pasar harian. Perhitungan TVA

dilakukan dengan membandingkan antara volume perdagangan saham harian dengan total saham yang beredar. Analisis statistik deskriptif untuk masing-masing variabel penelitian dilakukan untuk memperoleh gambaran secara umum dari masing-masing variabel, sedangkan hasil analisis secara lengkap dapat dilihat dalam Lampiran 1.

Analisis statistik deskriptif terhadap variabel *return* saham Pemilu 2004 memperlihatkan nilai *return* terendah dan tertinggi terjadi pada Pemilu 1, masing-masing sebesar  $-0,79943$  dan  $0,51948$ . Rata-rata *return* dalam Pemilu 2004 yang tertinggi terjadi pada Pemilu 3 sebesar  $0,00207$ ; sedangkan rata-rata *return* yang terendah terjadi pada Pemilu 2 sebesar  $0,00008$ . Standar deviasi variabel *return* untuk masing-masing Pemilu sebesar  $0,02585$ ;  $0,01355$ ; dan  $0,02118$ .

Nilai *abnormal return* terendah dalam Pemilu 2004 terjadi pada Pemilu 3 sebesar  $-0,48309$  dan nilai *abnormal return* tertinggi terjadi pada Pemilu 1 sebesar  $0,48061$ . Rata-rata *abnormal return* terendah terjadi pada Pemilu 1 dan rata-rata *abnormal return* tertinggi terjadi pada Pemilu 2, masing-masing sebesar  $-0,00044$  dan  $0,00481$ . Standar deviasi variabel *abnormal return* untuk masing-masing Pemilu sebesar  $0,01846$ ;  $0,00799$ ; dan  $0,02073$ .

Volume perdagangan dan TVA sepanjang Pemilu 2004 memiliki nilai terendah yang sama untuk masing-masing Pemilu, volume perdagangan dan TVA tertinggi terjadi pada Pemilu 3. Rata-rata volume perdagangan dan TVA terendah terjadi pada Pemilu 1, sedangkan rata-rata volume perdagangan dan TVA tertinggi terjadi pada Pemilu 3. Standar deviasi variabel volume untuk masing-masing Pemilu sebesar  $25.108.437,59985$ ;  $12.054.536,14518$ ; dan  $21.333.701,32264$ . Sedangkan standar deviasi untuk variabel TVA untuk masing-masing Pemilu sebesar  $0,00253$ ;

0,00197; dan 0,00470. Ringkasan hasil analisis statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian sepanjang Pemilu 2004 disajikan dalam Tabel 4.2. berikut ini:

TABEL 4.2.  
STATISTIK DESKRIPTIF VARIABEL PENELITIAN

Pemilu	Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Pemilu 1	Return	-0,79943	0,51948	0,00042	0,02585
	Abnormal Return	-0,36192	0,48061	-0,00044	0,01846
	Volume	500	472.389.500	11.472.842,49818	25.108.437,59985
	TVA	0,00000	0,05871	0,00206	0,00253
Pemilu 2	Return	-0,49286	0,20000	0,00008	0,01355
	Abnormal Return	-0,14132	0,20019	0,00481	0,00799
	Volume	500	195.558.500	11.579.366,92310	12.054.536,14518
	TVA	0,00000	0,04030	0,00241	0,00197
Pemilu 3	Return	-0,74490	0,39130	0,00207	0,02118
	Abnormal Return	-0,48309	0,37602	0,00018	0,02073
	Volume	500	521.192.500	14.780.797,91653	21.333.701,32264
	TVA	0,00000	0,08567	0,00319	0,00470

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2004

### 4.3. Uji Hipotesis

Nilai *abnormal return* diperoleh dengan mengurangi antara nilai *actual return* setiap saham dengan *expected return*. *Actual return* diperoleh dari pengurangan *closing price* saham dengan *closing price* saham sehari sebelumnya. *Closing price* harian seluruh saham sampel dapat dilihat pada Lampiran 2. Perhitungan *expected return* dilakukan dengan menjumlahkan antara alpha saham (konstanta saham) dengan perkalian antara *return* pasar dengan beta saham. Hasil perhitungan terhadap *return* saham dan *return* pasar selama periode pengamatan dapat dilihat secara lengkap pada Lampiran 3. Perhitungan alpha dan beta saham

dapat diperoleh dengan regresi linier antara *return* saham dengan *return* pasar harian menggunakan SPSS Versi 11,5. Hasil analisis regresi linier untuk memperoleh alpha dan beta saham sampel secara lengkap dapat dilihat dalam Lampiran 4. Nilai alpha dan beta dari masing-masing saham sampel dalam Pemilu 2004 dapat dilihat pada tabel 4.3 sebagai berikut:

TABEL 4.3.  
ALPHA-BETA SAHAM SAMPEL

No.	Saham	Pemilu 1		Pemilu 2		Pemilu 3	
		$\alpha$	$\beta$	$\alpha$	$\beta$	$\alpha$	$\beta$
1	AALI	0,00966	1,04904	0,00008	0,39326	0,00299	0,34125
2	ANTM	-0,00586	0,99014	0,00175	1,23008	0,00123	1,21284
3	ASII	0,00021	1,14949	-0,00100	0,97665	0,00275	1,06109
4	AUTO	-0,00273	0,94596	-0,00235	0,55664	0,00587	0,57126
5	BBCA	-0,00108	0,64986	-0,01235	0,81134	-0,00020	1,22025
6	BLTA	0,00017	0,39959	0,00137	1,15137	0,00164	0,23342
7	BNBR	0,00571	3,74165	-0,00103	1,25716	-0,00583	2,55872
8	BRPT	0,00386	1,15529	-0,00191	1,45969	0,01662	0,19314
9	BUMI	0,00420	2,85918	0,00657	2,04187	0,00315	1,50922
10	DNKS	-0,00229	0,35707	-0,00329	0,62166	-0,00127	1,18875
11	EPMT	-0,00092	0,29792	-0,00023	0,89322	-0,00122	0,82999
12	GGRM	-0,00117	0,87704	0,00186	0,64597	-0,00312	0,72522
13	GJTL	0,00236	0,69118	-0,00316	0,90991	-0,00013	0,50774
14	HMSP	-0,00182	0,49056	0,00118	0,29394	0,00083	1,09102
15	IDSR	-0,00076	0,54270	0,00024	0,49898	0,00491	0,43516
16	INCO	0,00064	0,03744	0,00684	1,48820	-0,01324	-1,29172
17	INDF	-0,00196	0,33406	0,00098	0,69823	0,00051	0,44344
18	INKP	0,00300	1,40242	-0,00075	1,78809	0,00476	0,14118
19	INTP	0,00058	2,06410	0,00030	1,55585	0,00186	1,10870
20	ISAT	-0,01700	0,56770	0,00280	1,13512	-0,00171	0,81722

Sumber: Data yang diolah, 2004

TABEL 4.3.  
LANJUTAN ALPHA-BETA SAHAM SAMPEL

No.	Saham	Pemilu 1		Pemilu 2		Pemilu 3	
		$\alpha$	$\beta$	$\alpha$	$\beta$	$\alpha$	$\beta$
21	JHD	-0,00421	1,09899	-0,00069	1,18251	0,00013	0,72911
22	KLBF	-0,00277	1,29373	0,00034	1,00565	-0,00011	0,64639
23	LMAS	-0,00491	1,03895	-0,00530	0,28193	0,00751	-0,18660
24	MPPA	-0,00128	1,29309	-0,00073	0,83041	0,00148	1,06179
25	NISP	0,00489	0,44401	-0,00104	0,65514	0,00283	0,55627
26	PNBN	0,00181	0,87890	-0,00221	0,99447	0,00145	0,94070
27	PNIN	-0,00303	0,91901	-0,00716	0,90410	0,00626	0,72578
28	PTBA	0,00023	1,24365	0,00119	0,55906	0,00434	0,55231
29	RALS	0,00413	0,46169	-0,00148	0,91641	-0,00171	0,86500
30	RMBA	0,00337	1,17437	0,00398	0,63570	-0,00256	0,53419
31	SMCB	0,00069	0,79680	-0,00117	1,11634	0,00312	0,66830
32	SMGR	0,00199	0,22992	-0,00194	0,46178	0,00410	0,17744
33	SMRA	0,00110	1,42348	0,00376	0,67425	0,00101	1,33926
34	TINS	0,00139	0,83818	0,00227	1,09966	-0,00056	0,16400
35	TKIM	0,00199	0,79205	-0,00146	1,11112	0,00940	0,58635
36	TLKM	0,00153	1,35143	-0,00019	1,25441	-0,01256	1,84163
37	TSPC	0,00176	1,13296	0,00020	0,65506	0,00082	0,36424
38	UNTR	0,00553	1,14084	-0,00465	1,44624	0,00242	1,25939
39	UNVR	-0,00109	0,76213	0,00297	-0,35016	-0,00475	0,81899

Sumber: Data yang diolah, 2004

Pada Pemilu 1, saham Indosat memiliki nilai alpha terendah sebesar  $-0,01700$  sedangkan saham Astra Argo Lestari memiliki nilai alpha tertinggi sebesar  $0,00966$ . Nilai beta terendah dimiliki saham Nickel Indonesia sebesar  $0,03744$  dan yang tertinggi pada saham Bakrie & Brothers sebesar  $3,74165$ . Nilai alpha dan beta terendah pada Pemilu 2 terjadi pada saham Bank Central Asia sebesar  $-0,01235$  dan saham Unilever sebesar  $-0,35016$ ; sedangkan nilai alpha dan beta tertinggi terjadi pada saham Nickel Indonesia sebesar  $0,00684$  dan pada saham Bumi sebesar

2,04187. Pemilu 3 memberikan nilai alpha terendah dan tertinggi masing-masing pada saham Nickel Indonesia sebesar -0,01324 dan saham Barito Pasific sebesar 0,01662; Nilai beta terendah dan tertinggi masing-masing terjadi pada saham Nickel Indonesia sebesar -1,29172 dan saham Bakrie & Brothers sebesar 2,55872.

Secara keseluruhan nilai alpha dan beta terendah masing-masing terjadi pada Pemilu 1 dan Pemilu 3, sedangkan nilai alpha dan beta tertinggi masing-masing terjadi pada Pemilu 3 dan Pemilu 1. Saham Nickel Indonesia sering memiliki nilai alpha dan beta saham yang terendah; alpha saham terendah terjadi pada Pemilu 2, sedangkan beta saham terendah terjadi pada Pemilu 1 dan Pemilu 3,

Setelah diperoleh nilai alpha dan beta dari setiap saham, maka *abnormal return* dari masing-masing saham sampel dapat diketahui. Perhitungan *expected return* dan *abnormal return* masing-masing saham sampel selama *event window* dapat dilihat secara lengkap pada Lampiran 5 dan 6. Pengujian hipotesis penelitian dilakukan dengan memasukkan dan menganalisis nilai *abnormal return* yang diperoleh setiap saham dengan menggunakan Program SPSS Versi 11,5.

#### 4.3.1. Pengujian Hipotesis 1

Pengujian statistik terhadap nilai *abnormal return* bertujuan untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang terjadi selama *event window*. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa *abnormal return* tersebut secara statistik signifikan tidak sama dengan nol, positif untuk kabar baik dan negatif untuk kabar buruk (Jogiyanto. 2000. h.453). Analisis SPSS *One-Sample T Test* merupakan prosedur uji t untuk sampel tunggal jika rata-rata suatu variabel tunggal dibandingkan dengan suatu nilai

konstanta tertentu (Wahana, 2004, h.129). Analisis SPSS dengan menggunakan *One-Sample T Test* terhadap nilai *abnormal return* saham pada Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 yang terjadi selama jendela peristiwa, memperlihatkan adanya *abnormal return* signifikan yang diterima oleh investor. Hal ini menunjukkan adanya reaksi yang diberikan pasar modal terhadap peristiwa Pemilu 2004. Hasil analisis SPSS *One-Sample T Test* terhadap *abnormal return* Pemilu 2004 secara lengkap dapat dilihat pada Lampiran 7.

TABEL 4.4.  
HASIL ANALISIS *ONE-SAMPLE T TEST ABNORMAL RETURN*

$t_n$	Pemilu 1		Pemilu 2		Pemilu 3	
	t-hitung	signifikan	t-hitung	signifikan	t-hitung	signifikan
$t_5$	-0,845	0,404	-0,126	0,900	1,319	0,195
$t_4$	0,259	0,797	1,922	0,062	-1,283	0,207
$t_3$	-1,256	0,217	-0,952	0,347	0,663	0,511
$t_2$	-0,392	0,697	2,411	0,021	-2,010	0,052
$t_1$	3,401	0,002	1,178	0,246	0,004	0,997
$t_0$	-1,192	0,240	-0,877	0,386	-0,592	0,558
$t_{+1}$	-2,258	0,030	3,341	0,002	0,886	0,381
$t_{+2}$	1,360	0,182	0,742	0,463	2,309	0,027
$t_{+3}$	0,148	0,883	1,618	0,114	-0,287	0,776
$t_{+4}$	0,017	0,987	0,825	0,414	-2,086	0,044
$t_{+5}$	0,253	0,801	-1,193	0,240	-0,542	0,591
signifikan pada tingkat 5%						
t-tabel = 2,0252						

Sumber: Data yang diolah, 2004

Tabel 4.4 menyajikan hasil analisis *One-Sample T Test* pada *abnormal return* saham pada Pemilu 2004 yang memperlihatkan adanya *abnormal return* yang signifikan pada tingkat 5%. Pada Pemilu 1, pasar memberikan reaksi positif pada

sehari sebelum peristiwa dengan t-hitung sebesar 3,401 yang signifikan pada tingkat 0,2%. Namun, pasar kemudian memberikan reaksi negatif pada sehari setelah peristiwa dengan t-hitung sebesar -2,258 yang signifikan pada tingkat 3%. Pasar modal memberikan reaksi positif yang signifikan pada 2 hari sebelum dan sehari sesudah peristiwa pada Pemilu 2, dengan t-hitung masing-masing sebesar 2,411 pada tingkat 2,1 % dan 3,341 pada tingkat 0,2%. Sedangkan pada Pemilu 3, pasar memberikan reaksi positif pada 2 hari setelah peristiwa dengan t-hitung sebesar 2,309 yang signifikan pada tingkat 2,7% dan reaksi negatif pada 4 hari setelah peristiwa dengan t-hitung sebesar -2,086 yang signifikan pada tingkat 4,4%.

#### 4.3.2. Pengujian Hipotesis 2

Analisis SPSS *Paired-Samples T Test* merupakan prosedur uji t untuk menguji perbedaan rata-rata nyata yang dimiliki oleh 2 sampel yang berpasangan (Singgih, 2004, h.100). Pengujian terhadap perbedaan reaksi yang diberikan pasar modal melalui rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan sesudah peristiwa Pemilu 2004 dilakukan dengan mencari *Average Abnormal Return (AAR)* dari seluruh sampel saham selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa. Nilai rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan sesudah Pemilu 2004 kemudian dianalisis menggunakan *Paired-Samples T Test*. Hasil pengujian menggunakan *Paired-Samples T Test* terhadap rata-rata *abnormal return* dapat dilihat secara lengkap pada Lampiran 8.

Tabel 4.5 menyajikan hasil analisis *Paired-Samples T Test* pada AAR dan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* antara sebelum dan sesudah

peristiwa. Hasil pengujian *Paired-Samples T Test* terhadap AAR antara sebelum dan sesudah peristiwa tidak menunjukkan hasil yang signifikan, baik pada Pemilu 1, 2, ataupun 3. Sedangkan hasil pengujian *Paired-Samples T Test* terhadap CAAR antara sebelum dan sesudah peristiwa pada Pemilu 3 menunjukkan perbedaan negatif yang signifikan sebesar  $-4,101$  pada tingkat 1,5%.

TABEL 4.5.  
HASIL ANALISIS *PAIRED-SAMPLES T TEST AVERAGE ABNORMAL RETURN*

Pemilu	Sebelum		Sesudah		t hitung			
	AAR	CAAR	AAR	CAAR	AAR	Sig.	CAAR	Sig.
Pemilu 1	-0,00003	-0,00623	-0,00021	-0,00447	0,039	0,971	-0,464	0,667
Pemilu 2	0,00582	0,01441	0,00501	0,02274	0,135	0,899	-2,148	0,098
Pemilu 3	-0,00094	-0,00060	0,00165	0,01632	-0,478	0,658	-4,101	0,015
signifikan pada tingkat 5 %								
t-tabel = 2,776								

Sumber: Data yang diolah, 2004

Hasil pengujian *Paired-Samples T Test* terhadap *abnormal return* saham sampel secara keseluruhan antara sebelum dan sesudah peristiwa pada Lampiran 9 menunjukkan hasil yang berbeda. Pada Pemilu 1, terdapat perbedaan *abnormal return* positif signifikan yang diterima oleh para investor pada sehari sebelum dan sehari sesudah peristiwa dengan t-hitung sebesar 3,769 pada tingkat 0,1%. *Paired-Samples T Test abnormal return* pada Pemilu 2 tidak memperlihatkan perbedaan *abnormal return* signifikan yang diterima oleh para investor antara sebelum dan sesudah peristiwa. Sementara pada Pemilu 3 *Paired-Samples T Test* memperlihatkan adanya perbedaan *abnormal return* negatif signifikan yang diterima oleh para investor pada 2 hari sebelum dan 2 hari sesudah peristiwa dengan t-hitung

sebesar  $-2,792$  pada tingkat  $0,8\%$ . Hasil pengujian *Paired-Sample T Test* terhadap *abnormal return* saham secara keseluruhan antara sebelum dan sesudah peristiwa disajikan dalam Tabel 4.6 berikut ini:

TABEL 4.6.  
HASIL ANALISIS *PAIRED-SAMPLES T TEST ABNORMAL RETURN*

tn & tn	Pemilu 1			Pemilu 2			Pemilu 3		
	Mean	t-hit	Sig.	Mean	t-hit	Sig.	Mean	t-hit	Sig.
t <sub>5</sub> & t <sub>+5</sub>	-0,00550	-0,542	0,591	0,00279	0,612	0,544	0,01367	0,966	0,340
t <sub>4</sub> & t <sub>+4</sub>	0,00332	0,221	0,826	0,01097	1,377	0,177	0,00054	0,084	0,933
t <sub>3</sub> & t <sub>+3</sub>	-0,01301	-1,190	0,242	-0,01120	-1,739	0,090	0,00363	0,738	0,465
t <sub>2</sub> & t <sub>+2</sub>	-0,01000	-1,406	0,168	0,00984	1,234	0,225	-0,02159	-2,792	0,008
t <sub>1</sub> & t <sub>+1</sub>	0,02608	3,769	0,001	-0,00833	-1,068	0,292	-0,00919	-0,829	0,413
signifikan pada tingkat 5%									
t-tabel = 2,0252									

Sumber: Data yang diolah, 2004

#### 4.3.3. Pengujian Hipotesis 3

Aktivitas volume perdagangan (TVA) saham sampel secara harian diperoleh dengan membagi volume saham yang diperdagangkan dengan total jumlah saham yang beredar. Volume perdagangan saham sampel selama *event window* dapat dilihat pada Lampiran 10. Hasil perhitungan TVA saham sampel selama *event window* dapat dilihat secara lengkap pada Lampiran 11. Sementara total jumlah saham yang beredar sepanjang periode pengamatan pada rangkaian Pemilu 2004 untuk saham sampel; telah disesuaikan dengan penambahan sejumlah saham karena adanya: *stock split*, *right issue*, *option*, dll; disajikan secara lengkap dalam Tabel 4.7 berikut ini:

TABEL 4.7.  
TOTAL JUMLAH SAHAM YANG BEREDAR

No.	Saham	Pemilu 1	Pemilu 2	Pemilu 3	Keterangan
1	AALI	1.544.467.000	1.558.772.000	1.558.772.000	P1 (12/04/04) 1.544.876.000
2	ANTM	1.907.691.950	1.907.691.950	1.907.691.950	
3	ASII	4.029.259.434	4.030.770.434	4.030.770.434	
4	AUTO	752.359.780	752.359.780	755.049.280	
5	BBCA	6.079.197.780	12.166.377.060	12.166.377.060	
6	BLTA	2.070.571.468	2.071.171.468	2.071.395.868	
7	BNBR	38.750.400.000	38.750.400.000	38.750.400.000	
8	BRPT	2.769.425.752	2.769.425.752	2.769.425.752	
9	BUMI	19.404.000.000	19.404.000.000	19.404.000.000	
10	DNKS	1.786.050.000	1.786.050.000	1.786.050.000	
11	EPMT	912.000.000	912.000.000	912.000.000	
12	GGRM	1.924.088.000	1.924.088.000	1.924.088.000	
13	GJTL	3.168.000.000	3.168.000.000	3.168.000.000	
14	HMSP	4.500.000.000	4.500.000.000	4.500.000.000	P3 (27/09/04) 4.383.000.000
15	IDSR	1.989.163.103	1.989.163.103	1.989.163.103	
16	INCO	248.408.468	248.408.468	993.633.872	
17	INDF	9.443.304.500	9.444.189.000	9.444.189.000	
18	INKP	5.470.982.941	5.470.982.941	5.470.982.941	
19	INTP	3.681.231.699	3.681.231.699	3.681.231.699	
20	ISAT	5.177.500.000	5.177.500.000	5.177.500.000	
21	JHD	965.019.600	1.930.039.200	1.930.039.200	
22	KLBF	8.121.600.000	8.121.600.000	8.121.600.000	
23	LMAS	699.921.000	702.650.550	772.915.605	
24	MPPA	2.705.994.000	2.705.994.000	2.705.994.000	
25	NISP	4.012.391.792	4.012.391.792	4.012.391.792	
26	PNBN	14.714.341.755	14.714.341.755	14.714.341.755	
27	PNIN	2.373.514.822	2.373.514.822	2.373.514.822	
28	PTBA	2.131.500.000	2.131.500.000	2.131.500.000	
29	RALS	1.400.000.000	1.400.000.000	1.400.000.000	
30	RMBA	6.733.125.000	6.733.125.000	6.733.125.000	
31	SMCB	7.662.900.000	7.662.900.000	7.662.900.000	
32	SMGR	593.152.000	593.152.000	593.152.000	
33	SMRA	1.873.528.800	1.873.528.800	1.873.528.800	
34	TINS	503.302.000	503.302.000	503.302.000	
35	TKIM	1.335.702.240	1.335.702.240	1.335.702.240	
36	TLKM	10.079.999.640	10.079.999.640	10.079.999.640	P3 (28/09/04) 20.159.999.280
37	TSPC	450.000.000	450.000.000	450.000.000	
38	UNTR	1.554.573.500	2.816.127.100	2.816.127.100	
39	UNVR	763.000.000	763.000.000	763.000.000	

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2004

Pengujian terhadap perbedaan reaksi yang diberikan pasar modal melalui rata-rata aktivitas volume perdagangan saham yang terjadi antara sebelum dan sesudah peristiwa Pemilu 2004 dilakukan dengan mencari *Average Trading Volume Activity* (ATVA) dari seluruh sampel saham selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa. Nilai rata-rata TVA sebelum dan sesudah Pemilu 2004 kemudian dianalisis menggunakan *Paired-Samples T Test*. Hasil pengujian menggunakan *Paired-Samples T Test* terhadap ATVA sebelum dan sesudah peristiwa dapat dilihat secara lengkap pada Lampiran 12.

Hasil pengujian *Paired-Samples T Test* terhadap ATVA tidak menunjukkan adanya perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham yang signifikan pada tingkat 5% antara 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa, baik pada Pemilu 1, 2, dan 3. Hasil pengujian *Paired-Samples T Test* terhadap ATVA disajikan dalam Tabel 4.8 berikut ini:

TABEL 4.8.  
HASIL ANALISIS *PAIRED-SAMPLES T TEST*  
*AVERAGE TRADING VOLUME ACTIVITY*

Pemilu	ATVA		t-hitung	Signifikan
	Sebelum	Sesudah		
Pemilu 1	0,0013400	0,0022800	-1,929	0,126
Pemilu 2	0,0017920	0,0025600	-0,909	0,415
Pemilu 3	0,0027820	0,0034180	-0,877	0,430
signifikan pada tingkat 5%				
t-tabel = 2,776				

Sumber: Data yang diolah, 2004

Pengujian terhadap perbedaan aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa dengan nilai TVA seluruh saham selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa pada Lampiran 13 memperlihatkan hasil yang berbeda. Hasil pengujian *Paired-Samples T Test* memperlihatkan perbedaan aktivitas volume perdagangan saham yang signifikan pada Pemilu 1 dan 3.

TABEL 4.9.  
HASIL ANALISIS *PAIRED-SAMPLES T TEST TRADING VOLUME ACTIVITY*

tn & tn	Pemilu 1			Pemilu 2			Pemilu 3		
	Mean	t-hit	Sig.	Mean	t-hit	Sig.	Mean	t-hit	Sig.
t <sub>5</sub> & t <sub>+5</sub>	-0,00158	-3,064	0,004	-0,00085	-1,495	0,143	0,00029	0,403	0,689
t <sub>4</sub> & t <sub>+4</sub>	-0,00131	-1,695	0,098	-0,00130	-1,459	0,153	0,00285	3,570	0,001
t <sub>3</sub> & t <sub>+3</sub>	0,00020	0,742	0,463	0,00092	1,070	0,292	0,00113	1,274	0,210
t <sub>2</sub> & t <sub>+2</sub>	-0,00195	-2,892	0,006	-0,00158	-1,601	0,118	-0,00647	-2,186	0,035
t <sub>1</sub> & t <sub>+1</sub>	-0,00006	-0,097	0,923	-0,00102	-1,173	0,248	-0,00100	-0,854	0,398
signifikan pada tingkat 5%									
t-tabel = 2,0252									

Sumber: Data yang diolah, 2004

Tabel 4.9 menyajikan hasil pengujian *Paired-Samples T Test* terhadap TVA. Aktivitas volume perdagangan saham pada Pemilu 1 menunjukkan adanya perbedaan negatif yang signifikan pada 2 hari sebelum dan sesudah peristiwa, juga pada 5 hari sebelum dan sesudah peristiwa, dengan nilai t-hitung sebesar  $-2,892$  pada tingkat 0,6% dan  $-3,064$  pada tingkat 0,4%. Hasil pengujian Pemilu 2 tidak menunjukkan adanya perbedaan aktivitas volume perdagangan antara sebelum dan sesudah peristiwa yang signifikan. Pada Pemilu 3, terdapat perbedaan aktivitas volume

perdagangan saham positif yang signifikan pada 4 hari sebelum dan sesudah peristiwa, juga perbedaan volume perdagangan saham negatif yang signifikan pada 2 hari sebelum dan sesudah peristiwa, dengan t-hitung sebesar 3,570 pada tingkat 0,1% dan -2,186 pada tingkat 3,5%.

#### 4.3.4. Pengujian Hipotesis 4

Analisis SPSS *One-Way Anova* adalah analisis varian dengan satu variabel independen (Wahana, 2004, h.201). *One-Way Anova* digunakan untuk menguji rata-rata lebih dari 2 sampel yang berbeda secara signifikan dan apakah 2 buah sampel mempunyai varians populasi yang sama atau tidak (Singgih, 2004, h.108). Hasil pengujian terhadap reaksi pasar modal memperlihatkan adanya *abnormal return* yang diperoleh para investor di seputar Pemilu 1, 2, dan 3. Pengujian dengan menggunakan *One-Way Anova* untuk melihat perbedaan reaksi pasar modal melalui *abnormal return* yang diterima investor di seputar Pemilu 1, 2 dan 3. Hasil pengujian *One-Way Anova* terhadap *abnormal return* yang terjadi di seputar Pemilu 2004 secara lengkap disajikan dalam Lampiran 14.

Hasil *Levene Test* menunjukkan bahwa nilai F sebesar 2,316 dan signifikan pada 0,116; berarti *abnormal return* sebagai *dependent variable* tidak memiliki perbedaan, karena berada diatas nilai signifikan 0,05. Nilai F hitung untuk *intercept variable* sebesar 1,314 dan signifikan pada 0,261; sedangkan variabel Pemilu memiliki nilai F hitung sebesar 2,276 dan signifikan pada 0,120. Berdasarkan hasil pengujian tersebut, terdapat perbedaan *abnormal return* yang diterima investor di seputar Pemilu 1, 2, dan 3 yang signifikan pada tingkat 20%. *Adjusted R Square*

sebesar 0,074 yang berarti variabilitas *abnormal return* yang dapat dijelaskan dari hasil pengujian hanya sebesar 7,4%.

Tabel 4.10 memperlihatkan besarnya perbedaan *abnormal return* yang diterima oleh investor di seputar Pemilu 1, 2 dan 3 berdasarkan pada hasil pengujian Tukey HSD dan Bonferoni. Hasil pengujian dengan Tukey HSD dan Bonferoni memperlihatkan adanya perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* yang terjadi di seputar Pemilu 2 dengan *mean difference abnormal return* yang terjadi di seputar Pemilu 3 sebesar 0,006912727 dan  $-0,006912727$  pada tingkat 20%.

TABEL 4.10.  
HASIL PENGUJIAN *MULTIPLE COMPARISONS ABNORMAL RETURN*

<i>Multiple Comparisons</i>							
<i>Dependent Variable: Abnormal Return</i>							
	(I) Pemilu	(J) Pemilu	<i>Mean Difference</i> (I-J)	<i>Std. Error</i>	<i>Sig.</i>	<i>80% Confidence Interval</i>	
						<i>Lower Bound</i>	<i>Upper Bound</i>
Tukey HSD	1	2	-0,003184545	0,00324356	0,59381392	-0,008895646	0,002526555
		3	0,003728182	0,00324356	0,49198058	-0,001982919	0,009439283
	2	1	0,003184545	0,00324356	0,59381392	-0,002526555	0,008895646
		3	0,006912727	0,00324356	0,10045562	0,001201626	0,012623828
	3	1	-0,003728182	0,00324356	0,49198058	-0,009439283	0,001982919
		2	-0,006912727	0,00324356	0,10045562	-0,012623828	-0,001201626
Bonferroni	1	2	-0,003184545	0,00324356	1,000000000	-0,009357259	0,002988168
		3	0,003728182	0,00324356	0,778402790	-0,002444532	0,009900896
	2	1	0,003184545	0,00324356	1,000000000	-0,002988168	0,009357259
		3	0,006912727	0,00324356	0,12414099	0,000740013	0,013085441
	3	1	-0,003728182	0,00324356	0,778402790	-0,009900896	0,002444532
		2	-0,006912727	0,00324356	0,12414099	-0,013085441	-0,000740013
<i>Based on observed means.</i>							
<i>The mean difference is significant at the ,20 level.</i>							

Sumber: Data yang diolah, 2004

#### 4.4. Hasil dan Interpretasi Hasil Penelitian

##### 4.4.1. Analisis Hasil Pengujian *Abnormal Return*

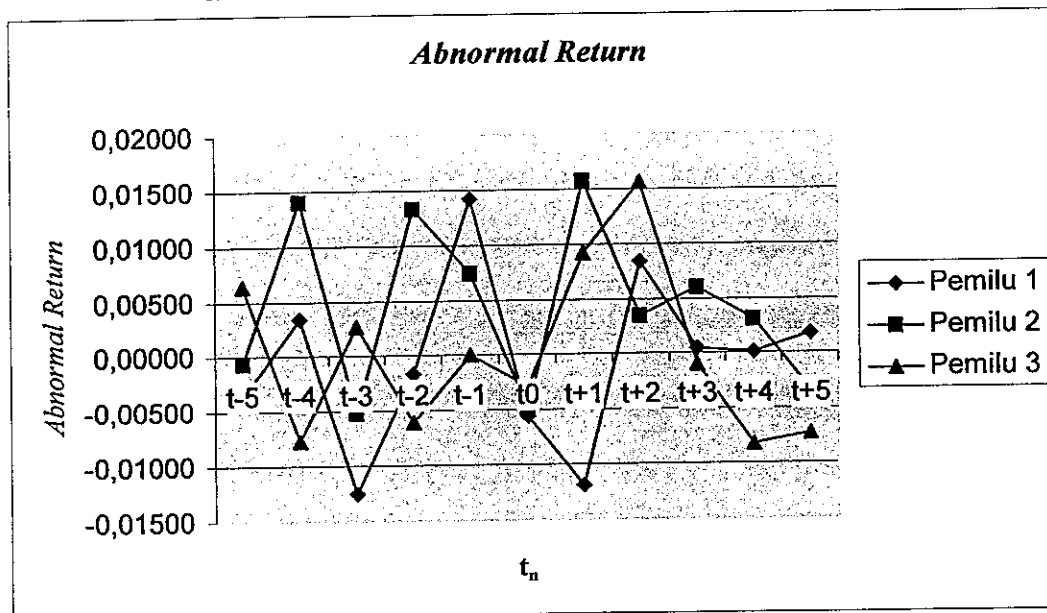
Tabel 4.11 dan Gambar 4.1 menyajikan fluktuasi *abnormal return* yang terjadi selama *event window* Pemilu 2004. Selama *event window* Pemilu 1, *abnormal return* mengalami kenaikan yang cukup tinggi pada 2 hari sebelum dan sesudah pelaksanaan Pemilu 1. Dua hari setelah Pemilu 1, *abnormal return* yang terjadi relatif stabil. Pada Pemilu 2, *abnormal return* mengalami fluktuasi naik dan turun yang cukup tinggi setiap harinya selama *event window*. Sedangkan Pemilu 3, pasar memperlihatkan kenaikan *abnormal return* yang cukup tinggi sejak *event day* hingga 2 hari sesudah pelaksanaan Pemilu 3, kemudian mengalami penurunan hingga hari ke 4 sesudah Pemilu.

TABEL 4.11.  
*ABNORMAL RETURN*

$t_n$	Pemilu 1	Pemilu 2	Pemilu 3
$t_5$	-0,00367	-0,00055	0,00637
$t_4$	0,00342	0,01404	-0,00770
$t_3$	-0,01250	-0,00515	0,00267
$t_2$	-0,00160	0,01329	-0,00603
$t_1$	0,01418	0,00745	0,00001
$t_0$	-0,00562	-0,00486	-0,00287
$t_{+1}$	-0,01190	0,01579	0,00920
$t_{+2}$	0,00840	0,00345	0,01556
$t_{+3}$	0,00051	0,00605	-0,00096
$t_{+4}$	0,00010	0,00307	-0,00825
$t_{+5}$	0,00184	-0,00333	-0,00730

Sumber: Data yang diolah, 2004

GAMBAR 4.1.  
*ABNORMAL RETURN* SEPUTAR PEMILU 2004



Sumber: Data yang diolah, 2004

Pengujian dengan *One-Sample T Test* terhadap nilai *abnormal return* memperlihatkan hasil yang signifikan dengan tingkat kepercayaan 95%; baik pada Pemilu 1, 2, dan 3. Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 1 dalam penelitian ini dapat diterima dan dijawab seperti berikut ini:

1. Pada Pemilu 1, pasar memberikan reaksi positif yang signifikan melalui *abnormal return* yang diterima investor pada sehari sebelum peristiwa, namun pasar kemudian bereaksi negatif yang signifikan pada sehari setelah peristiwa. Dengan demikian, Pemilu 1 tanggal 5 April 2004 menghasilkan *abnormal return* bagi investor dan hipotesis 1a (H1a) diterima.
2. Pemilu 2 memberikan reaksi *abnormal return* yang lebih baik dengan reaksi positif yang signifikan pada 2 hari sebelum dan sehari sesudah Pemilu. Dengan

demikian, Pemilu 2 tanggal 5 Juli 2004 menghasilkan *abnormal return* bagi investor dan hipotesis 1b (H1b) diterima.

3. Untuk Pemilu 3, pasar memberikan reaksi positif yang signifikan pada 2 hari setelah peristiwa dan reaksi negatif yang signifikan pada 4 hari setelah peristiwa. Dengan demikian, Pemilu 3 tanggal 20 september 2004 menghasilkan *abnormal return* bagi investor dan hipotesis 1c (H1c) diterima.

Reaksi pasar modal melalui *abnormal return* yang diterima oleh investor disekitar hari-hari pelaksanaan Pemilu 2004, memperlihatkan kecepatan pasar dalam menyerap informasi yang diterima. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika investor bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru (Jogiyanto, 2000, h.412). Kecepatan reaksi pasar modal terhadap Pemilu 2004 cukup cepat, karena reaksi yang signifikan terjadi pada sekitar 1-3 hari sebelum atau sesudah peristiwa.

Sepekan sebelum pelaksanaan Pemilu 1, pasar modal menunjukkan indikator teknis dalam posisi yang cenderung mengalami kenaikan. Pada penutupan bursa sehari sebelum pelaksanaan Pemilu 1, indeks pasar di BEJ mengalami peningkatan. Hal ini didorong oleh kondisi aman dan damai selama berlangsungnya masa kampanye Pemilu 1. Sehari setelah Pemilu 1, bursa saham kembali bergairah, gairah yang terjadi di bursa disebabkan faktor bursa global yang membaik dan respon investor atas pelaksanaan kampanye dan Pemilu 1 yang lancar (*Review Finansial Kompas*, April 2004). Hari-hari selanjutnya setelah pelaksanaan Pemilu 1, ditandai dengan kenaikan tipis dari indeks pasar di BEJ. Selama *event window*, para analis menyebutkan bahwa indeks pasar mengalami aksi ambil untung dari para investor.

Fluktuasi kegiatan bursa di BEJ selama periode pengamatan Pemilu 2 dihadapkan oleh berbagai isu politik, ekonomi, maupun keamanan. Meningkatnya suhu politik pada masa kampanye dan pemilihan presiden masih bisa diimbangi oleh membaiknya perekonomian nasional 2004. Penguatan harga pada saham-saham unggulan diikuti kenaikan indeks pasar. Sepekan menjelang Pemilu 2, transaksi saham-saham unggulan di BEJ berlangsung cukup marak dan bergairah, hal ini dipicu keyakinan pemodal atas kelancaran Pemilu 2. Tampilnya sejumlah calon presiden yang dianggap pro pasar, mampu menggerakkan harga saham-saham unggulan di bursa. Menyusul lancarnya proses Pemilu 2 dan respon positif pelaku pasar atas hasil semetara Pemilu 2, berhasil mendongkrak harga saham-saham unggulan ke level yang signifikan. Pelaku pasar modal sangat antusias mengakumulasikan saham-saham pilihan untuk investasi jangka panjang, sehingga mendorong pemodal untuk memborong saham *blue chips* di bursa. Besarnya tekanan beli para pelaku pasar modal terhadap saham-saham unggulan berhasil mendongkrak indeks pasar di BEJ (*Review Bursa & Uang Bisnis Indonesia*, Juli 2004). Penguatan terhadap harga saham-saham unggulan di BEJ bertahan hingga sepekan setelah pelaksanaan Pemilu 2, walaupun ketidakpastian di pasar saham bertambah menyusul kepastian akan berlangsungnya pemilu presiden dalam 2 tahap.

Momentum Pemilu 3 diantisipasi oleh para pelaku pasar modal dengan memburu saham lapis kedua yang berharga murah dan lebih kompetitif, namun hal tersebut tetap mampu mengangkat indeks pasar. Para pelaku pasar modal aktif memborong saham lapis kedua dan saham-saham unggulan untuk mempertahankan indeks agar tetap berada di area positif hingga pelaksanaan Pemilu 3. Memanasnya

suhu politik dan keamanan menjelang pelaksanaan Pemilu 3 berpotensi menghambat kenaikan kurs saham-saham unggulan. Ledakan bom di depan Kedutaan Besar Australia di Kuningan pada 9 September 2004, 5 hari bursa menjelang pelaksanaan Pemilu 3, ditanggapi para pelaku pasar dengan sikap rasional. Kondisi pasar segera pulih sehari setelah tragedi bom Kuningan, indeks pasar kembali mengalami kenaikan, dan kegiatan bursa yang bergairah terus mengalami peningkatan hingga pelaksanaan Pemilu 3. Reaksi pasar yang positif ini dipengaruhi oleh kesigapan pemerintah dalam menangani tragedi bom Kuningan, selain itu pelaku pasar tampaknya lebih tertarik untuk melihat stimulus dari kondisi sebelum Pemilu 3 yang aman. Euforia pasar terjadi pada sehari setelah pelaksanaan Pemilu 3 dan bertahan hingga sepekan, BEJ bahkan mencatatkan rekor baru IHSG sehari setelah pelaksanaan Pemilu 3. Selama sepekan, kegiatan bursa diwarnai dengan perburuan pada saham-saham unggulan dan saham lapis kedua oleh para pelaku pasar sebagai bentuk sentimen yang positif terhadap kelancaran pelaksanaan dan hasil sementara dari Pemilu 3 (*Review Bursa & Uang Bisnis Indonesia, September 2004*).

Para pelaku pasar terlihat cukup jenuh menanti hasil dari Pemilu 2004 selama ini, karena resiko politik yang cukup besar terhadap iklim investasi, sehingga selesainya rangkaian Pemilu 2004 menjadi momentum yang berharga untuk melakukan investasi yang lebih tenang dan pasti di pasar modal. Setelah euforia Pemilu 3 berakhir, para pelaku pasar cenderung melakukan aksi ambil untung dan menunggu berjalannya pemerintahan baru hasil Pemilu 2004.

#### 4.4.2. Analisis Hasil Pengujian Perbedaan Rata-rata *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Peristiwa Pemilu

Hasil pengujian terhadap perbedaan reaksi yang diberikan pasar modal melalui rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan sesudah peristiwa Pemilu 2004 memperlihatkan hasil yang tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 95%; baik pada Pemilu 1, 2, dan 3. Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 2 dalam penelitian ini ditolak dan dijawab seperti berikut ini:

1. Perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu 1 tidak memperlihatkan hasil yang signifikan pada tingkat 5% yang sudah ditetapkan sebelumnya, sehingga hipotesis 2a (H2a) yang menyatakan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu 1 berbeda ditolak.
2. Perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu 2 memperlihatkan hasil yang lebih baik, namun tingkat signifikannya masih berada diatas tingkat 5%, maka hipotesis 2b (H2b) yang menyatakan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu 2 berbeda ditolak.
3. Perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu 3 memiliki hasil yang paling baik diantara Pemilu sebelumnya, walaupun demikian hasil yang diperoleh masih memiliki tingkat signifikan diatas 5%, oleh karena itu hipotesis 2c (H2c) yang menyatakan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu 3 berbeda ditolak.

Rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan sesudah Pemilu tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan, disebabkan oleh tindakan pelaku pasar modal yang cenderung untuk mempersiapkan spekulasi yang dianggap

menguntungkan bagi mereka pada hari-hari diseputar pelaksanaan Pemilu 2004. Mereka berusaha untuk memperoleh keuntungan jangka pendek disekitar hari-hari pelaksanaan Pemilu dengan membeli dan menjual saham yang mereka miliki dalam waktu yang singkat.

Kondisi internal pasar cenderung turun selama pekan-pekan sebelum pelaksanaan Pemilu 1, sehingga secara teknis wajar jika pada pekan terakhir sebelum pelaksanaan Pemilu 1 pasar mengalami kenaikan. Selama sepekan sebelum dan sesudah pelaksanaan Pemilu 1, bursa cenderung berada pada kondisi yang optimis. Dampak Pemilu 1 terhadap kegiatan pasar bertahan selama 1 sampai 2 minggu, namun kenaikan yang terjadi hanya bersifat jangka pendek. Investor jangka pendek memanfaatkan kenaikan harga saham-saham unggulan untuk merealisasikan keuntungan dengan menjual saham, sementara investor jangka menengah lebih berani untuk melakukan pengumpulan saham (*Review Finansial Kompas*, April 2004). Hal ini yang menyebabkan perbedaan *abnormal return* yang diterima investor hanya terjadi pada sehari sebelum dan sesudah Pemilu 1.

Sebelum pelaksanaan Pemilu 2, kegiatan bursa cenderung diwarnai dengan tekanan jual yang cukup tinggi dari saham-saham unggulan yang mengalami kenaikan cukup tinggi. Aksi *profit taking* ini menyebabkan terhambatnya pergerakan saham-saham unggulan ke tingkat yang lebih tinggi. Pelaku pasar mulai merealisasikan keuntungan yang dapat diperoleh pada sepekan sebelum pelaksanaan Pemilu 2. Tekanan jual para pelaku pasar merupakan startegi untuk mengamankan portofolio menjelang pelaksanaan Pemilu 2. Setelah pelaksanaan Pemilu 2, kegiatan bursa sebaliknya diwarnai tekanan beli para pelaku pasar modal dengan memborong

saham-saham unggulan dalam jumlah besar sebagai bentuk keyakinan terhadap iklim investasi yang lebih kondusif di masa mendatang (*Review Bursa & Uang Bisnis Indonesia*, Juli 2004). Besarnya tekanan jual-beli yang dialami pasar modal antara sebelum dan sesudah Pemilu 2 menyebabkan tidak ada perbedaan *abnormal return* yang terjadi di seputar hari-hari pelaksanaan Pemilu 2.

Menjelang pelaksanaan Pemilu 3, kegiatan bursa meningkat, ditandai dengan adanya aksi beli yang bersifat spekulatif dilakukan para pelaku pasar. Kepanikan akibat ledakan bom Kuningan hanya berlangsung sesaat, pasca ledakan bom Kuningan justru telah mendorong perburuan saham di BEJ. Keyakinan terhadap kelancaran pelaksanaan Pemilu 3, menyebabkan pelaku pasar melakukan antisipasi dengan memburu saham-saham unggulan dan saham lapis kedua untuk investasi jangka panjang. Hasil Pemilu 3 memperoleh tanggapan positif dari pelaku pasar dengan pembelian saham-saham unggulan (*Review Bursa & Uang Bisnis Indonesia*, September 2004). Berakhirnya rangkaian Pemilu 2004 memberikan keyakinan bagi pelaku pasar untuk memulai investasi jangka panjang. Fluktuasi kegiatan bursa yang cukup tinggi selama *event window* menyebabkan perbedaan *abnormal return* yang diterima investor hanya terjadi pada 2 hari sebelum dan sesudah Pemilu 3.

#### 4.4.3. Analisis Hasil Pengujian Perbedaan Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Sesudah Peristiwa

Hasil pengujian terhadap perbedaan reaksi yang diberikan pasar modal melalui rata-rata aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan pada tingkat

kepercayaan 95%, baik pada Pemilu 1, 2, dan 3. Berdasarkan hasil pengujian terhadap rata-rata aktivitas volume perdagangan saham Pemilu 2004, maka hipotesis 3 dalam penelitian ditolak dan dijawab seperti berikut ini:

1. Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah Pemilu 1 memperlihatkan hasil yang signifikan pada tingkat 20%, sedangkan tingkat signifikansi yang diharapkan adalah sebesar 5%, sehingga hipotesis 3a (H3a) yang menyatakan bahwa rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum Pemilu 1 berbeda dengan sesudah Pemilu 1 ditolak.
2. Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa pada Pemilu 2 tidak memperlihatkan hasil yang signifikan pada tingkat kepercayaan 95%, sehingga hipotesis 3b (H3b) yang menyatakan bahwa rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum Pemilu 2 berbeda dengan sesudah Pemilu 2 ditolak.
3. Pada Pemilu 3 perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa juga memperlihatkan hasil yang tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% yang diharapkan, dengan demikian hipotesis 3c (H3c) yang menyatakan bahwa rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum Pemilu 3 berbeda dengan sesudah Pemilu 3 ditolak.

Hasil pengujian perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa yang tidak signifikan, antara lain disebabkan usaha pelaku pasar modal yang melakukan *profit taking* dalam waktu singkat. Tindakan *profit taking* disekitar hari-hari pelaksanaan Pemilu 2004 menyebabkan volume perdagangan saham harian relatif stabil besarnya antara hari yang satu

dengan hari yang lain. Para pelaku pasar modal cenderung untuk melakukan aktivitas jual-beli saham dalam jangka pendek untuk memperoleh keuntungan-keuntungan dari spekulasi yang mereka perkirakan terjadi disekitar hari-hari pelaksanaan Pemilu 2004. Hal ini cukup masuk akal, mengingat disekitar har-hari pelaksanaan Pemilu banyak dikeluarkan perkiraan hasil yang mungkin dicapai dalam Pemilu 2004.

Tabel 4.12 menyajikan fluktuasi aktivitas volume perdagangan saham yang terjadi selama *event window* Pemilu 2004. Selama *event window* Pemilu 2004, aktivitas volume perdagangan saham selalu mengalami kenaikan pada saat *event day*. Fluktuasi aktivitas volume perdagangan saham yang cukup tinggi terjadi pada *event window* Pemilu 3, terutama pada 2 hari sesudah Pemilu 3. Sedangkan pada Pemilu 1 dan 2 fluktuasi yang terjadi relatif cukup stabil.

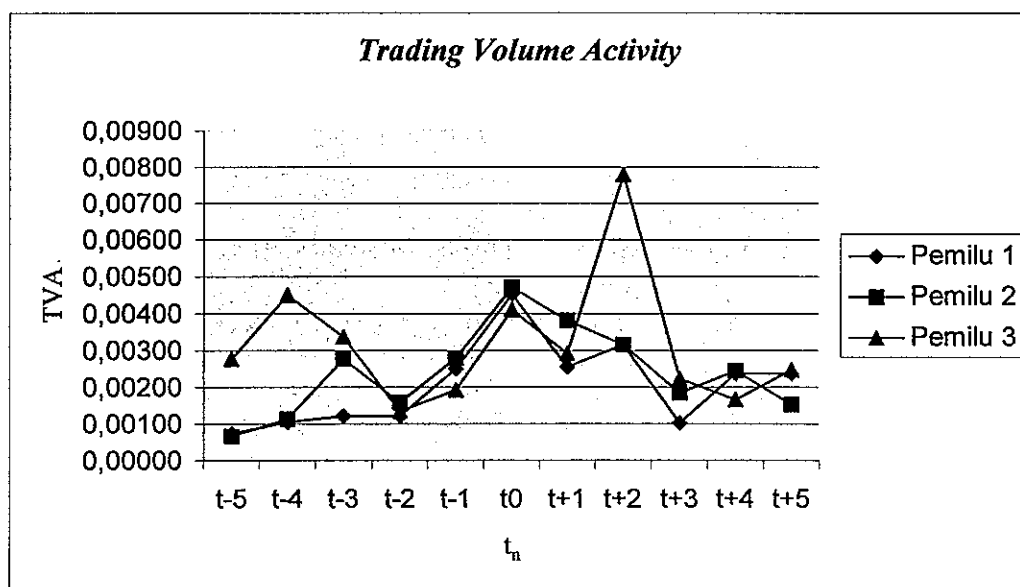
TABEL 4.12.  
TRADING VOLUME ACTIVITY

$t_n$	Pemilu 1	Pemilu 2	Pemilu 3
$t_5$	0,00073	0,00067	0,00277
$t_4$	0,00105	0,00114	0,00451
$t_3$	0,00122	0,00276	0,00338
$t_2$	0,00121	0,00159	0,00134
$t_1$	0,00249	0,00280	0,00191
$t_0$	0,00453	0,00471	0,00410
$t_{+1}$	0,00254	0,00382	0,00291
$t_{+2}$	0,00317	0,00317	0,00780
$t_{+3}$	0,00102	0,00184	0,00225
$t_{+4}$	0,00236	0,00244	0,00165
$t_{+5}$	0,00236	0,00153	0,00248

Sumber: Data yang diolah, 2004

Gambar 4.2 memperlihatkan fluktuasi aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa, memang tidak cukup menunjukkan perbedaan yang besar, khususnya pada aktivitas volume perdagangan saham Pemilu 2. Kenaikan maupun penurunan aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa dalam Pemilu 2004 tidak cukup besar. Kenaikan aktivitas volume perdagangan saham setiap kali *event day* memperlihatkan adanya antusiasme pelaku pasar modal terhadap Pemilu 2004.

GAMBAR 4.2.  
TRADING VOLUME ACTIVITY SEPUTAR PEMILU 2004



Sumber: Data yang diolah, 2004

Volume perdagangan saham di BEJ pekan terakhir menjelang Pemilu 1 memperlihatkan adanya peningkatan, terutama transaksi untuk saham-saham unggulan. Setelah turunnya volume perdagangan saham dalam pekan-pekan menjelang Pemilu 1, pekan terakhir sebelum Pemilu 1, dianggap waktu yang tepat

oleh investor untuk memperoleh keuntungan. Peningkatan volume perdagangan saham ini terus berlanjut hingga sepekan setelah pelaksanaan Pemilu 1 (*Review Finansial Kompas*, April 2004). Hasil sementara yang dicapai pada Pemilu 1 memberikan sentimen positif bagi volume perdagangan saham-saham unggulan selama sepekan kemudian.

Aktivitas perdagangan saham di BEJ terlihat lesu menjelang Pemilu 2, tekanan jual cenderung mewarnai aktivitas perdagangan sebagai strategi pelaku pasar untuk mengamankan portofolionya. Total volume saham yang diperdagangkan pada hari-hari terakhir sebelum Pemilu relatif kecil, sentimen transaksi jual-beli hanya terfokus pada saham-saham unggulan. Setelah pelaksanaan Pemilu 2, BEJ mencatat peningkatan nilai dan volume transaksi perdagangan saham. Para pelaku pasar sibuk memburu saham-saham unggulan, dengan memborong saham dengan kapitalisasi besar atau saham yang murah dan kompetitif (*Review Bursa & Uang Bisnis Indonesia*, Juli 2004). Namun peningkatan aktivitas volume perdagangan saham setelah Pemilu 2 tidak berlangsung lama, karena dalam waktu kurang dari sepekan aktivitas volume perdagangan sudah mengalami penurunan.

Memanasnya kondisi politik menjelang Pemilu 3 dan terjadinya ledakan bom Kuningan, memicu pelaku pasar untuk melakukan spekulasi temporer terhadap saham lapis kedua. Kegiatan transaksi berlangsung marak dan volume perdagangan saham harian cukup tinggi. Hasil Pemilu 3 ditanggapi secara positif oleh pasar dengan meningkatnya volume perdagangan saham, terutama pada saham-saham unggulan. Kegiatan transaksi berlangsung marak, aktivitas jual-beli yang bersifat jangka pendek terhadap saham-saham unggulan berlangsung untuk memperoleh

keuntungan (*Review Bursa & Uang Bisnis Indonesia*, September 2004). Euforia yang terjadi di sekitar Pemilu 3 menyebabkan pelaku pasar memanfaatkan kesempatan memperoleh keuntungan dari portofolio yang dimilikinya dalam waktu singkat dengan melakukan transaksi jual-beli saham unggulan dalam jangka pendek.

#### 4.4.4. Analisis Hasil Pengujian Perbedaan *Abnormal Return* Antar Pemilu

Reaksi pasar modal terhadap Pemilu 2004 memberikan *abnormal return* bagi para investor dalam setiap tahapannya. Hasil pengujian *One-Way Anova* memperlihatkan adanya perbedaan reaksi yang signifikan pada tingkat 20%, yang diberikan pasar modal melalui *abnormal return* yang diterima investor dalam setiap tahapan Pemilu 1, 2 dan 3. Berdasarkan hasil pengujian *One-Way Anova* terhadap *abnormal return*, maka hipotesis 4 (H4) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan reaksi yang diberikan pasar modal pada Pemilu 1, Pemilu 2, dan Pemilu 3 melalui *abnormal return* yang diperoleh para investor dapat diterima.

Perbedaan reaksi yang diberikan pasar modal melalui *abnormal return* yang diterima investor di seputar Pemilu 1, 2, dan 3 memperlihatkan ekspektasi yang berbeda dari pasar terhadap hasil dari masing-masing tahapan Pemilu. Secara keseluruhan pasar memberikan reaksi yang cukup baik sepanjang Pemilu 2004, mengingat di seputar pelaksanaan setiap tahapan Pemilu 2004 bursa selalu memperlihatkan peningkatan kegiatan. Menghadapi Pemilu 1, pasar memperlihatkan kekhawatiran yang lebih besar, karena keberhasilan pelaksanaan Pemilu 1 dianggap sebagai bentuk jaminan keamanan dan kelancaran pelaksanaan tahapan Pemilu 2004 selanjutnya. Pemilu 2 disikapi dengan lebih bijaksana oleh pasar, pelaku pasar lebih

memahami investasi yang tepat dalam menghadapi Pemilu 2. Pasar juga menanggapi secara positif sejumlah calon presiden yang diharapkan mampu memberikan pembaharuan dalam pembangunan di Indonesia. Walaupun kondisi keamanan menjelang Pemilu 3 kurang mendukung dan memanasnya suhu politik, namun kegiatan bursa justru mengalami kenaikan akibat spekulasi yang bersifat temporer.

Secara umum, Pemilu 2004 memberikan *abnormal return* bagi investor dan meningkatkan kegairahan bursa untuk melakukan aktivitas perdagangan saham. Bagaimanapun juga Pemilu merupakan peristiwa politik penting yang berpengaruh secara langsung dengan stabilitas dan citra Indonesia sebagai suatu negara dimata dunia, selain itu peristiwa Pemilu secara berkala (untuk Indonesia setiap 5 tahun sekali) akan kembali terjadi. Pelaku pasar dapat menjadikan pengalaman Pemilu 2004 sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasi pada Pemilu berikutnya.

Pasar modal Indonesia memberikan sentimen yang cukup positif dan menyikapi secara bijaksana pelaksanaan rangkaian tahapan Pemilu 2004. Kekhawatiran terhadap keberhasilan Pemilu 2004 sebagai Pemilu secara langsung yang pertama kali dilakukan Indonesia, mampu ditanggapi secara rasional oleh pelaku pasar. Keberhasilan Pemilu 2004 memberikan kelegaan bagi pelaku pasar, sehingga mereka dapat mulai memikirkan investasi untuk jangka panjang. Ekspektasi pasar terhadap pemerintahan baru yang besar merupakan pengaruh positif bagi iklim investasi di masa yang akan datang.

## BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1. Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat diambil berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah disampaikan pada Bab IV adalah sebagai berikut:

1. Peristiwa tahapan Pemilu 2004 memberikan *abnormal return* bagi investor. Pada Pemilu 1, pasar memberikan reaksi positif pada sehari sebelum peristiwa dan reaksi negatif pada sehari setelah peristiwa dengan *abnormal return* yang diterima. Pasar modal memberikan reaksi positif 2 hari sebelum dan sehari sesudah peristiwa Pemilu 2. Sedangkan pada Pemilu 3, pasar memberikan reaksi positif pada 2 hari setelah peristiwa dan reaksi negatif pada 4 hari setelah peristiwa.
2. BEJ dapat dikatakan sebagai pasar modal dengan bentuk setengah kuat, karena reaksi pasar modal melalui *abnormal return* yang diterima oleh investor disekitar hari-hari pelaksanaan Pemilu 2004, memperlihatkan kecepatan pasar dalam menyerap informasi yang diterima.
3. Tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan sesudah peristiwa yang terjadi sepanjang Pemilu 2004. Namun, ditemukan perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah peristiwa pada sehari sebelum dan sesudah Pemilu 1 dan pada 2 hari sebelum dan sesudah Pemilu 3.
4. Rata-rata aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa yang terjadi sepanjang Pemilu 2004 tidak memiliki perbedaan. Sedangkan aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah

peristiwa pada Pemilu 1 dan 3 memperlihatkan adanya perbedaan. Perbedaan aktivitas volume perdagangan saham Pemilu 1 terjadi pada 5 hari sebelum dan sesudah peristiwa juga pada 2 hari sebelum dan sesudah peristiwa. Perbedaan aktivitas volume perdagangan saham Pemilu 3 terjadi pada 4 hari sebelum dan sesudah peristiwa juga pada 2 hari sebelum dan sesudah peristiwa.

5. Reaksi pasar modal melalui *abnormal return* yang dihasilkan pada Pemilu 1, 2, dan 3 memiliki perbedaan. Pasar modal memberikan reaksi yang berbeda pada setiap tahapan Pemilu 2004; baik dalam ekspektasi maupun hasil yang diperoleh dari masing-masing Pemilu.
6. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia memberikan reaksi terhadap peristiwa Pemilu 2004, karena pasar menganggap peristiwa politik tersebut penting dan dapat mempengaruhi secara langsung stabilitas dan citra Indonesia dimata dunia.

## 5.2. Keterbatasan dan Saran

Keterbatasan yang dihadapi dan saran yang dapat diberikan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya menggunakan salah satu model dalam menghitung *expected return*, yaitu *Single Index Market Model* (SIMM). Sementara terdapat model perhitungan *expected return* lain, antara lain *Mean-Adjusted Model* dan *Market-Adjusted Model*. Penelitian berikutnya dapat mencoba untuk membandingkan ketiga model tersebut, sehingga dapat diketahui kelebihan dan kekurangan dari masing-masing model untuk menghitung *expected return*.

2. Penelitian ini hanya menggunakan salah satu metode untuk menghitung standar deviasi estimasi, yaitu secara *Cross Section*. Sementara terdapat metode lain untuk menghitung standar deviasi estimasi, antara lain berdasarkan Rata-rata Return Periode Estimasi dan Prediksi Return Periode Estimasi. Penelitian berikutnya dapat mencoba juga untuk membandingkan ketiga metode tersebut, sehingga dapat diketahui kelebihan dan kekurangan dari masing-masing metode untuk menghitung standar deviasi estimasi.
3. Penelitian ini menggunakan 3 periode pengamatan untuk masing-masing tahapan Pemilu 2004, sehingga lama waktu yang ditetapkan untuk masing-masing periode pengamatan cukup singkat. Hal ini untuk menghindari penumpukan waktu dalam setiap periode pengamatan, namun kualitas model yang dihasilkan tidak sebaik kualitas model yang menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang. Penelitian berikutnya dapat mencoba untuk menetapkan periode pengamatan yang lebih panjang dengan memperhatikan jeda waktu dari satu peristiwa ke peristiwa berikutnya.
4. Para pelaku pasar dituntut untuk dapat bersikap rasional dalam menyikapi semua informasi yang diterima, sehingga dapat memutuskan investasi yang tepat. Pemerintahan baru dituntut untuk menjaga stabilitas negara, sehingga peristiwa yang memberikan dampak negatif terhadap perekonomian dan pasar modal dapat dihindari.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abrahamson. Eric. 1996. The Information Content of The President's Letter to Shareholders. *Journal of Business & Accounting*. Blackwell Publishers Ltd. Vol. 23. No. 8. Oktober. h 1157-1182
- Ainun Na'im. 1997. Peran Pasar Modal dalam Pembangunan Ekonomi Indonesia. *Kelola*. Universitas Gajah Mada. Vol. VI. No. 14. h 1-17
- Ambar W. Hastuti. 1998. Pengaruh Publikasi Laporan Arus Kas Terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan di BEJ. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. I. No. 2. Juli. h. 239-254
- Ang. Robert. 1997. *Pasar Modal Indonesia*. Ed. 1. Mediasoft Indonesia
- Anto Dajan. 1996. *Pengantar Metode Statistik Jili 2*. LP3ES
- Anton Djawamuku. 2003. Format Baru Perkembangan Politik Tanpa Persiapan Serius. *Analisis CSIS*. Thn.XXXII. No. 3. h. 296-318
- Ball. Ray. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. No. 6. Autumn. h. 159-178
- Bandi. 1999. Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Pengumuman Deviden. *Simposium Nasional Akuntansi II*. September. Universitas Brawijaya. h.1-12
- Barbara Gunawan. 2001. *Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Studi Peristiwa Peledakan Bom di Gedung BEJ)*. Tesis Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Gajah Mada (tidak dipublikasikan)
- Beaver. W H. 1968. The Information Content of Annual Earning Announcement, Empirical Research in Accounting. *Journal of Accounting Research*. No. 6. h.67-95
- Bursa Efek Jakarta. 2003. *Capital Market Directory*. Jakarta. Indonesia
- \_\_\_\_\_. 2003. *Fact Book Jakarta Stock Exchange*. Jakarta. Indonesia
- \_\_\_\_\_. 2004. *JSX Statistics 1<sup>st</sup> Quarter 2004*. Jakarta. Indonesia
- \_\_\_\_\_. 2004. *JSX Statistics 2<sup>nd</sup> Quarter 2004*. Jakarta. Indonesia

- \_\_\_\_\_. 2004. *JSX Statistics 3<sup>rd</sup> Quarter 2004*. Jakarta. Indonesia
- Bursa & Uang. 2004. *Bisnis Indonesia*. Juni-September 2004. Jakarta. Indonesia
- Chalimah. 1997. Pengaruh Informasi Laporan Keuangan yang Dipublikasikan Terhadap Fluktuasi Harga Saham. *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol. I. Thn. I. h. 23-30
- Dini Djalal. 2003. Political Risk. *Far Eastern Economic Review*. Desember 2002 - Januari 2003. h. 24
- Eka N. Rachmawati. 2001. Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return saham Perusahaan Target di BEJ *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi*. Vol. 1. No. 2. Agustus. h. 153-170
- Erb B. Claude. dkk. 1996. Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk. *Financial Analysts Journal*. November-Desember 1996. h 29-46
- Fama F. Eugene. 1991. Efficient Capital Market :II. *Journal of Finance*. Vol. XLVI. No.5. Desember. h 1575-1617
- Fajar Widhiyanto. 2004. Tahun Demokrasi atau Tahun Berdarah. *Investor*. Ed. 91. h 24-25
- Frans S. Imung. 2004. Pasar Ekuitas 2004 : Agenda Politik Tak Mutlak Jadi Penghalang. *Investor*. Ed. 91. h 30-31
- Finansial. 2004. *Kompas*. Januari-Mei 2004. Gramedia. Jakarta. Indonesia
- Hendriksen. Eldon. S. 2000. *Teori Akunting*. Buku Satu. Ed. 5. Interaksara. h. 178-188
- Ignatius Roni S. 2002. Perilaku Harga Saham : Pengamatan Sebelum dan Sesudah Peristiwa Peledakan Bom di BEJ Tanggal 13 September 2000. *Simposium Dwi Tahunan Komisi A*. h 1-22
- Indra JP. 2003. Bulan-Bulan Politik Sebagai Panglima. *Analisis CSIS*. Thn. XXXII. No. 3. h. 286-296
- Imam Ghozali. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. BPFE Undip
- Jogiyanto H. M. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Ed. 3. BPFE UGM

- Joni Iskandar. 2003. *Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Peledakan Bom di Legian Bali ( Studi Kasus Saham LQ 45 di Bursa Efek Jakarta)*. Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan)
- Kalra. Rajiv, dkk. 1993. Effect of the Chernobyl Nuclear Accident on Utility Share Prices. *Quarterly Journal of Business and Economics*. Vol. 32. No. 2. Spring. h 52-77
- Kent. Daniel. 1998. Investor Psychology and Security Market Under Reaction. *Journal of Finance*. Desember. h. 1839-1885
- Komang Darmawan. 2004. Ekonomi 2004: Ada “Bom Waktu” Yang Siap Meledak. *Investor*. Jakarta. Ed. 91. h 26-28
- Leo Agustino. 2002. Pemilihan Presiden Secara Langsung. *Analisis CSIS*. Thn. XXX. No. 2. h. 246-260
- Mackinlay. A Craig. 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. Vol. XXXV. Maret. h 33-39
- Mamduh M. Hanafi. 1996. Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan. *Kelola*. Vol. 5. No. 11. Universitas Gajah Mada
- Mansur. Iqbal, dkk. 1989. The Relationship Between The Equity Return Levels of Airline Companies and Unanticipated Events : The Case of the 1979 DC-10 Grounding. *Logistics and Transportation Review*. Vol. 25. No. 4. Desember. h 355-365
- Maswar P.Priyadi. 2000. Reaksi Pasar Modal Atas Pemilihan Presiden, Wakil Presiden, dan Kabinet Persatuan. *Ekuitas*. Vol. 4. No. 1. h 1-12
- Marwan Asri. 1996. U.S. Multinationals’ Stock Price Reaction To Host Country’s Governmental Change (The Case of Prime Minister Takeshita’s Resignation). *Kelola*. Univesitas Gajah Mada. Vol. V. No. 11. h 126-136
- \_\_\_\_\_ dan Arief Setiawan. 1998. Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik dalam Negeri (*Event Study* pada Peristiwa 27 Juli 1996). *Kelola*. Universitas Gajah Mada. Vol. VII. No. 18. h 137-153
- Minor. John. 2003. Political Risk. *Risk Management Magazine*. Maret. h.16-21

- MN. Alim. 1999. Pengaruh Perubahan Pajak Terhadap Volume Perdagangan Saham di Sekitar Hari Ex-Deviden. *Simposium Nasional Akuntansi II*. September. Universitas Brawijaya. h. 1-13
- \_\_\_\_\_. 2001. Implementasi UU Perpajakan Tahun 1994 dan Implikasinya Terhadap Perilaku Harga Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 4. No. 2. Mei. h. 223-233
- Morse. Dale. 1981. Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements : A Closer Examination. *Journal of Accounting Research*. Autumn. h. 374-383
- Peterson. Pamela P. 1989. Event Studies : A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*. Vol. 28. No. 3. Summer. h 36-66
- Prayogo P. Harto. 2000. Reaksi Harga Saham dalam Peristiwa Politik Indonesia (Studi pada Sidang Tahunan MPR tahun 2000). *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol. 5. Tahun III. h. 84-94
- Primus Dorimulu. 2004. Pasar Modal 2004 : Keberhasilan Pemilu Menjadi Faktor Penentu. *Investor*. Ed. 91. h 14-20
- Satya Arinanto. 2001. Pemilihan Presiden Secara Langsung : Beberapa Catatan. *Analisis CSIS*. Thn. XXX. No.1. h. 69-77
- Singgih Santoso. 2004. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. PT Elex Media Komputindo. Gramedia
- Suad Husnan. 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. BPFE UGM
- \_\_\_\_\_. 2001. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UPP YKPN
- Sultan. Jahangir. 1995. Stock Market Reaction to German Reunification. *Journal of Finance & Accounting*. Blackwell Publishers Ltd. Vol. 22. No. 6. September. h 831-844
- Sunarto. 2000. Dampak *Political Risk* Terhadap Harga Saham. *Media Gema Stikubank*. Vol. IV. No. 32. Oktober. h 63-78
- Tatiek Nurhayatie, dkk. 1999. Reaksi Harga saham di BEJ Terhadap Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Suharto. *Jurnal Bisnis Startegi*. Vol.4. Tahun III. Desember. h 25-39

- Temmy Puboyono. 2002. *Pengaruh Peristiwa pada Reshuffle Kabinet Persatuan Nasional Terhadap Reaksi Harga Saham di Bursa Efek Jakarta*. Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan)
- Treisy A. Lamasigi. 2002. Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Pergantian Presiden Republik Indonesia 23 Juli 2001 : Kajian Terhadap *Return Saham* LQ 45 di PT. Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi* 5. h 273-285
- Wahana Komputer. 2004. *Pengolahan Data Statistik Dengan SPSS 12*. Penerbit Andi
- Wiwik Utami. 1998. Pengaruh Informasi Penghasilan Perusahaan Terhadap Harga Saham di BEJ. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. I. No. 2. Juli. h. 255-268