

**ANALISIS REAKSI PASAR MODAL
TERHADAP KENAIKAN HARGA BBM**
(Studi Kasus: di Bursa Efek Jakarta untuk Saham-Saham LQ 45)



TESIS

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

**Oleh :
St Tri Adi Setyawan
NIM. C4A005095**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2006**



SERTIFIKASI

Saya, ST Tri Adi Setyawan, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

ST Tri Adi Setyawan

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :
ANALISIS REAKSI PASAR MODAL
TERHADAP KENAIKAN HARGA BBM
(Studi Kasus: di Bursa Efek Jakarta untuk Saham-Saham LQ 45)

yang disusun oleh St Tri Adi Setyawan, NIM C4A005095
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 15 Desember 2006
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Prof.Dr.H.Arifin Sabeni,Mcom(Hons),Akt

Drs. Prasetiono,Msi

Semarang 15 Desember 2006
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

Prof.Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

During year 2005 natural world oil price of increase of gyration 40 ACE dollar per barrel till gyration 60 ACE dollar per barrel. Considering functioning oil as production process materials and fuel for industry, hence oil increase of price cause production cost burden for industry so that will weaken basal aspect of company. Impact of company share price will tend to experience of degradation. In this research increase of price of BBM event happened twice that is 1 March 2005 and 1 October 2005 and anticipated to influence commerce volume and share price movement creation in JSX.

This research use method analysis study event which weared many in researches of study event, for example by Suryawijaya and of Setiawan (1998), Affandi, al et (1998), and Paultje (2001). First step taken determining period of research. Period of research the used is 70 stock day which consist of period of estimation (period estimation) and period of event (period event). Period of estimation which used in this research is during 60 day, that is t-65 till t-6 before day event of[1 March 2005 (increase of price of BBM 1) and 1 October 2005 (increase of price of BBM 2).

Result of research increase of price of BBM 1 March 2005 and 1 October 2005 causing existence of fluctuation of price of share in Jakarta Stock Exchange. React capital market to existence of increase of price of BBM is true can be anticipated to remember issue in around increase of BBM have circulated before date of increase. Price of share react moment there announcement of about increase of price BBM, but pursuant to result of research show difference abnormal return and total volume activity not signifikan at before and hereafter announcement of increase of price BBM. Others there are not difference of average abnormal return which signifikan of increase of price of BBM 1 March 2005 by 1 October 2005.

ABSTRAKSI

Selama tahun 2005 harga minyak dunia mengalami kenaikan dari kisaran 40 dolar AS per barel hingga kisaran 60 dolar AS per barel. Mengingat minyak berfungsi sebagai bahan bakar dan bahan proses produksi bagi industri, maka kenaikan harga minyak menyebabkan beban biaya produksi bagi industri sehingga akan melemahkan aspek fundamental perusahaan. Dampaknya harga saham perusahaan akan cenderung mengalami penurunan. Dalam penelitian ini peristiwa kenaikan BBM terjadi dua kali yaitu 1 Maret 2005 dan 1 Oktober 2005 dan diduga mempengaruhi terciptanya pergerakan harga saham dan volume perdagangan di BEJ.

Penelitian ini menggunakan metode analisis *event study* yang banyak dipakai dalam penelitian-penelitian *event study*, antara lain oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998), Affandi, et al (1998), dan Paultje (2001). Langkah pertama yang dilakukan adalah menentukan periode penelitian. Periode penelitian yang digunakan adalah 70 hari bursa yang terdiri dari periode estimasi (*estimation period*) dan periode peristiwa (*event period*). Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah selama 60 hari, yaitu t-65 hingga t-6 sebelum *event day* tanggal 1 Maret 2005 (kenaikan harga BBM 1) dan 1 Oktober 2005 (kenaikan harga BBM 2).

Hasil penelitian pada kenaikan harga BBM tanggal 1 Maret 2005 dan 1 Oktober 2005 menyebabkan adanya fluktuasi harga saham di Bursa Efek Jakarta. Reaksi pasar modal terhadap adanya kenaikan harga BBM memang bisa diduga mengingat isu seputar kenaikan BBM sudah beredar sebelum tanggal kenaikan. Harga saham bereaksi saat ada pengumuman tentang kenaikan harga BBM, tetapi berdasarkan hasil penelitian menunjukkan perbedaan *abnormal return* dan total volume perdagangan tidak signifikan pada sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM. Selain itu tidak terdapat perbedaan rata-rata abnormal return yang signifikan kenaikan harga BBM 1 Maret 2005 dengan 1 Oktober 2005.

KATA PENGANTAR

Penulis panjatkan puji dan syukur kepada Tuhan YME atas karunia dan rahmat yang telah dilimpahkan-Nya, Khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. H. Arifin Sabeni, MCom, Hons, Akt, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Bapak Drs Prasetiono, MSi, selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan

belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

4. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
5. Istriku tercinta beserta putriku Monic tersayang, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
6. Teman-teman kuliah, yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Tuhan YME berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, Desember 2006

ST. Tri Adi Setyawan

DAFTAR ISI

| | |
|--|-----------|
| Surat Pernyataan keaslian tesis..... | i |
| Halaman Pengesahan | ii |
| Abstract | iii |
| Kata Pengantar | v |
| Daftar Tabel | x |
| Daftar Gambar | xi |
| Daftar Lampiran | xii |
| BAB I PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1 Latar Belakang Masalah | 1 |
| 1.2 Perumusan Masalah | 7 |
| 1.3 Tujuan Penelitian | 8 |
| 1.4 Kegunaan Penelitian..... | 9 |
| BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL..... | 10 |
| 2.1 Telaah Pustaka | 10 |
| 2.1.1 Event Study | 11 |
| 2.1.2 Pasar Modal Efisien | 13 |
| 2.1.3 Return Saham | 16 |
| 2.1.4 Expected Return | 19 |
| 2.1.5 Abnormal Return..... | 20 |
| 2.1.5 Trading Volume Activity..... | 21 |
| 2.2 Penelitian Terdahulu | 24 |
| 2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis | 28 |

| | |
|--|-----------|
| 2.4 Perumusan Hipotesis | 29 |
| 2.5. Definisi Variabel Operasional | 30 |
| BAB III METODE PENELITIAN | 32 |
| 3.1 Jenis dan Sumber Data..... | 32 |
| 3.2 Populasi dan Sampel | 32 |
| 3.3 Metode Analisis Data dan Alat Data | 33 |
| 3.3.1 Pengujian Hipotesis I..... | 35 |
| 3.3.2 Pengujian Hipotesis II..... | 40 |
| 3.3.3 Pengujian Hipotesis III..... | 42 |
| 3.3.4 Pengujian Hipotesis IV..... | 44 |
| BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN | 45 |
| 4.1 Deskripsi Sampel..... | 45 |
| 4.2 Deskripsi Data Penelitian..... | 46 |
| 4.3 Analisis Data | 51 |
| 4.4 Hasil Pengujian..... | 53 |
| 4.4.1 Kenaikan BBM 1 Maret 2005..... | 53 |
| 4.4.1.1 Pengujian Hipotesis 1..... | 53 |
| 4.4.1.2 Pengujian Hipotesis 2..... | 56 |
| 4.4.1.3 Pengujian Hipotesis 3..... | 57 |
| 4.4.2 Kenaikan BBM 1 Oktober 2005..... | 58 |
| 4.4.2.1 Pengujian Hipotesis 1..... | 58 |
| 4.4.2.2 Pengujian Hipotesis 2..... | 61 |
| 4.4.2.3 Pengujian Hipotesis 3..... | 63 |

| | |
|--|-----------|
| 4.4.3 Pengujian Hipotesis 4..... | 64 |
| 4.5 Pembahasan | 65 |
| BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN..... | 67 |
| 5.1 Kesimpulan..... | 67 |
| 5.2 Implikasi Kebijakan..... | 68 |
| 5.3 Keterbatasan Penelitian..... | 69 |
| 5.4. Agenda Penelitian Mendatang..... | 69 |
| Daftar Refrensi | 70 |

DAFTAR TABEL

| | | |
|------------|--|----|
| Tabel 1 | IHSG dan Indeks LQ 45, 5 hari sebelum dan sesudah kenaikan harga BBM..... | 5 |
| Tabel 2.1 | Daftar Penelitian Terdahulu..... | 27 |
| Tabel 4.1 | Sampel perusahaan persektor..... | 45 |
| Tabel 4.2 | Rata-rata abnormal return saham 5 hari sebelum hingga 5 hari sesudah pengumuman kenaikan BBM Periode Maret dan Oktober 2005..... | 48 |
| Tabel 4.3 | Rata-rata TVA pada 5 hari sebelum hingga 5 hari sesudah pengumuman BBM Periode Maret dan Oktober 2005..... | 50 |
| Tabel 4.4 | Pengujian Normalitas data One-Sample KolmogorovSmimov Test..... | 52 |
| Tabel 4.5 | Uji beda abnormal return selama periode peristiwa kenaikan harga BBM 1 Maret 2005..... | 54 |
| Tabel 4.6 | Uji beda abnormal return saham selama kenaikan harga BBM 1 Maret 2005..... | 55 |
| Tabel 4.7 | Uji beda <i>abnormal return</i> saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Maret 2005..... | 56 |
| Tabel 4.8 | Uji beda TVA saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Maret 2005..... | 57 |
| Tabel 4.9 | Uji beda abnormal return selama periode peristiwa kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005..... | 60 |
| Tabel 4.10 | Uji beda abnormal return saham selama kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005.... | 61 |
| Tabel 4.11 | Uji beda <i>abnormal return</i> saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005..... | 62 |
| Tabel 4.12 | Uji beda TVA saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005..... | 63 |
| Tabel 4.13 | Uji beda rata-rata <i>abnormal return</i> saham pada kenaikan harga BBM 1 Maret 2005 dengan kenaikan BBM 1 Oktober 2005..... | 64 |

DAFTAR GAMBAR

| | | |
|------------|--|----|
| Gambar 2.1 | Kerangka Pemikiran Teoritis..... | 29 |
| Gambar 3.1 | Periode Waktu | 34 |
| Gambar 4.1 | Perubahan return saham periode pengumuman kenaikan BBM 1 Maret 2005..... | 47 |
| Gambar 4.2 | Perubahan return saham periode pengumuman kenaikan BBM 1 Oktober 2005.... | 47 |
| Gambar 4.3 | Perubahan <i>abnormal return</i> saham periode pengumuman kenaikan BBM 1 Maret dan 1 Oktober 2005..... | 50 |
| Gambar 4.4 | Perubahan rata-rata TVA periode pengumuman kenaikan BBM 1 Maret dan 1 Oktober 2005..... | 51 |
| Gambar 4.5 | <i>Average Abnormal Return (AAR)</i> dan <i>Cummulative AAR (CAAR)</i> periode pengumuman kenaikan BBM 1 Maret 2005..... | 53 |
| Gambar 4.6 | <i>Average Abnormal Return (AAR)</i> dan <i>Cummulative AAR (CAAR)</i> periode pengumuman kenaikan BBM 1 Oktober 2005..... | 59 |

DAFTAR LAMPIRAN

| | | |
|------------|---|----|
| Lampiran 1 | Pengujian Normalitas data One-Sample Kolmogorov Smimov Test..... | 73 |
| Lampiran 2 | Uji beda abnormal return selama periode peristiwa kenaikan harga BBM 1 Maret 2005..... | 74 |
| Lampiran 3 | Uji beda <i>abnormal return</i> saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Maret 2005..... | 75 |
| Lampiran 4 | Uji beda TVA saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Maret 2005..... | 76 |
| Lampiran 5 | Uji beda abnormal return selama periode peristiwa kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005..... | 77 |
| Lampiran 6 | Uji beda <i>abnormal return</i> saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005..... | 78 |
| Lampiran 7 | Uji beda TVA saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005..... | 79 |
| Lampiran 8 | Uji beda abnormal return periode peristiwa kenaikan harga BBM 1 Maret dan 1 Oktober Oktober 2005..... | 80 |
| Lampiran 9 | Daftar 29 Perusahaan sampel penelitian perusahaan yang masuk dalam LQ45 secara konsisten dan tidak melakukan corporate action pada peristiwa kenaikan harga BBM 1 Maret dan 1 Oktober 2005..... | 81 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kebutuhan subsidi BBM di tahun 2005 dirasakan cukup besar, hal tersebut dikarenakan terjadinya kenaikan harga minyak mentah di pasar internasional. Dalam rangka peningkatan efisiensi dan efektifitas pengeluaran rutin serta dengan berbagai pertimbangan yang lain, pemerintah mengambil kebijakan untuk mengupayakan pengurangan atau penurunan subsidi BBM melalui peningkatan harga jual BBM. Pada tahun 2005 penyesuaian harga atau kenaikan harga jual BBM telah dilakukan sebanyak 2 kali, yaitu pada tanggal 1 Maret 2005 dan 1 Oktober 2005.

Penurunan subsidi BBM yang dilakukan oleh pemerintah di satu sisi akan mengurangi beban pengeluaran pemerintah dalam anggaran dan beban subsidi dapat dialokasikan untuk kepentingan yang lain, namun di sisi lain kebijakan tersebut mengharuskan pemerintah untuk menaikkan harga jual BBM. Dengan adanya kenaikan harga BBM tersebut dapat dipastikan menimbulkan apa yang disebut dengan *efek spiral*. *Efek spiral* yang bakal muncul adalah adanya kenaikan harga semua barang dan jasa. Sektor yang langsung terpengaruh oleh kenaikan harga BBM adalah sektor transportasi dan sektor industri.

Di sektor transportasi, akibat kenaikan harga BBM praktis akan menaikkan tarif jasa angkutan penumpang dan barang. Dalam operasi angkutan pengeluaran untuk BBM menyedot sekitar 15% - 25 % DOC (*direct operating cost*). Di sektor

industri, kenaikan harga BBM selain mempengaruhi proses produksi yang menggunakan BBM, juga berpengaruh terhadap sektor transportasi baik angkutan bahan baku maupun distribusi hasil produksi. Kondisi ini tentunya akan mempengaruhi biaya produksi. Dengan meningkatnya biaya produksi diprediksikan harga jual produk akan mengalami kenaikan pula, dan selanjutnya akan mendorong laju inflasi (Handoko dan Susilo, 2000).

Aktifitas suatu sektor dalam perekonomian tidak terlepas dengan sektor-sektor perekonomian lainnya, sehingga kebijakan yang berkaitan langsung dengan sektor tersebut akan berimbas pada perekonomian secara makro (Purwoto, 1997). Demikian pula penurunan subsidi BBM yang berpengaruh langsung pada sektor transportasi dan sektor industri, pada akhirnya juga akan berdampak pada sektor-sektor lain dalam perekonomian (Susilo, 2002)

Pasar modal di Indonesia dalam perkembangannya telah menunjukkan sebagai bagian dari instrumen perekonomian yang mempertemukan modal dari pihak yang kelebihan dana (investor) dengan pihak yang membutuhkan dana. Oleh karena itu komitmen pemerintah Indonesia terhadap peran Pasar Modal tercermin di dalam Undang Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal, dimana dinyatakan bahwa Pasar Modal mempunyai peran yang strategis dalam pembangunan nasional, sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat.

Sebagai salah satu instrumen perekonomian, maka Pasar Modal tidak terlepas dari pengaruh yang berkembang di lingkungannya, baik yang terjadi di lingkungan ekonomi mikro yaitu peristiwa atau keadaan para emiten, seperti laporan kinerja, pembagian deviden, perubahan strategi perusahaan atau keputusan strategis dalam Rapat Umum Pemegang Saham akan menjadi informasi yang menarik bagi para investor di Pasar Modal. Disamping lingkungan ekonomi mikro, perubahan lingkungan yang dimotori oleh kebijakan-kebijakan makro ekonomi kebijakan moneter, kebijakan fiskal maupun regulasi pemerintah dalam sektor riil dan keuangan, akan pula mempengaruhi gejolak di Pasar Modal (Suryawijaya dan Setiawan, 1998).

Resiko investasi di Pasar Modal pada prinsipnya sangat terkait erat dengan terjadinya volatilitas harga saham, dimana naik turunnya harga saham ini dipengaruhi oleh informasi. Suatu informasi yang membawa kabar baik (*good news*) akan menyebabkan harga saham naik, dan sebaliknya informasi tersebut buruk (*bad news*) akan menyebabkan harga saham turun. Informasi makro berkenaan dengan kondisi pasar berupa berita politik, kebijakan ekonomi nasional, serta kebijakan berkaitan dengan pasar modal. Informasi mikro adalah informasi yang berkaitan dengan kondisi perusahaan seperti kebijakan *dividen payment*, investasi, *new product launching*. Informasi yang dimiliki oleh investor akan tertransformasi dalam bentuk naik-turunnya volume transaksi harian dan frekuensi transaksinya. Volatilitas terjadi karena ada sebagian informasi privat yang terungkap

melalui proses transaksi, dan bukan karena peningkatan penyebaran informasi publik (Wibowo, 2004).

Tingkat kepekaan dinamika Pasar Modal akan berkembang sensitivitasnya, tidak hanya di pengaruhi oleh faktor-faktor ekonomi mikro dan makro ekonomi saja, akan tetapi faktor-faktor non ekonomi, seperti peristiwa-peristiwa ketatanegaraan yang sarat dengan nuansa politik dan kebijakan yang diambil oleh pemerintah telah pula mempengaruhi pergerakan Pasar Modal. Sejak bulan Mei 2004 harga minyak dunia pada kisaran 40 dolar AS per barel dan harga ini terus bergerak naik selama tahun 2005 hingga lebih dari 60 dolar AS per barel. Kenaikan harga BBM yang terjadi pada tanggal 1 Maret 2005 dan 1 Oktober 2005 memungkinkan berdampak ke pasar modal. Mengingat minyak berfungsi sebagai bahan bakar dan bahan proses produksi bagi industri, maka kenaikan harga minyak menyebabkan beban biaya produksi bagi industri sehingga akan melemahkan aspek fundamental perusahaan. Dampaknya harga saham perusahaan akan cenderung mengalami penurunan. Hal ini merupakan faktor yang menjadikan indeks bursa regional mengalami penurunan termasuk dampaknya pada IHSG di BEJ (Wahyudi, 2004).

Berdasarkan data pada waktu kenaikan harga BBM pada tanggal 1 Maret dan 1 Oktober 2005, justru setelah pengumuman kenaikan menunjukkan kenaikan harga saham yang tercermin dengan kenaikan IHSG. Perkembangan IHSG dan indeks LQ 45 pada saat kenaikan harga BBM dapat dilihat pada tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1:
IHSG dan Indeks LQ 45, 5 hari sebelum dan sesudah kenaikan harga BBM

| Kenaikan 1 Maret 2005 | | | Kenaikan 1 Oktober 2005 | | |
|---|-----------|---------|---|-----------|---------|
| Tanggal | IHSG | LQ 45 | Tanggal | IHSG | LQ 45 |
| 22-Feb-05 | 1,099.913 | 239.077 | 26-Sep-05 | 1,034.585 | 225.479 |
| 23-Feb-05 | 1,102.926 | 239.792 | 27-Sep-05 | 1,037.634 | 226.261 |
| 24-Feb-05 | 1,102.019 | 239.703 | 28-Sep-05 | 1,027.888 | 223.725 |
| 25-Feb-05 | 1,083.376 | 235.152 | 29-Sep-05 | 1,048.302 | 228.410 |
| 28-Feb-05 | 1,073.828 | 233.071 | 30-Sep-05 | 1,079.275 | 235.810 |
| Rata-rata 5 hari sebelum kenaikan | 1,092.412 | 237.359 | Rata-rata 5 hari sebelum kenaikan | 1,045.537 | 227.937 |
| 1-Mar-05 | 1,093.281 | 237.449 | 1-Oct-05 | libur | |
| Indeks setelah kenaikan | | | Indeks setelah kenaikan | | |
| 2-Mar-05 | 1,082.747 | 234.150 | 3-Oct-05 | 1,083.414 | 237.323 |
| 3-Mar-05 | 1,094.596 | 236.474 | 4-Oct-05 | 1,101.166 | 242.084 |
| 4-Mar-05 | 1,103.008 | 238.604 | 5-Oct-05 | 1,104.055 | 241.891 |
| 7-Mar-05 | 1,105.298 | 239.572 | 6-Oct-05 | 1,096.376 | 238.138 |
| 8-Mar-05 | 1,114.207 | 241.533 | 7-Oct-05 | 1,094.652 | 236.663 |
| Rata-rata 5 hari Setelah kenaikan | 1,099.971 | 238.067 | Rata-rata 5 hari setelah kenaikan | 1,095.933 | 239.220 |

Sumber :Pojok BEJ,JSX 2005,yang telah diolah

Kenaikan harga BBM yang terjadi pada tanggal 1 Maret 2005 terjadi pada hari Selasa dan IHSG pada tanggal tersebut ditutup pada posisi 1.093,281 sedangkan indeks LQ 45 pada posisi 237,449. Pada hari itu justru mengalami kenaikan IHSG dan indeks LQ dibanding satu hari sebelum kenaikan harga BBM. Sedangkan

kenaikan harga BBM pada tanggal 1 Oktober 2005 bertepatan dengan hari Sabtu dimana seluruh bursa saham libur. Bursa saham dibuka kembali pada hari Senin 3 Oktober 2005. Satu hari sebelum kenaikan harga BBM, IHSG pada posisi 1.079,28 dan indeks LQ 45 pada posisi 235,81. Setelah kenaikan harga BBM, IHSG dan LQ 45 justru mengalami kenaikan. Dari kedua peristiwa tersebut bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi (2004) bahwa dampak kenaikan harga BBM maka harga saham perusahaan akan cenderung mengalami penurunan.

Menurut Suryawijaya dan Setiawan (1998) *Trading Volume Activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar modal. Para investor dapat juga melakukan pengamatan tentang informasi volume perdagangan dikaitkan dengan harga saham. Saham dengan volume perdagangan tinggi akan menghasilkan return saham yang tinggi (Chordia et al, 2000). Beberapa peneliti menunjukkan hasil yang berbeda, penelitian yang dilakukan Cheng et al, (2001) menyatakan volume perdagangan tidak signifikan mempengaruhi *return* saham sementara penelitian yang dilakukan Chen et al, (2001) menunjukkan volume perdagangan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Berdasarkan kondisi tersebut di atas, maka penelitian ini berusaha mengkaji kaitan antara perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan di Bursa Efek Jakarta dengan kejadian kenaikan harga BBM yang terjadi selama tahun

2005 dengan Proxy saham-saham LQ 45. Penelitian ini mencoba menguji kekuatan informasi (*information content*) dari suatu peristiwa terhadap aktivitas di bursa efek, atau mengamati reaksi pasar modal terhadap event berupa kenaikan harga BBM.

1.2. Perumusan Masalah

Suatu informasi akan mendapatkan reaksi pasar hanya apabila informasi memiliki kandungan nilai ekonomi. Untuk mengukur seberapa besar reaksi pasar ini dapat digunakan pendekatan abnormal return. Suatu peristiwa yang mengandung informasi akan memberikan abnormal return dan sebaliknya peristiwa yang tidak mengandung informasi tidak akan memberikan abnormal return bagi investor (Jogiyanto, 2000).

Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang selalu dicari para pelaku pasar modal dalam upaya melakukan pengambilan keputusan investasi. Namun tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga, akibatnya para pelaku pasar modal harus secara tepat memilah informasi-informasi yang layak (relevan) dijadikan pertimbangan pengambilan keputusan.

Selama tahun 2005 harga minyak dunia mengalami kenaikan dari kisaran 40 dolar AS per barel hingga kisaran 60 dolar AS per barel. Mengingat minyak berfungsi sebagai bahan bakar dan bahan proses produksi bagi industri, maka kenaikan harga minyak menyebabkan beban biaya produksi bagi industri sehingga akan melemahkan aspek fundamental perusahaan. Dampaknya harga saham

perusahaan akan cenderung mengalami penurunan. Dengan adanya perubahan angka indeks sebelum dan setelah kenaikan harga BBM, maka dalam penelitian ini akan dibahas beberapa masalah yang berkaitan dengan adanya perubahan angka indeks, antara lain :

1. Apakah kenaikan harga BBM tersebut memberikan *abnormal return*.
2. Apakah ada perbedaan *abnormal return* sebelum kenaikan harga BBM dan *abnormal return* setelah kenaikan harga BBM.
3. Apakah ada perbedaan aktivitas perdagangan sebelum dan setelah kenaikan harga BBM .
4. Apakah ada perbedaan *abnormal return* kenaikan 1 Maret 2005 dengan 1 Oktober 2006.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

- a. Untuk menganalisis kandungan informasi (*information content*) kenaikan harga BBM ditinjau dari *abnormal return*.
- b. Untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan *abnormal return* sebelum dan setelah kenaikan harga BBM.
- c. Untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan aktivitas volume perdagangan sebelum dan setelah kenaikan harga BBM.
- d. Untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan *abnormal return* kenaikan 1 Maret 2005 dengan 1 Oktober 2005.

1.4. Kegunaan Penelitian

Penelitian mengenai diharapkan dapat memberikan kegunaan sebagai berikut :

1. Secara teoritis, sebagai bahan masukan bagi pengembangan pengetahuan khususnya di bidang pasar modal.
2. Dengan penelitian mengenai uji beda abnormal return dan TVA sebelum dan sesudah kenaikan harga BBM ini diharapkan bagi peneliti dapat menerapkan ilmu dan teori yang diperoleh selama kuliah.
3. Bagi calon investor, investor, dan analis keuangan dapat berguna sebagai bahan dalam mempertimbangkan strategi investasi yang efektif untuk memprediksi harga saham di masa yang akan datang dan menetapkan keputusan investasi pada sekuritas saham.
4. Bagi emiten, penelitian ini diharapkan dapat berguna dalam mempertimbangkan penetapan keputusan yang berkaitan dengan harga saham pada pasar modal di Indonesia khususnya PT Bursa Efek Jakarta (PT BEJ).
5. Bagi pihak lain, dapat digunakan untuk menambah pengetahuan dan informasi mengenai hal-hal yang berkaitan dengan kondisi pasar modal Indonesia.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Telaah Pustaka

Pasar modal merupakan pasar dari berbagai instrument keuangan jangka panjang yang dapat diperjual belikan. Produk yang paling banyak diperdagangkan di bursa efek adalah saham biasa atau common stock. Kelebihan dari investasi pada saham biasa adalah kemampuannya untuk memberikan keuntungan atau rate of return. Akan tetapi hal tersebut tergantung pada perkembangan perusahaan penerbit saham (Prasetya, 2003)

Para pelaku pasar modal harus bisa memilah-milah informasi. Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh pelaku pasar modal dalam upaya pengambilan keputusan. Namun tidak semua informasi itu berharga , bahkan sebagian besar informasi yang ada tidak relevan dengan aktivitas pasar modal. Dalam penelitiannya, Marston (1996), menemukan dua sebab utama buruknya informasi, yaitu pertama karena kualitas informasi yang kurang berharga. Kualitas informasi terkait erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tersebut. Dari muatan informasi tersebut dapat dilihat relevan atau tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal. Sedangkan yang kedua adalah distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar (Suryawijaya dan Setiawan, 1998).

Dalam penelitian Wibowo (2004) mengatakan bahwa informasi mempengaruhi harga saham. Informasi makro berkenaan dengan kondisi pasar berupa berita

politik, kebijakan ekonomi nasional, serta kebijakan berkaitan dengan pasar modal. Informasi mikro adalah informasi yang berkaitan dengan kondisi perusahaan seperti kebijakan *dividen payment*, investasi, *new product launching*. Informasi yang dimiliki oleh investor akan tertransformasi dalam bentuk naik-turunnya volume transaksi harian dan frekuensi transaksinya. Dalam penelitian yang dilakukan di *NYSE*, *BEJ* menemukan bahwa Informasi yang terjadi di *BEJ* secara signifikan mempengaruhi perdagangan di *NYSE*. *Return trading hours* dan *non trading hours* serta *volatilitas* return secara signifikan dipengaruhi oleh informasi.

Menurut Jogianto (2000) dijelaskan bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia. Selanjutnya dikatakan bahwa tidak hanya informasi yang masuk ke dalam pasar modal yang dipakai oleh investor dalam pengambilan keputusan, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia.

2.1.1 Event Study

Event Study adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada abnormal return yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu (Peterson, 1989). Jogiyanto (2000) mengatakan peristiwa (*event*) yang dimaksud adalah event yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk mengukur kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji pasar bentuk setengah kuat.

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

Mac Kinlay (1997) dalam Hasanudin dan Sutapa (2004) mengatakan kegunaan *event study* adalah memberikan rasionalitas di dalam pasar, bahwa efek suatu peristiwa akan segera dengan cepat terefleksi pada harga suatu surat berharga di pasar modal. Dari pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa *event study* adalah suatu metode untuk mengukur efek suatu peristiwa tertentu misal peristiwa ekonomi, keuangan, dan nonekonomi terhadap nilai suatu perusahaan yang tercermin dengan adanya perubahan harga dan aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity*) surat berharga dipasar modal. Perubahan harga surat berharga bisa dilihat pada *abnormal return*.

Menurut Fama (1991) dalam Suryawijaya dan Setiawan (1998) kecepatan reaksi harga saham terhadap suatu kejadian menggambarkan tingkat efisiensi pasar. Pasar dikatakan efisien (dalam bentuk setengah kuat) jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya informasi baru dan relevan yang tersedia. Berdasarkan pengertian tersebut ada dua unsur pokok yang merupakan ciri utama pasar modal yang efisien yaitu : tersedianya informasi yang relevan dan harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru.

2.1.2 Pasar Modal Efisien

Menurut Affandi, et al (1998), masalah pasar modal yang efisien adalah salah satu tema terpenting dalam bidang keuangan. Pasar modal dikatakan efisien bila harga-harga efek telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Harga-harga cepat menyesuaikan bila ada informasi baru, dan setelah penyesuaian para investor tidak akan mampu mendapatkan imbalan abnormal dari setiap tindakannya.

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

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

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tidak secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Efisiensi pasar bentuk lemah ini

berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

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

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

- a. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*). Contoh dari informasi yang dipublikasikan ini misalnya adalah pengumuman laba, pengumuman pembagian deviden, pengumuman pengembangan prroduk baru, pengumuman merjer dan akuisisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, pengumuman pergantian pemimpin perusahaan dan lain sebagainya.

- b. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut. Contoh dari informasi ini misalnya adalah regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan (*reserved requirement*) yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas tidak hanya sebuah bank saja, tetapi mungkin semua emiten di dalam industri perbankan.
- c. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak ke harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan di suatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan.

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

3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strongform*)

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

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

2.1.3. Return Saham

Harga dasar suatu saham sangat erat kaitannya dengan harga pasar suatu saham. Harga dasar suatu saham dipergunakan di dalam perhitungan indeks harga saham. Harga saham adalah harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Kebanyakan harga saham berbeda dengan nilai saham, makin sedikit informasi yang bisa diperoleh untuk menghitung nilai saham, makin jauh perbedaan tersebut (Jogiyanto, 2000)

Dalam melakukan investasi dalam saham, seorang investor selalu mengharapkan adanya *return* atau keuntungan. *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Robert Ang, 1997). Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima

oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal (saham perusahaan *go public*) biasa diistilahkan dengan *return*. Dalam pasar saham tidak selalu menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi investor. Namun beberapa komponen return saham yang memungkinkan pemodal meraih keuntungan adalah deviden, saham bonus, dan *capital gain*.

Komponen suatu return terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran bersifat periodik seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, *dividend* dan sebagainya. Disebut juga pendapatan lancar maksudnya adalah keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan dengan cepat. Misalnya kupon bunga obligasi yang membayar bungan dalam bentuk giro/cek, yang tinggal diuangkan, demikian juga *dividend* saham, yaitu dibayarkan dalam bentuk saham, yang dikonversi menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya (Robert Ang, 1997).

Komponen kedua dari return adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih harga jual dengan harga beli suatu instrumen investasi. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen return berupa *capital gain* atau *capital loss*. *Capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut habis diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan maka

akan timbul perubahan-perubahan nilai suatu investasi. Investasi yang dapat memberikan *capital gain* seperti obligasi dan saham, sedangkan yang tidak memberikan komponen *return capital gain* seperti sertifikat deposito, tabungan dan sebagainya.

Return dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi dan hitung berdasarkan data histori dan *return* realisasi itu penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi (*expected return*) dan resiko di masa mendatang.

Return saham sesungguhnya ($R_{i,t}$) diperoleh dari harga saham harian sekuritas i pada waktu ke- t ($P_{i,t}$) dikurangi harga saham harian sekuritas i pada waktu ke $t-1$ ($P_{i,t-1}$), dibagi harga saham harian sekuritas i pada waktu $t-1$ ($P_{i,t-1}$) atau dengan rumus:

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

Sedangkan untuk mendapat *return* atau keuntungan tertentu seorang investor juga harus memperhatikan resiko yang akan ditanggungnya jika ingin memperoleh *return* tertentu. Resiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaan, berarti semakin besar resiko investasi tersebut. Resiko terdiri dari bermacam-macam sebab, antara lain adalah resiko suku bunga, resiko pasar, resiko inflasi, resiko bisnis,

resiko finansial, resiko likuiditas, resiko nilai tukar mata uang. Adapun resiko dibagi dalam jenis resiko, yaitu resiko umum (*general risk*) yang merupakan resiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Dan yang satu adalah resiko spesifik (resiko perusahaan) adalah resiko yang tidak berkaitan dengan perubahan pasar secara keseluruhan.

2.1.4. Expected Return

Expected return saham merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor. Dalam menghitung *Expected return* dapat diukur dengan menggunakan pendekatan

a. Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Expected return diukur dengan mempertimbangkan *return* pasar dan suku bunga bebas risiko. Model CAPM yang digunakan sebagai dasar perhitungan *expected return* adalah sebagai berikut: $E(R_i) = R_f + \beta (R_m - R_f)$, dimana R_f adalah tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*) yang dalam hal ini digunakan rata-rata suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) harian yang nilai disesuaikan dari suku bunga SBI tahunan. R_m adalah *return* pasar yang dalam hal ini digunakan *return* indeks LQ-45, dan β adalah beta masing-masing saham yang dihitung dengan menggunakan interpolasi dengan menggunakan data *return* harian. *Return* saham harian dan *return* pasar harian dihitung berdasarkan formula tradisional, yaitu prosentase selisih dari nilai periode t terhadap nilai periode t-1 dibagi nilai periode t-1 dan hasilnya dikalikan dengan seratus persen.

Abnormal return saham merupakan selisih antara *return* sesungguhnya (*actual return*) dan *return* yang diharapkan (*expected return*). *Abnormal return* bisa bernilai positif atau negatif.

b. Single Index Market Model (SIMM)

Pendapatan saham yang diharapkan (*expected return*) adalah pendapatan yang diharapkan dari suatu saham di masa datang, yang sesuai dengan tingkat resiko dari saham tersebut. Sebelum menghitung *expected return* terlebih dahulu Mencari besarnya koefisien nilai *alfa* dan *beta* untuk masing-masing saham dengan cara meregresikan $R_{i,t}$ dengan R_{mt} selama periode yang diteliti. Menghitung *normal return* dengan menggunakan nilai *alfa* dan *beta* yang dihitung sebelumnya, sedangkan *market return* yang digunakan adalah *market return* selama periode penelitian. Dihitung dengan menggunakan *Single Index Market Model (SIMM)*, yaitu dengan rumus :

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

2.1.5. Abnormal Return

Abnormal return adalah *return* yang didapat investor yang tidak sesuai dengan pengharapan. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang didapatkan. Selisih *return* akan positif jika *return* yang didapatkan lebih besar dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung. Sedangkan *return* akan negatif jika *return* yang didapat lebih kecil dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung.

Abnormal return dapat terjadi karena adanya kejadian - kejadian tertentu, misalnya hari libur nasional, awal bulan, awal tahun, suasana politik yang tidak menentu, kejadian-kejadian yang luar biasa, stock split, penawaran perdana saham, dan lain-lain.

Studi peristiwa menganalisis *return* tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi (Jogiyanto, 2000).

Untuk menghitung *abnormal return* dari saham *i* pada hari ke *t* digunakan formula sebagai berikut :

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

Dimana:

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

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

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

2.1.6 Trading Volume Activity

Volume perdagangan saham, selanjutnya disebut TVA, dipergunakan untuk mengukur apakah para pemodal individu mengetahui informasi yang dikeluarkan perusahaan dan menggunakannya dalam pembelian atau penjualan saham, sehingga akan mendapatkan keuntungan di atas normal (*abnormal return*). Saham yang

dimaksudkan adalah saham biasa yang diperdagangkan di pasar modal Indonesia, khususnya BEJ.

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

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

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

suatu pengumuman yang tidak membawa informasi baru tidak akan mengubah kepercayaan investor, sehingga mereka tidak melakukan perdagangan.

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

Penelitian terhadap volume perdagangan juga dilakukan oleh Beaver yang menekankan lebih banyak pada faktor-faktor *non earning* yang mendorong volume perdagangan pada saat pengumuman *earning*. Sampel dipergunakan sebanyak 143 perusahaan dengan periode 1961-1965. Sampel dibatasi pada perusahaan yang tidak mengumumkan dividen pada saat minggu *earning* tahunan diumumkan, sehingga dampak dari salah satu *non-earning* potensial mendorong volume perdagangan menjadi minimum. Hal yang sama sebuah eksperimen yang patut diperhitungkan adalah Beaver meneliti volume perdagangan pada periode *earning* relatif diumumkan, dibandingkan dengan periode non pengumuman akibatnya volume perdagangan sesuai dengan faktor-faktor yang mempengaruhi kontinuitas perdagangan.

Ukuran volume perdagangan saham (*Trading Volume Activity*) yang dipergunakan oleh Beaver adalah meneliti volume perdagangan mingguan

selama 17 minggu. Beaver melaporkan terjadi kenaikan volume yang agak dramatis pada saat minggu pengumuman (minggu 0). Rata-rata volume perdagangan pada minggu 0 adalah 33% lebih besar dibandingkan rata-rata volume selama periode non laporan, yang juga merupakan nilai observasi terbesar selama 17 minggu pengamatan. Pemodal menggeser posisi portfolio pada saat pengumuman *earning* dan pergeseran ini konsisten dengan isi laporan *earning* mempunyai kandungan informasi yang memuaskan.

2.2 Penelitian Terdahulu

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

Namusisi (1996) menguji efisiensi Bursa efek Jakarta dengan menggunakan *event listing* saham (emisi saham baru pada pasar sekunder maupun emisi saham tambahan seperti *rights issue* dan *bonus share*) pada periode pengamatan 1993 - 1995 dengan sampel sejumlah 155 emiten. Namusisi (1996) tidak menemukan adanya *abnormal return* yang konsisten saat terjadinya emisi saham baru, sehingga Namusisi

(1996) menarik kesimpulan bahwa Bursa Efek Jakarta sudah mencapai bentuk efisiensi setengah kuat.

Susiyanto (1997) juga menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan *event* pengumuman deviden (yang dipisahkan dengan pengumuman deviden turun, deviden tetap maupun deviden naik) pada periode 1994 -1996 dengan menggunakan seluruh emiten (yang akan mengumumkan rencana pembagian devidennya). Susiyanto (1997) menemukan hal yang sama seperti yang ditemukan oleh Namusisi (1997), yaitu tidak adanya *abnormal return* yang signifikan secara konsisten sehubungan dengan *event* yang diteliti. Susiyanto (1997) kemudian menyimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta sudah mencapai efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*Semi strong form efficiency*).

Affandi, et al (1998) menguji efisiensi bentuk setengah kuat pada BEJ periode 1996-1997, dengan event pengumuman laba bersih perusahaan, dengan sample 50 saham, hasil penelitian menunjukkan bahwa harga saham bereaksi lambat terhadap pengumuman laba, sehingga mengindikasikan bahwa BEJ belum efisien dalam bentuk setengah kuat.

Suryawijaya dan Setiawan (1998) meneliti tentang reaksi harga saham terhadap peristiwa politik yang berupa pengambilalihan kantor PDI tanggal 27 Juli 1996. Dengan menggunakan sample saham sebanyak 37 saham yang aktif dan likuid di BEJ. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia bereaksi terhadap peristiwa politik "27 Juli 1996". Tapi reaksi yang terjadi adalah negatif (*abnormal return* yang negatif dan signifikan) terjadi secara spontan dan

event date. Namun setelah 3 hari terjadi perubahan arah (*rebound*) pada abnormal return menjadi positif, sebagai reaksi pernyataan pemerintah bahwa kerusuhan telah terkendali dan memberikan jaminan akan kestabilan politik, sehingga semua kegiatan bisa berlangsung lagi.

Tatiek, et al (1999) meneliti tentang reaksi harga saham terhadap pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto. Dalam penelitian ini disimpulkan bahwa BEJ tidak efisien dalam bentuk efisien setengah kuat, karena ternyata harga saham tidak bereaksi saat ada pengumuman tentang pergantian kepemimpinan Suharto

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

Rustamadji (2001) yang meneliti tentang ekspektasi investor di BEJ terhadap peristiwa politik. Dalam penelitian ini, dikatakan bahwa kasus Buloggate dan Brunaigate menimbulkan reaksi di pasar modal dan memberikan abnormal return pada investor pada hari ke lima sebelum peristiwa dan enam hari setelah peristiwa.

Nurwanto (2004) meneliti tentang rekasi pasar modal terhadap kasus bom Bali, bom Makasar dan bom Mariot. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketiga kasus bom tersebut memberikan abnormal return setelah event day.

Tabel 2.1
Daftar Penelitian Terdahulu

| No | Penulis (tahun) | Judul | Hasil |
|----|--|---|---|
| 1 | Namusisi, Fatumah N (1996) | <i>Analysist of Stock Price Response to Share Listing on Jakarta Stock Exchange: AN Efficient Capital Market Test</i> | Tidak menemukan adanya <i>abnormal return</i> yang konsisten saat terjadinya emisi saham baru |
| 2 | Susiyanto, ME (1997) | Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia: Bentuk Lemah dan Bentuk Setengah Kuat pada Periode 1994-1996 | Tidak adanya <i>abnormal return</i> yang signifikan secara konsisten sehubungan dengan <i>event</i> yang diteliti. |
| 3 | Affandi, Untung dan Siddharta Utama (1998) | Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta | Harga saham bereaksi lambat terhadap pengumuman laba |
| 4 | Suryawijaya M A, dan F A Setiawan (1998) | Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri, Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996 | Pasar modal di Indonesia bereaksi terhadap peristiwa politik "27 Juli 1996". Tapi reaksi yang terjadi adalah negatif (<i>abnormal return</i> yang negatif dan signifikan) terjadi secara spontan dan <i>event date</i> |
| 5 | Tatiek N, Mutaminah, dan Siyamtiyah . (1999) | Reaksi Harga Saham di BEJ terhadap Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Soeharto | BEJ tidak efisien dalam bentuk efisien setengah kuat, karena ternyata harga saham tidak bereaksi saat ada pengumuman tentang pergantian kepemimpinan Suharto |

| No | Penulis (tahun) | Judul | Hasil |
|----|-----------------------------|--|---|
| 6 | Paultje, Novi (2001) | Reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Kabinet Baru | Pasar modal di Indonesia tidak efisien secara informasi, reaksi pasar sebelum dan sesudah peristiwa berbeda dengan beda <i>abnormal return</i> yang cukup signifikan, dan tidak ada aktifitas perdagangan yang menonjol dan berbeda, jadi volume aktivitas perdagangan tidak ada perubahan yang signifikan. |
| 7 | Rustamadji, Gathot R (2001) | Analisis Ekspektasi Investor di Bursa Efek Jakarta terhadap Peristiwa Politik (<i>Event Study</i> : Peristiwa Keputusan Memorandum oleh DPR dalam Kasus Buloggate dan Bruneigate) | Kasus Buloggate dan Brunaigate menimbulkan reaksi di pasar modal dan memberikan <i>abnormal return</i> pada investor pada hari ke lima sebelum peristiwa dan enam hari setelah peristiwa. |
| 8 | Nurwanto (2004) | Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Bom Bali, Bom Makasar, dan Bom Mariot (Studi Kasus di BEJ dengan Proksi Saham-saham LQ45) | Ketiga kasus bom tersebut memberikan <i>abnormal return</i> setelah <i>event day</i> . |

Sumber : Data penelitian terdahulu yang diolah

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis

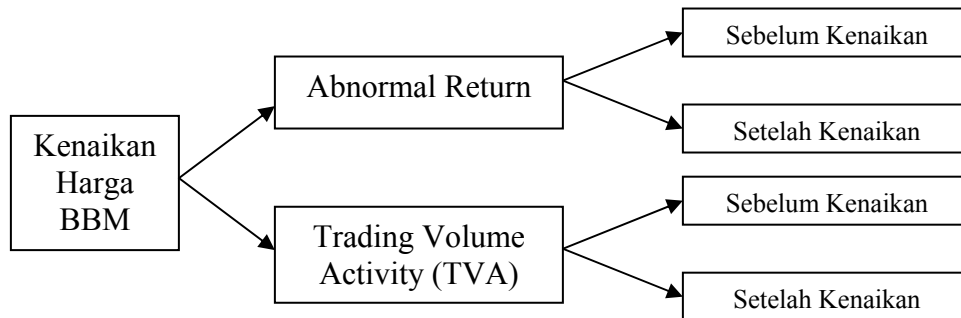
Kenaikan harga BBM tanggal 1 Maret 2005 dan 1 Oktober 2005 secara nyata menyebabkan adanya fluktuasi harga saham di Bursa Efek Jakarta. Sekalipun ada fluktuasi harga saham di Bursa Efek ini, tetapi belum diketahui apakah peristiwa tersebut mengandung muatan informasi. Apabila peristiwa tersebut mengandung muatan informasi, maka akan terlihat adanya *abnormal return*. Reaksi

pasar modal terhadap adanya kenaikan harga BBM memang bisa diduga mengingat isu seputar kenaikan BBM sudah beredar sebelum tanggal kenaikan. Apabila *abnormal return* yang terjadi dapat secara cepat kembali ke *posisi normal return*, berarti pasar itu efisien setengah kuat. Tetapi bila *abnormal return* itu berlangsung sampai beberapa hari lamanya, berarti pasar itu tidak efisien setengah kuat.

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

Kerangka pemikiran teoritis ini dijelaskan dengan gambar sebagai berikut :

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.4 Perumusan Hipotesis

Hipotesis penelitian merupakan dugaan awal / kesimpulan sementara hubungan pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen sebelum dilakukan penelitian dan harus dibuktikan melalui penelitian. Dimana dugaan

tersebut diperkuat melalui teori / jurnal yang mendasari dan hasil dari penelitian terdahulu. Dari kerangka pemikiran teoritis diatas, maka hipotesis yang dapat diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : Tidak terdapat abnormal return yang signifikan selama kenaikan harga BBM.

H2 : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah kenaikan harga BBM.

H3 : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan setelah kenaikan harga BBM.

H4: Tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* kenaikan 1 Maret 2005 dengan 1 Oktober 2005.

2.5 Definisi Variabel Operasional

Pengertian dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

1. *Abnormal Return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return yang diharapkan atau dapat juga dikatakan bahwa abnormal return merupakan selisih antara return yang sesungguhnya terjadi dengan return ekspektasi

$$AR_{it} = R_{it} - E (R_{it}) \dots\dots\dots(1)$$

Dimana:

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

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

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

2. *Trading Volume Activity* dirumuskan perbandingan jumlah saham i yang diperdagangkan pada saat t dengan jumlah keseluruhan saham i yang beredar saat t.

$$TVA = \frac{\Sigma \text{ saham i yang diperdagangkan waktu t}}{\Sigma \text{ saham i yang beredar saat t}} \dots\dots\dots(2)$$

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data adalah data sekunder, alasannya karena data yang disediakan oleh pihak BEJ sudah dalam bentuk yang telah diolah sehingga peneliti dapat langsung memakai data yang telah diolah tersebut.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah keseluruhan saham yang tercatat dalam LQ 45 pada tahun 2005. Dalam penelitian ini, metode yang dilakukan untuk pengambilan sampel adalah purposive sampling, yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Kriteria yang dimaksud adalah sebagai berikut: perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan yang termasuk dalam kategori LQ45 secara berturut - turut dalam kedua peristiwa kenaikan harga BBM. Hal ini untuk menjaga konsistensi hasil penelitian atas kedua peristiwa tersebut. Kriteria berikutnya adalah saat periode kejadian (*event period*) perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk dalam kategori LQ45 tersebut tidak melakukan *stock split*, pengumuman deviden, *merger*, *right issues*. Jadi sampel yang terpilih ini benar-benar menunjukkan bahwa nantinya return saham tersebut benar-benar bersih dari *confounding effect* yang ditimbulkan oleh perusahaan. Kriteria-kriteria ini diambil supaya penelitian ini bisa lebih

terfokus kepada kemungkinan pengaruh yang timbul akibat adanya kenaikan harga BBM.

Alasan digunakannya perusahaan LQ45 sebagai sampel dalam penelitian ini dikarenakan perusahaan LQ45 merupakan 45 perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi sehingga reaksi pasar yang terjadi akibat kenaikan harga BBM dapat terlihat lebih jelas dan akurat.

3.3 Metode Analisis Data dan Alat Analisis Data

Penelitian ini menggunakan metode analisis *event study* yang banyak dipakai dalam penelitian-penelitian *event study*, antara lain oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998), Affandi, et al (1998), dan Paultje (2001). Langkah pertama yang dilakukan adalah menentukan periode penelitian. Periode penelitian yang digunakan adalah 70 hari bursa yang terdiri dari periode estimasi (*estimation period*) dan periode peristiwa (*event period*). Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah selama 60 hari, yaitu t-65 hingga t-6 sebelum *event day* tanggal 1 Maret 2005 (kenaikan harga BBM 1) dan 1 Oktober 2005 (kenaikan harga BBM 2).

Setelah menentukan periode estimasi, langkah yang dilakukan adalah menentukan periode kejadian (*event period*). Pada penelitian ini periode kejadian yang digunakan adalah selama 10 hari, yang terdiri dari 5 hari sebelum peristiwa, tanggal peristiwa dan 5 hari sesudah peristiwa kenaikan harga BBM tanggal 22 Februari 2005 sampai dengan 8 Maret 2005 (Kenaikan harga BBM I), 26 September 2005 sampai dengan 7 Oktober 2005

(Kenaikan harga BBM II). Waktu lima hari ini diambil karena dianggap bahwa periode tersebut diharapkan dapat mencerminkan reaksi pasar. Jika periode peristiwa yang diambil terlalu singkat, maka dikhawatirkan adanya reaksi pasar yang cukup lama namun tidak dapat terdeteksi pada penelitian yang dilakukan. Sedangkan jika periode peristiwa yang diambil terlalu lama, dikhawatirkan adanya peristiwa lain yang cukup signifikan mempengaruhi hasil penelitiannya. Gambar periode pengamatan yang diambil dapat dilihat pada gambar 3.1.

Gambar 3.1
Periode Waktu

Pengamatan



Alasan pengambilan periode penelitian (*event period*) -5 dan +5 adalah untuk menghindari adanya *confounding effect* akibat pengumuman *stock split*, *merger*, *rights issues*. Dalam pengambilan kesimpulan hanya untuk *event period* t-5 sampai dengan t+5 untuk menghindari *confounding effect* atas peristiwa di luar peristiwa kenaikan harga BBM

Sebelum masuk ke metode analisis dari *event study*, langkah yang diambil adalah data return yang berdistribusi normal, sebab Jogiyanto (1998) mengatakan bahwa data return dari pasar modal yang sedang berkembang diduga mempunyai distribusi yang tidak normal. Jika data return itu tidak berdistribusi normal, maka

ini akan melanggar asumsi dasar dari alat statistik yang digunakan. Dengan dasar inilah, maka dalam penelitian ini perlu dilakukan uji normalitas data return.

3.3.1 Pengujian Hipotesis I

Langkah pertama yang dilakukan pada pengujian hipotesis 1 adalah menghitung *abnormal return*, dimana *abnormal return* suatu saham itu merupakan selisih antara *actual return* dan *expected return*. Untuk menghitung *abnormal return* dari saham i pada hari ke t digunakan formula sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E (R_{it}) \dots\dots\dots (3)$$

Dimana:

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

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

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

Sedang untuk menghitung *Actual Return* atau return realisasi (R_{it}) maka

rumus

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (4)$$

Dimana:

R_{it} = actual return

P_t = harga saham saat t

P_{t-1} = harga saham saat t – 1

Dalam penelitian ini *expected return* $E (R_{it})$ dihitung dengan menggunakan *single index market model*, sebab peneliti ingin membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi lalu menggunakan model ekspektasi (yang terbentuk pada periode estimasi tersebut) untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela (*event window*). Model ekspektasi ini dapat dibentuk dengan persamaan sebagai berikut:

$$E (R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \dots\dots\dots(5)$$

Dimana:

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

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

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

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

Koefisien α dan β diperoleh dari perhitungan regresi runtut waktu antara R_{it} dan R_{mt} .

Dari koefisien α dan β yang didapat kemudian dihitung *expected return* tiap-tiap saham $E(R_{it})$.

Return pasar saham (R_m) dicari dengan menggunakan dasar indeks LQ45 karena LQ45 merupakan proksi dari saham-saham unggulan (saham yang memiliki kapitalisasi

terbesar serta dapat dikatakan sebagai saham yang aktif). Untuk mencari return pasar digunakan formulasi sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{\text{Indeks LQ45}_t - \text{Indeks LQ45}_{t-1}}{\text{Indeks LQ45}_{t-1}} \dots\dots\dots(6)$$

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

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha + \beta R_{mt}) \dots\dots\dots(7)$$

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

$$t_{hitung} = AAR / \text{Kesalahan standar estimasi atau} \dots\dots\dots(8)$$

$$SAR_{it} = AAR / \text{kesalahan standar estimasi} \dots\dots\dots(9)$$

T hitung ini merupakan standarisasi untuk abnormal return, karena menurut Gujarat (1997) setiap variable yang distandarisasikan mempunyai sifat yang penting yaitu

nilai rata-ratanya adalah nol dan variannya adalah satu. Pedoman ini digunakan untuk menentukan standarisasi abnormal return. Standarisasi yang dimaksud adalah dengan membagi nilai abnormal return dengan kesalahan standar estimasi (S_{ie}).

Untuk menentukan SAR ini, maka langkah pertama adalah mencari standar error (S_{ie}) masing-masing sekuritas di periode estimasi. Rumus yang dipakai adalah:

$$S_{ie} = \sqrt{\sum_{k=1}^T \frac{(R_{ik} - R_{ik}^*)^2}{T-2}} \dots\dots\dots(10)$$

Dimana :

S_{ie} = standar error estimasi untuk saham individual selama T hari dalam periode estimasi.

R_{ik} = return yang terjadi pada periode k selama periode estimasi

R_{ik}^* = return yang diprediksi pada periode k dalam periode estimasi

T = periode estimasi

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

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

Agregasi untuk *abnormal return* sekuritas secara individual meminta pengujian secara *abnormal return cross section* untuk setiap periode. Untuk

mencari signifikansi *abnormal return* tersebut, maka perlu menghitung CAR_{Nt} , dimana CAR_{Nt} merupakan komulatif *abnormal return* yang dihitung secara *cross section*, dengan rumus:

$$CAAR_{nt} = AAR_t + AAR_{t+1} \dots\dots\dots(11)$$

Dimana

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

AAR_t = rata-rata *abnormal return* periode t

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

t = dimana periode *event study*

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

$$\overline{AR}_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n} \dots\dots\dots(12)$$

N = jumlah seluruh saham yang diteliti

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

$$SAR_{nt} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{S_{it}}} \dots\dots\dots(13)$$

dimana :

SAR_{nt} = *Standarisasi Abnormal Return Portofolio* , dihitung selama periode

peristiwa

n = jumlah sample yang diteliti.

3.3.2 Pengujian Hipotesis II

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

Langkah - langkah tersebut diatas diuraikan secara singkat sebagai berikut

1. Menghitung rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan sesudah peristiwa :

$$\overline{AR}_{\text{before}} = \frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} AR_{\text{before}}}{n} \dots\dots\dots(14)$$

$$\overline{AR}_{\text{after}} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} AR_{\text{after}}}{n} \dots\dots\dots(15)$$

dimana :

n = jumlah saham yang diteliti

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

$$\sigma_{\text{before}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} AR_{\text{before}}^2 - \overline{AR}_{\text{before}}^2}{(n-1)}} \dots\dots\dots(16)$$

$$\sigma_{\text{after}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} AR_{\text{after}}^2 - \overline{AR}_{\text{after}}^2}{(n-1)}} \dots\dots\dots(17)$$

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

$$t = \frac{\overline{AR}_{\text{after}} - \overline{AR}_{\text{before}}}{\sigma_{\text{after}}^2/n + \sigma_{\text{before}}^2/n} \dots\dots\dots(18)$$

dimana :

n = jumlah saham yang diteliti

3.3.3. Pengujian Hipotesis III

Dalam melakukan perhitungan *Trading Volume Activity* (TVA) diperoleh dengan membandingkan saham yang ditransaksikan dengan saham yang beredar pada periode yang sama. Hasil TVA pada periode peristiwa kemudian dikelompokkan menjadi TVA sebelum dan sesudah peristiwa dengan memisahkan TVA pada tanggal peristiwa, lalu diratarata. Setelah itu langkah yang dilakukan adalah menghitung deviasi standar *average trading volume activity* periode sebelum dan sesudah peristiwa, mencari t_{hitung} pada tingkat signifikansi 5%, dan kemudian membandingkannya dengan t_{tabel} untuk mendapatkan hasil apakah akan menolak atau menerima H_0 .

Langkah - langkah tersebut diatas diuraikan secara singkat sebagai berikut

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

$$TVA = \frac{\sum \text{saham } i \text{ yang diperdagangkan waktu } t}{\sum \text{saham } i \text{ yang beredar saat } t} \dots\dots\dots(19)$$

2. Menghitung rata-rata aktivitas volume perdagangan seluruh saham sampel

(sebelum dan sesudah peristiwa) dengan formula :

$$\overline{TVA}_{\text{before}} = \frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} TVA_{\text{before}}}{n} \dots\dots\dots(20)$$

$$\overline{TVA}_{\text{after}} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} TVA_{\text{after}}}{n} \dots\dots\dots(21)$$

dimana, n = hari pengamatan

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

dengan formula:

$$\sigma^2_{\text{before}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} (TVA_{\text{before}} - \overline{TVA}_{\text{before}})^2}{(n-1)}} \dots\dots\dots(22)$$

$$\sigma^2_{\text{after}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} (TVA_{\text{after}} - \overline{TVA}_{\text{after}})^2}{(n-1)}} \dots\dots\dots(23)$$

4. Melakukan uji statistik (uji t) untuk mengetahui signifikansi TVA sebelum dan sesudah peristiwa,(pada tingkat signifikansi $\alpha = 0.05$)

$$t = \frac{\overline{TVA}_{\text{after}} - \overline{TVA}_{\text{before}}}{\sigma_{\text{after}}^2/n + \sigma_{\text{before}}^2/n} \dots\dots\dots(24)$$

3.3.4 Pengujian Hipotesis IV

Pada pengujian hipotesis 4, langkah pertama yang dilakukan adalah mengelompokkan *abnormal return* pada periode peristiwa menjadi kelompok *abnormal return* periode kenaikan 1 Maret 2005 dan kenaikan 1 Oktober 2005. Kemudian menghitung deviasi standar pada keua peristiwa tersebut. Langkah berikutnya adalah menghitung t_{hitung} pada taraf signifikansi 5%, dan membandingkannya dengan t_{tabel} untuk mendapatkan hasil apakah akan menolak atau menerima H_0 .

BAB IV
ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1. Diskripsi Sampel

Pada penelitian ini, yang dijadikan sampel adalah saham-saham yang termasuk indeks LQ-45. Mengingat indeks LQ 45 untuk kedua peristiwa akan dibandingkan maka kriteria pengambilan sampel yaitu perusahaan yang terdaftar di BEJ yang masuk dalam LQ 45 selama 2 periode peristiwa tahun 2005. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh sampel sebanyak 29 perusahaan. Pembagian sampel perusahaan persektor adalah sebagai berikut :

Tabel 4.1
Sampel perusahaan persektor

| No | Sektor | Jumlah | Persentase |
|----|---|--------|------------|
| 1 | Pertanian | 1 | 3,45 |
| 2 | Pertambangan | 5 | 17.24 |
| 3 | Industri Dasar dan Kimia | 5 | 17.24 |
| 4 | Aneka Industri | 2 | 6.90 |
| 5 | Industri Barang Konsumsi | 4 | 13.79 |
| 6 | Properti dan Real Estat | 1 | 3.45 |
| 7 | Infrastruktur Utilitas dan Transportasi | 2 | 6.90 |
| 8 | Keuangan | 5 | 17.24 |
| 9 | Perdagangan Jasa dan Investasi | 4 | 13.79 |
| | Jumlah | 29 | 100.00 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Tabulasi tersebut menunjukkan berdasarkan pembagian perusahaan persektor maka seluruh sector telah terwakili. Komposisi terbanyak perusahaan yang masuk dalam LQ45 tahun 2005 dan dijadikan sample adalah dari sektor pertambangan, sektor industri dasar dan kimia serta sektor keuangan.

4.2. Diskripsi Data Penelitian

Pada prinsipnya penelitian ini ingin menguji dampak dari pengumuman kenaikan harga BBM tahun 2005 terhadap reaksi pasar di Bursa Efek Jakarta. Secara umum pengumuman kenaikan harga BBM merupakan kabar buruk (*bad news*) bagi dunia usaha. Namun demikian dampak dari pengumuman tersebut terhadap reaksi investor sebagai pemilik dan pemegang saham perusahaan perlu dilakukan.

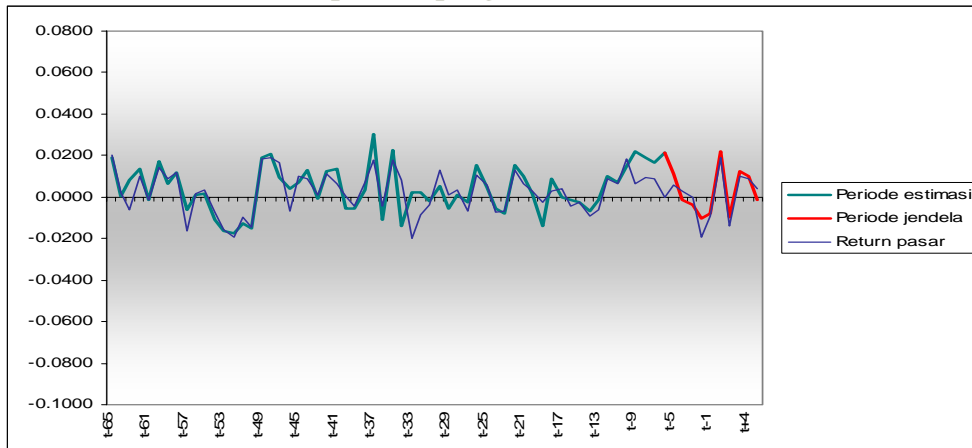
Kenaikan harga BBM pada tahun 2005 dilakukan selama 2 kali yaitu pada tanggal 1 Maret dan 1 Oktober. Namun tanda-tanda atau sinyal dari pemerintah terhadap kenaikan harga BBM tersebut sudah muncul pada beberapa hari sebelumnya. Penelitian ini hanya meninjau reaksi investor di seputar pengumuman kenaikan BBM saja yaitu pada 5 hari sebelum hingga 5 hari sesudah pengumuman kenaikan BBM. Namun karena kenaikan BBM 1 Maret 2005 diumumkan pada tanggal 28 Februari 2005 dan kenaikan tersebut berlaku pada tanggal 1 Maret 2005 pukul 00.00 WIB, maka dalam hal ini periode t_0 tidak akan diikutsertakan. Sedangkan kenaikan BBM 1 Oktober 2005 bertepatan pada hari Sabtu dimana seluruh bursa saham libur, maka dalam hal ini periode t_0 tidak akan diikutsertakan.

Estimasi reaksi pasar yang diukur dengan abnormal return saham dilakukan dengan menggunakan periode estimasi selama 60 hari. Periode estimasi 60 hari tersebut dimaksudkan untuk mencari trend atau pola perubahan harga saham individual dari sampel. Dalam hal ini trend atau pola perubahan harga saham diukur dengan menggunakan metode market model untuk mencari nilai

slope atau *beta* saham serta *intercept* atau *alpha*. Beta saham tersebut menunjukkan risiko saham terhadap kondisi pasar yang dalam hal ini diukur dengan indeks LQ45.

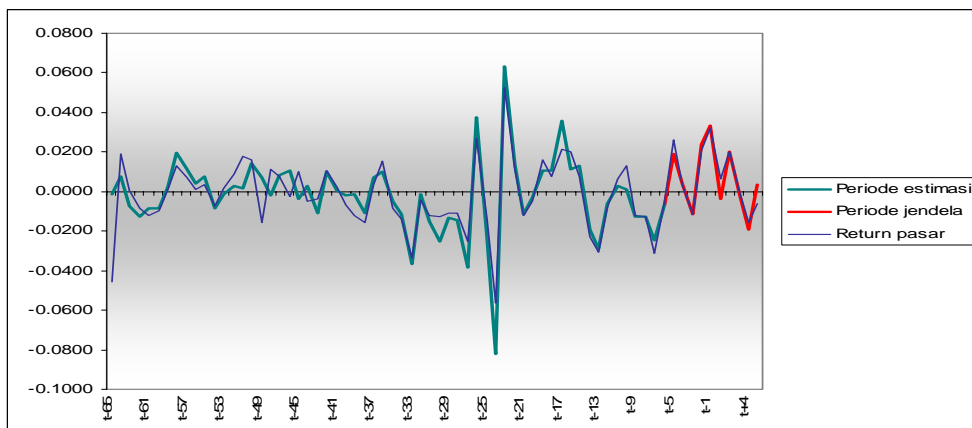
Pola return saham yang terjadi 65 hari sebelum pengumuman hingga 5 hari sesudah pengumuman untuk masing-masing periode pengumuman ditunjukkan sebagai berikut :

Gambar 4.1
Perubahan return saham periode pengumuman kenaikan BBM 1 Maret 2005



Sumber : data sekunder yang diolah

Gambar 4.2
Perubahan return saham periode pengumuman kenaikan BBM 1 Oktober 2005



Sumber : data sekunder yang diolah

Pada saat 65 hari sebelum pengumuman kenaikan harga BBM pada Maret 2005 hingga 5 hari sesudahnya, nampak terjadi fluktuasi return saham yang tidak begitu besar. Namun pada pengumuman kenaikan BBM pada periode Oktober 2005, pada sekitar sebulan sebelum pengumuman dilakukan, terjadi fluktuasi return saham yang cukup besar.

Pengukuran reaksi pasar diukur dengan melihat perubahan *abnormal return* saham serta perubahan *trading volume activity* (TVA) yang terjadi di seputar pengumuman kenaikan BBM. Perubahan *abnormal return* saham yang terjadi di seputar pengumuman kenaikan BBM adalah sebagai berikut:

Tabel 4.2
Rata-rata abnormal return saham 5 hari sebelum hingga 5 hari sesudah pengumuman kenaikan BBM Periode Maret dan Oktober 2005

| Periode | Abnormal return saham pada pengumuman bulan Maret | Abnormal return saham pada pengumuman bulan Oktober |
|---------|---|---|
| -5 | 0,0005 | 0,0109 |
| -4 | -0,0012 | 0,0042 |
| -3 | -0,0051 | -0,0057 |
| -2 | -0,0105 | 0,0175 |
| -1 | -0,0082 | 0,0227 |
| +1 | 0,0155 | -0,0047 |
| +2 | -0,0088 | 0,0141 |
| +3 | 0,0088 | 0,0000 |
| +4 | 0,0048 | -0,0120 |
| +5 | -0,0026 | 0,0073 |

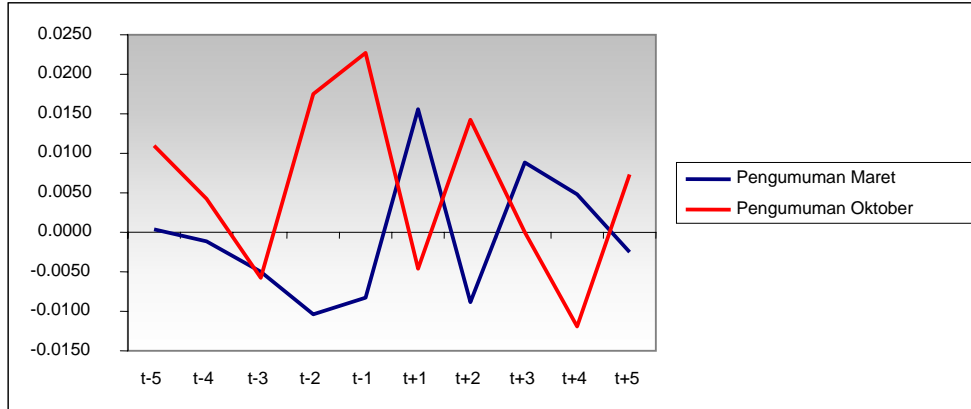
Sumber : data sekunder yang diolah

Tabel diatas menunjukkan data dari 29 sampel selama 10 hari perdagangan saham yang terbagi dalam 5 hari sebelum pengumuman kenaikan BBM dan pada

5 hari setelah pengumuman kenaikan BBM. Pada pengumuman 1 Maret 2005, pada 5 hari sebelum pengumuman saja yang menunjukkan *abnormal return* positif, sedangkan rata-rata *abnormal return* pada 4 hari sebelum pengumuman hingga 1 hari sebelum pengumuman terjadi nilai *abnormal return* saham negatif. Hal tersebut menunjukkan bahwa sebelum pengumuman ada kecenderungan reaksi negatif dari investor. Hal ini dimungkinkan sudah terdapat isu-isu kenaikan harga BBM. Sedangkan pada 5 hari sesudah pengumuman kenaikan BBM Maret, reaksi investor cenderung berfluktuatif dimana pada t+1 justru terjadi *abnormal return* yang positif kemudian t+2 dan t+5 terjadi reaksi negatif sedangkan t+3 dan t+4 *abnormal return* positif yang berarti terjadi reaksi positif dari investor.

Pada pengumuman bulan Oktober 2005, justru terdapat kecenderungan reaksi positif dari investor, dimana pada sebelum kenaikan hanya pada t-3 saja yang mempunyai *abnormal return* negatif, sedangkan t-5, t-4, t-2 dan t-1 mempunyai *abnormal return* positif. Hal ini dimungkinkan investor telah banyak belajar dari pengalaman kenaikan sebelumnya bahwa kenaikan harga BBM biasanya akan berlaku di awal bulan. Sedangkan pada 5 hari sesudah pengumuman kenaikan BBM Oktober 2005, reaksi investor cenderung berfluktuatif dimana pada t+1 dan t+4 terjadi *abnormal return* yang negatif sedangkan t+2, t+3 dan t+5 justru terjadi reaksi positif yang berarti terjadi reaksi positif dari investor. Apabila kedua peristiwa tersebut digambarkan dalam *chart* akan terlihat seperti dalam gambar 4.2.

Gambar 4.2
Perubahan *abnormal return* saham periode pengumuman kenaikan BBM 1
Maret dan 1 Oktober 2005



Sumber : data sekunder yang diolah

Reaksi investor yang ditunjukkan dengan nilai trading volume activity di seputar pengumuman kenaikan BBM adalah sebagai berikut

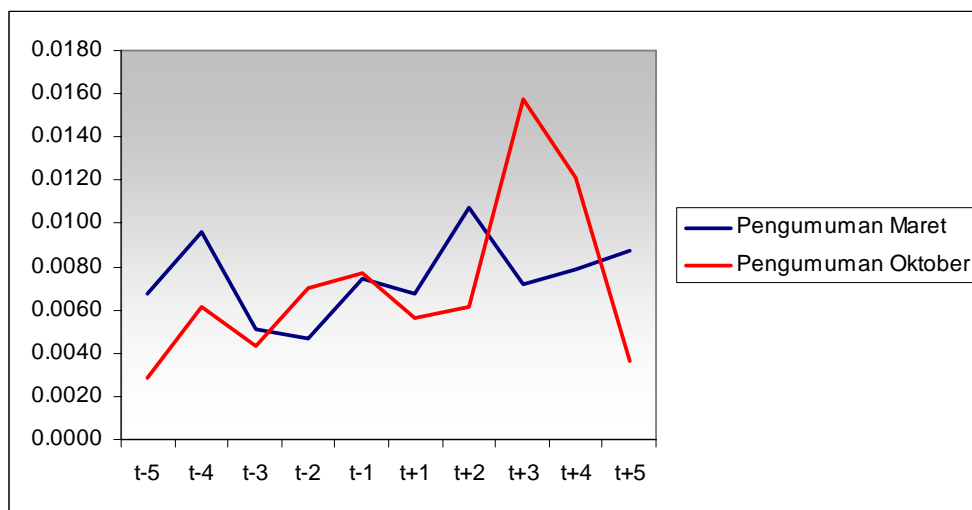
Tabel 4.3
Rata-rata TVA pada 5 hari sebelum hingga 5 hari sesudah pengumuman
BBM Periode Maret dan Oktober 2005

| Periode | TVA pada pengumuman bulan Maret | TVA pada pengumuman bulan Oktober |
|---------|---------------------------------|-----------------------------------|
| -5 | 0.0071 | 0.0030 |
| -4 | 0.0086 | 0.0065 |
| -3 | 0.0052 | 0.0045 |
| -2 | 0.0048 | 0.0077 |
| -1 | 0.0078 | 0.0079 |
| +1 | 0.0067 | 0.0059 |
| +2 | 0.0101 | 0.0061 |
| +3 | 0.0078 | 0.0175 |
| +4 | 0.0083 | 0.0132 |
| +5 | 0.0093 | 0.0039 |

Sumber : data sekunder yang diolah

Pada pengumuman bulan Maret, peningkatan yang cukup tajam terjadi pada 2 hari sesudah pengumuman kenaikan BBM sedangkan pada pengumuman bulan Oktober kenaikan tajam terjadi pada 3 hari sesudah pengumuman kenaikan BBM.

Gambar 4.4
Perubahan rata-rata TVA periode pengumuman kenaikan BBM 1 Maret dan 1 Oktober 2005



Sumber : data sekunder yang diolah

4.3. Analisis Data

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

Tabel 4.4
Pengujian Normalitas data One-Sample KolmogorovSmimov Test

| | MARET | OKTOBER |
|----------------------------------|----------------|----------|
| N | 10 | 10 |
| Normal Parameters ^{a,b} | Mean | -.000680 |
| | Std. Deviation | .0083366 |
| Most Extreme Differences | Absolute | .144 |
| | Positive | .144 |
| | Negative | -.119 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | .454 | .376 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | .986 | .999 |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Berdasarkan tabel diatas dihasilkan nilai asympton sig. *abnormal return* untuk kenaikan BBM 1 Maret adalah sebesar 0,986, dan kenaikan BBM 1 Oktober sebesar 0,999. Dengan demikian untuk kedua peristiwa tersebut mempunyai nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,050, hal ini berarti bahwa semua data rata-rata *abnormal return* pada peristiwa kenaikan BBM tersebut terdistribusi normal.

Pengujian dampak yang terjadi akibat pengumuman kenaikan BBM dilakukan dengan menggunakan studi peristiwa (*event study*). yang meneliti reaksi harga saham di seputar pengumuman kenaikan BBM. Adanya reaksi pasar terhadap harga saham dapat diketahui dari nilai abnormal return saham dan TVA. Jika terdapat perbedaan *abnormal return* saham pada suatu periode dengan *abnormal return* saham nol, maka berarti ada reaksi investor yang menyebabkan perubahan harga saham yang diakibatkan oleh adanya informasi pengumuman kenaikan BBM tersebut. Jika rata-rata *abnormal return* saham lebih besar dibanding dengan rata-rata *abnormal return* saham sebelum pengumuman

kenaikan BBM berarti bahwa peristiwa pengumuman tersebut berpengaruh terhadap peningkatan harga saham, sebaliknya jika rata-rata *abnormal return* saham sesudah pengumuman kenaikan harga BBM lebih kecil dibanding dengan rata-rata *abnormal return* saham sebelum pengumuman berarti bahwa peristiwa pengumuman BBM berpengaruh terhadap penurunan harga saham.

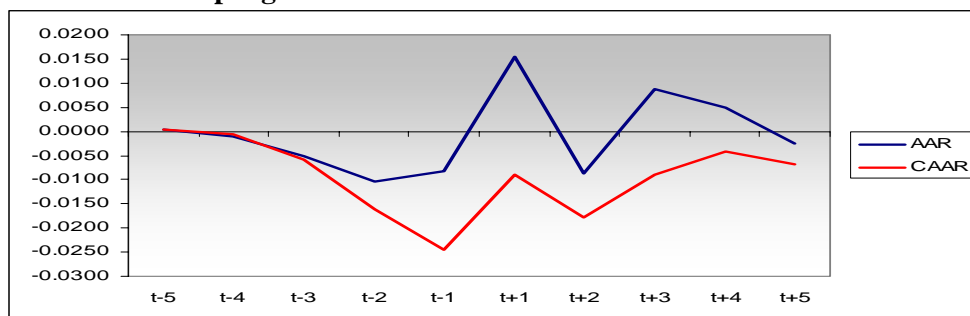
4.4 Hasil Pengujian

4.4.1 Kenaikan BBM 1 Maret 2005

4.4.1.1 Pengujian Hipotesis 1

Hipotesis pertama akan menguji apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan selama kenaikan BBM. Pengujian *abnormal return* ini dilakukan dengan mencari selisih antara hasil yang diperoleh dengan hasil yang diharapkan investor. *Abnormal return* yang diperoleh investor memiliki dua arah, yaitu positif dan negatif. Hasil dari *Average Abnormal Return (AAR)* dan *Cummulative AAR (CAAR)* yang telah dilakukan dapat dilihat pada gambar 4.5.

Gambar 4.5
Average Abnormal Return (AAR) dan Cummulative AAR (CAAR) periode pengumuman kenaikan BBM 1 Maret 2005



Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Dari gambar di atas dapat dilihat bahwa cumulative average abnormal return (CAAR) mengalami penurunan pada H-5 sampai H-2 dan mengalami peningkatan dari satu hari sebelum (H-1) peristiwa sampai dengan satu hari setelah (H+1) peristiwa. Pada H+2 terjadi penurunan yang merupakan respon negatif dari bursa akibat peristiwa tersebut. Penurunan ini tidak berlangsung lama, pasar terlihat kembali bergairah pada H+3 dan H+4 .

Untuk melihat ada atau tidaknya *abnormal return* saham pada sebelum hingga sesudah pengumuman kenaikan BBM akan dicari dengan menggunakan rumus *one sample t test*. Pada prinsipnya pengujian ini adalah dengan membandingkan *abnormal return* saham rata-rata dengan return saham 0 (tidak ada *abnormal return* saham).

Tabel 4.5
Uji beda abnormal return selama periode peristiwa kenaikan harga
BBM 1 Maret 2005

One-Sample Test

| | Test Value = 0 | | | | | |
|-------|----------------|----|-----------------|-----------------|---|----------|
| | t | df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | | | | Lower | Upper |
| AR-5 | .087 | 28 | .932 | .000465 | -.010537 | .011468 |
| AR-4 | -.178 | 28 | .860 | -.001158 | -.014501 | .012185 |
| AR-3 | -1.209 | 28 | .237 | -.005073 | -.013667 | .003521 |
| AR-2* | -2.398 | 28 | .023 | -.010476 | -.019425 | -.001527 |
| AR-1* | -2.129 | 28 | .042 | -.008190 | -.016071 | -.000310 |
| AR+1* | 2.137 | 28 | .041 | .015483 | .000644 | .030322 |
| AR+2 | -1.490 | 28 | .148 | -.008827 | -.020965 | .003311 |
| AR+3* | 2.407 | 28 | .023 | .008800 | .001311 | .016288 |
| AR+4 | 1.079 | 28 | .290 | .004831 | -.004344 | .014006 |
| AR+5 | -.651 | 28 | .520 | -.002585 | -.010717 | .005547 |

*) signifikan

Dari hasil penghitungan *abnormal return* yang sebagian besar negatif pada hari-hari sebelum kenaikan BBM 1 Maret 2005 dan sebagian besar positif pada hari-hari setelah kenaikan dapat dikatakan bahwa para pelaku pasar tidak terlalu merespon. Hal ini dimungkinkan mengingat tanda-tanda atau sinyal dari pemerintah terhadap kenaikan harga BBM tersebut sudah muncul pada beberapa hari sebelumnya. Sedangkan pada hari-hari di seputar pengumuman kenaikan BBM saja yaitu pada H-2, H-1 dan pada H+1 dan H+3 sesudah pengumuman kenaikan BBM terdapat abnormal return yang signifikan.

Selanjutnya untuk menguji signifikansi *abnormal return* selama kenaikan BBM perlu diuji dicari dengan menggunakan rumus *one sample t test*. Pada prinsipnya pengujian ini adalah dengan membandingkan *abnormal return* saham rata-rata dengan return saham 0 (tidak ada *abnormal return* saham).

Tabel 4.6
Uji beda abnormal return saham selama kenaikan harga BBM 1
Maret 2005

| | Rata-rata Abnormal return |
|-----------------|---------------------------|
| Mean | -0,00068 |
| Standar deviasi | 0,00834 |
| t | -0,258 |
| Sig t | 0,802 |
| Keterangan | Tidak signifikan |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Rata-rata abnormal return saham selama 10 hari pengamatan pada kenaikan harga BBM 1 Maret 2005 diperoleh sebesar -0,00068 atau terjadi reaksi negatif dari investor. Pengujian kemaknaan perbedaan return saham secara statistik diperoleh nilai $t = -0,258$ dengan signifikansi sebesar 0,802 Nilai sig t

diperoleh lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa pada taraf 5% *abnormal return* selama kenaikan BBM 1 Maret 2005 tidak signifikan. Dengan demikian **Hipotesis 1 penelitian ini diterima.**

4.4.1.2. Pengujian Hipotesis 2

Hasil pengujian perbedaan *abnormal return* saham pada sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM dengan menggunakan uji *paired sample t test* diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.7
Uji beda *abnormal return* saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Maret 2005

| | Abnormal return saham sebelum pengumuman | Abnormal return saham sesudah pengumuman |
|-----------------|--|--|
| Mean | -0,00490 | 0,00354 |
| Standar deviasi | 0,00613 | 0,00952 |
| t | -1,923 | |
| Sig t | 0,127 | |
| Keterangan | Tidak signifikan | |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Rata-rata *abnormal return* saham selama 5 hari sebelum pengumuman kenaikan harga BBM 1 Maret 2005 (t_{-5} hingga t_{-1}) diperoleh sebesar -0,00490 atau terjadi reaksi negatif dari investor, sedangkan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM (t_{+1} hingga t_{+5}) diperoleh rata-rata sebesar 0,00354 atau menunjukkan juga terjadi kecenderungan reaksi positif. Namun demikian hasil pengujian kemaknaan perbedaan return saham secara statistik diperoleh nilai $t = -1,923$ dengan signifikansi sebesar 0,127 Nilai sig t diperoleh lebih besar dari 0,05. Hal

ini berarti bahwa pada taraf 5% tidak terdapat adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Maret 2005.

Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa sebelum dan sesudah pengumuman harga BBM 1 Maret 2005, perubahan reaksi harga saham tidak signifikan. Dengan demikian **Hipotesis 2 penelitian ini diterima.**

4.4.1.3. Pengujian Hipotesis 3

Hasil pengujian perbedaan TVA pada sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM dengan menggunakan uji *paired sample t test* diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.8
Uji beda TVA saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Maret 2005

| | TVA sebelum pengumuman | TVA sesudah pengumuman |
|-----------------|------------------------|------------------------|
| Mean | 0,00670 | 0,00808 |
| Standar deviasi | 0,00165 | 0,00195 |
| t | -1.007 | |
| Sig t | 0,371 | |
| Keterangan | Tidak signifikan | |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Rata-rata TVA selama 5 hari sebelum pengumuman kenaikan harga BBM (t_{-5} hingga t_{-1}) diperoleh sebesar 0,00670 atau terjadi perdagangan saham hingga 0,67% dari seluruh saham yang ada, sedangkan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM (t_{+1} hingga t_{+5}) diperoleh rata-rata sebesar 0,00808 atau menunjukkan

juga terjadi perdagangan saham sebesar 0,81% dari seluruh saham yang ada. Namun demikian hasil pengujian kemaknaan perbedaan return saham secara statistik diperoleh nilai $t = -1,007$ dengan signifikansi sebesar 0,371 Nilai sig t diperoleh lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa pada taraf 5% tidak terdapat adanya perbedaan TVA yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Maret 2005.

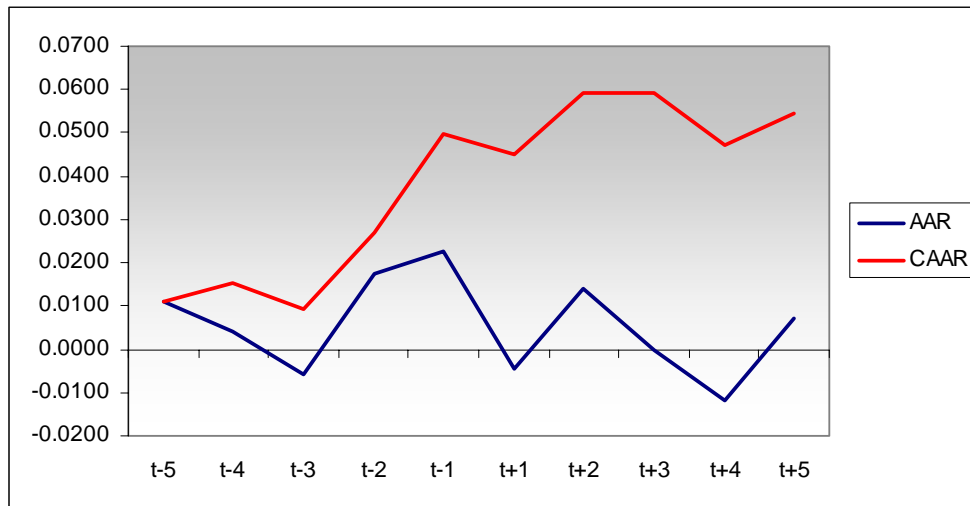
Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa sebelum dan sesudah pengumuman harga BBM tidak terdapat terhadap perubahan reaksi perdagangan saham yang signifikan . Dengan demikian **Hipotesis 3 penelitian ini diterima.**

4.4.2 Kenaikan BBM 1 Oktober 2005

4.4.2.1 Pengujian Hipotesis 1

Hipotesis pertama menguji apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan selama kenaikan BBM. Pengujian *abnormal return* ini dilakukan dengan mencari selisih antara hasil yang diperoleh dengan hasil yang diharapkan investor. Hasil dari *Average Abnormal Return (AAR)* dan *Cummulative AAR (CAAR)* yang telah dilakukan dapat dilihat pada gambar 4.6.

Gambar 4.6
Average Abnormal Return (AAR) dan Cumulative AAR (CAAR) periode
pengumuman kenaikan BBM 1 Oktober 2005



Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Dari gambar di atas dapat dilihat bahwa cumulative average abnormal return (CAAR) mengalami penurunan pada H-5 sampai H-3 dan mengalami peningkatan dari dua hari sebelum (H-2) peristiwa sampai dengan satu hari sebelum (H-1) peristiwa. Pada H+1 terjadi penurunan yang merupakan respon negatif dari bursa akibat peristiwa tersebut. Sedangkan pada H+2 terjadi kenaikan dan pada H+3 dan H+4 terjadi lagi penurunan dan naik kembali pada H+5 dan hal ini bertepatan juga pada akhir pekan perdagangan.

Untuk melihat ada atau tidaknya *abnormal return* saham pada sebelum hingga sesudah pengumuman kenaikan BBM akan dicari dengan menggunakan rumus *one sample t test*. Pada prinsipnya pengujian ini adalah dengan

membandingkan *abnormal return* saham rata-rata dengan return saham 0 (tidak ada *abnormal return* saham).

Tabel 4.9
Uji beda *abnormal return* selama periode peristiwa kenaikan harga BBM
1 Oktober 2005

One-Sample Test

| | Test Value = 0 | | | | | |
|-------|----------------|----|-----------------|--------------------|---|----------|
| | t | df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | | | | Lower | Upper |
| AR-5* | 3.443 | 28 | .002 | .010941 | .004431 | .017451 |
| AR-4 | 1.113 | 28 | .275 | .004197 | -.003528 | .011921 |
| AR-3 | -1.464 | 28 | .154 | -.005717 | -.013718 | .002284 |
| AR-2* | 5.466 | 28 | .000 | .017514 | .010950 | .024077 |
| AR-1* | 4.790 | 28 | .000 | .022669 | .012976 | .032362 |
| AR+1 | -1.122 | 28 | .271 | -.004703 | -.013290 | .003883 |
| AR+2* | 2.177 | 28 | .038 | .014148 | .000835 | .027461 |
| AR+3 | .004 | 28 | .997 | .000017 | -.008903 | .008937 |
| AR+4* | -2.710 | 28 | .011 | -.011955 | -.020992 | -.002919 |
| AR+5 | 1.626 | 28 | .115 | .007276 | -.001893 | .016445 |

*) signifikan

Dari hasil penghitungan *abnormal return* terlihat bahwa pada hari-hari sebelum kenaikan BBM 1 Oktober 2005 yaitu pada H-5, H-2, H-1 terjadi *abnormal return* yang signifikan sedangkan pada hari-hari setelah kenaikan *abnormal return* yang signifikan hanya pada H+2 dan H+4. Hal ini dimungkinkan mengingat tanda-tanda atau sinyal dari pemerintah terhadap kenaikan harga BBM tersebut sudah muncul pada beberapa hari dan sudah diprediksi akan berlaku mulai 1 Oktober 2005 yang mendasarkan pengalaman diberlakukan mulai awal bulan. Sedangkan pada hari-hari lainnya *abnormal return* yang terjadi tidak signifikan.

Selanjutnya untuk menguji signifikansi *abnormal return* selama kenaikan BBM perlu diuji dicari dengan menggunakan rumus *one sample t test*. Pada prinsipnya pengujian ini adalah dengan membandingkan *abnormal return* saham rata-rata dengan return saham 0 (tidak ada *abnormal return* saham).

Tabel 4.10
Uji beda abnormal return saham selama kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005

| | Rata-rata Abnormal return |
|-----------------|---------------------------|
| Mean | 0,00543 |
| Standar deviasi | 0,01112 |
| t | 1,544 |
| Sig t | 0,157 |
| Keterangan | Tidak signifikan |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Rata-rata abnormal return saham selama 10 hari pengamatan pada kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005 diperoleh sebesar 0,00543 atau terjadi reaksi positif dari investor. Pengujian kemaknaan perbedaan return saham secara statistik diperoleh nilai $t = 1,544$ dengan signifikansi sebesar 0,157. Nilai sig t diperoleh lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa pada taraf 5% *abnormal return* selama kenaikan BBM 1 Oktober 2005 tidak signifikan. Dengan demikian **Hipotesis 1 penelitian ini diterima.**

4.4.2.2. Pengujian Hipotesis 2

Hasil pengujian perbedaan *abnormal return* saham pada sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM dengan menggunakan uji *paired sample t test* diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.11
Uji beda *abnormal return* saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005

| | Abnormal return saham sebelum pengumuman | Abnormal return saham sesudah pengumuman |
|-----------------|--|--|
| Mean | 0,00992 | 0,00094 |
| Standar deviasi | 0,01116 | 0,01017 |
| t | 1,223 | |
| Sig t | 0,288 | |
| Keterangan | Tidak signifikan | |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Rata-rata abnormal return saham selama 5 hari sebelum pengumuman kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005 (t_{-5} hingga t_{-1}) diperoleh sebesar 0,00992 atau terjadi reaksi positif dari investor, sedangkan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM (t_{+1} hingga t_{+5}) diperoleh rata-rata sebesar 0,00094 atau menunjukkan juga terjadi kecenderungan reaksi positif. Namun demikian hasil pengujian kemaknaan perbedaan return saham secara statistik diperoleh nilai $t = 1,223$ dengan signifikansi sebesar 0,288. Nilai sig t diperoleh lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa pada taraf 5% diperoleh tidak terdapat adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005.

Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa sebelum dan sesudah pengumuman harga BBM 1 Oktober 2005, perubahan reaksi harga saham tidak signifikan. Dengan demikian **Hipotesis 2 penelitian ini diterima.**

4.4.2.3. Pengujian Hipotesis 3

Hasil pengujian perbedaan TVA pada sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM dengan menggunakan uji *paired sample t test* diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.12
Uji beda TVA saham pada rata-rata 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005

| | Abnormal return saham sebelum pengumuman | Abnormal return saham sesudah pengumuman |
|-----------------|--|--|
| Mean | 0,00592 | 0,00915 |
| Standar deviasi | 0,00214 | 0,00590 |
| t | -1,094 | |
| Sig t | 0,336 | |
| Keterangan | Tidak signifikan | |

Sumber : data sekunder yang diolah

Rata-rata TVA selama 5 hari sebelum pengumuman kenaikan harga BBM (t_{-5} hingga t_{-1}) diperoleh sebesar 0,00592 atau terjadi perdagangan saham hingga 0,59% dari seluruh saham yang ada, sedangkan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM (t_{+1} hingga t_{+5}) diperoleh rata-rata sebesar 0,00915 atau menunjukkan juga terjadi perdagangan saham sebesar 0,92% dari seluruh saham yang ada. Namun demikian hasil pengujian kemaknaan perbedaan return saham secara statistik diperoleh nilai $t = -1,094$ dengan signifikansi sebesar 0,336. Nilai sig t diperoleh lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa pada taraf 5% diperoleh tidak terdapat adanya perbedaan TVA signifikan pada sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005.

Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa sebelum dan sesudah pengumuman harga BBM tidak terdapat terhadap perubahan reaksi perdagangan saham yang signifikan . Dengan demikian **Hipotesis 3 penelitian ini diterima.**

4.4.3. Pengujian Hipotesis 4

Hasil pengujian perbedaan rata-rata *abnormal return* saham pada kenaikan harga BBM 1 Maret 2005 dengan 1 Oktober 2005 dengan menggunakan uji *paired sample t test* diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.13
Uji beda rata-rata *abnormal return* saham pada kenaikan harga BBM 1 Maret 2005 dengan kenaikan BBM 1 Oktober 2005

| | Rata-rata Abnormal return saham pengumuman 1 Maret 2005 | Rata-rata Abnormal return saham pengumuman 1 Oktober 2005 |
|-----------------|---|---|
| Mean | -0,00680 | 0,00543 |
| Standar deviasi | 0,00834 | 0,01112 |
| t | -1,078 | |
| Sig t | 0,309 | |
| Keterangan | Tidak signifikan | |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Rata-rata *abnormal return* saham kenaikan harga BBM 1 Maret 2005 diperoleh sebesar 0,00680 atau terjadi reaksi negatif, sedangkan kenaikan harga BBM 1 Oktober 2005 diperoleh rata-rata sebesar 0,00543 atau menunjukkan terjadi kecenderungan reaksi positif. Namun demikian hasil pengujian kemaknaan perbedaan return saham secara statistik diperoleh nilai $t = -1,078$ dengan signifikansi sebesar 0,309. Nilai sig t diperoleh lebih besar dari 0,05. Hal ini

berarti bahwa pada taraf 5% diperoleh tidak terdapat adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* yang tidak signifikan kenaikan BBM 1 Maret 2005 dengan kenaikan BBM 1 Oktober 2005. Dengan demikian **Hipotesis 4 penelitian ini diterima.**

4.5. Pembahasan

Penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* pada dua peristiwa kenaikan BBM menunjukkan bahwa peristiwa ini memiliki kandungan informasi, yang menyebabkan pasar modal Indonesia bereaksi terhadap peristiwa tersebut. Reaksi muncul terjadi pada hari perdagangan sebelum peristiwa kenaikan BBM terjadi. Hal ini disebabkan karena tanda-tanda atau sinyal dari pemerintah terhadap kenaikan harga BBM tersebut sudah muncul pada beberapa hari sebelumnya.

Perbedaan *abnormal return* yang signifikan tidak terjadi pada kedua peristiwa kenaikan BBM, hal ini disebabkan karena pelaku pasar sudah mulai terbiasa untuk memprediksi kapan kenaikan BBM akan diberlakukan. Reaksi pasar modal terhadap adanya kenaikan harga BBM memang bisa diduga mengingat isu seputar kenaikan BBM sudah beredar sebelum tanggal kenaikan. Oleh sebab itu, investor lebih banyak membeli ketika harga saham setelah peristiwa kenaikan BBM terkoreksi dan menurut mereka sudah murah maka mereka akan memborong kembali saham-saham tersebut untuk dimasukkan dalam portofolionya kembali.

Sedangkan aktifitas perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan. Hal ini dikarenakan memang dari kedua peristiwa kenaikan BBM tersebut sudah dapat diprediksi oleh para pelaku pasar. Tidak adanya reaksi harga atas informasi tersebut merefleksikan tidak adanya revisi kepercayaan dalam pasar secara agregat yang merupakan akibat dari adanya informasi yang sudah diketahui sebelumnya.

Rata-rata *abnormal return* selama kedua peristiwa ternyata menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan. Hal ini dikarenakan memang dari kedua peristiwa kenaikan BBM tersebut sudah dapat diprediksi oleh para pelaku pasar. Secara umum pengumuman kenaikan harga BBM memang merupakan kabar buruk (*bad news*) bagi dunia usaha. Namun demikian para investor sudah belajar dari pengalaman bahwa pengumuman akan diberlakukan pada awal bulan. Tidak adanya reaksi harga atas informasi tersebut merefleksikan tidak adanya tindakan investor untuk mendapatkan keuntungan dari peristiwa tersebut.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

Kenaikan harga BBM tanggal 1 Maret 2005 dan 1 Oktober 2005 menyebabkan adanya fluktuasi harga saham di Bursa Efek Jakarta. Berdasarkan hasil penelitian rata-rata *abnormal return* selama kenaikan harga BBM tidak signifikan. Pada hari-hari di seputar pengumuman terdapat *abnormal return* yang signifikan, untuk kenaikan BBM 1 Maret 2005 terjadi pada H-2, H-1 dan H+1 dan H+3. Sedangkan pada kenaikan BBM 1 Oktober 2005 terdapat *abnormal return* yang signifikan pada H-2, H-1 dan pada H+2 dan H+4.

Abnormal return selama 5 hari sebelum pengumuman kenaikan BBM (t_{-5} hingga t_{+1}) diperoleh adanya reaksi yang berbeda dimana pada sebelum kenaikan cenderung terjadi reaksi negatif dari investor, sedangkan pada 5 hari setelah kenaikan cenderung terdapat reaksi positif dari investor. Berdasarkan hasil penelitian tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah kenaikan harga BBM.

Berdasarkan hasil uji paired t-test, menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan total volume perdagangan pada sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM, kenyataan tersebut dikarenakan peristiwa kenaikan BBM mengandung muatan informasi, maka akan terlihat adanya *abnormal return*. Reaksi pasar modal terhadap adanya kenaikan harga BBM memang bisa diduga mengingat isu seputar kenaikan BBM sudah beredar

sebelum tanggal kenaikan. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Chordia et al, (2000); dan Cheng et al, (2001).

Reaksi pasar modal terhadap adanya kenaikan harga BBM memang bisa diduga mengingat isu seputar kenaikan BBM sudah beredar sebelum tanggal kenaikan. Melihat *abnormal return* untuk kedua peristiwa dapat disimpulkan bahwa BEJ merupakan pasar efisien setengah kuat, hal itu dikarenakan harga saham bereaksi saat ada pengumuman tentang kenaikan harga BBM. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Namusisi (1996); Susiyanto (1997); dan Tatiek, et al (1999)

5.2. Implikasi Kebijakan

Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang selalu dicari para pelaku pasar modal dalam upaya melakukan pengambilan keputusan investasi. Namun tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga, akibatnya para pelaku pasar modal harus secara tepat memilah informasi-informasi yang layak (relevan) dijadikan pertimbangan pengambilan keputusan. Informasi tentang kenaikan harga BBM tidak menunjukkan adanya perbedaan abnormal return dan TVA yang signifikan sehingga bagi investor yang ingin memperoleh *excess return* dari informasi tersebut tidak dapat diperoleh.

5.3. Keterbatasan penelitian

Sebagaimana diuraikan sebelumnya bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu 10 hari (selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah kenaikan harga BBM) dengan sampel yang terbatas pula. Disamping itu rasio yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi kenaikan harga BBM hanya terbatas pada abnormal return dan total volume perdagangan saja.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan adanya hasil yang tidak signifikan maka perlu dilakukan pengujian dengan menambahkan variabel lain selain abnormal return dan TVA, yaitu seperti kapitalisasi pasar karena emiten yang mempunyai modal yang besar dan kuat biasanya yang diburu oleh investor, atau variabel price earning ratio (PER) karena PER juga sering digunakan oleh investor untuk menganalisis kemampuan perusahaan dalam mencetak laba. Juga perlunya membandingkan informasi kenaikan harga BBM dan kenaikan BBM pada negara lain dengan saham-saham yang berkaitan langsung dengan BBM.

DAFTAR REFERENSI

- Affandi, Untung dan Siddharta Utama (1998), "Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta", *Usahawan*, No. 3 Th. XXVII, Maret h. 42-47
- Ang, Robert (1997), "Buku Pintar Pasar Modal Indonesia", Media Soft Indonesia.
- Budiono H S dan Y S Susilo (2000), "Dampak Penurunan Subsidi BBM terhadap Kinerja Sektor dan Regional: Pendekatan Model Keseimbangan Umum Terapan," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*.
- Cheng F. Lee, Gong Meng Chen and Oliver M. Rui, 2001, "Stock Return and Volatility on China's Stock Market", *The Journal of Finance*, Vol. 24, h 523-543.
- Chordia, Tarun and Bhaskaran Swaminathan, 2002, "Trading Volume and Cross-Autocorrelations in Stock Return," *The Journal of Finance*, Vol IV, No. 2, April, p.913-935
- Fama, Eugene F (1991). "Efficient Capital MarketII", *Jornal of Finance*, Desember, Vol XLVI no 5, h, 1-21
- Gong Meng Chen, Michael Firth and Oliver M. Rui, 2001, "The Dynamic Relation Between Stock Return, Trading Volume and Volatility", *The Financial Review*, p 153-174.
- Hasanudin M, Sutapa, (2004), "Metodologi Event Study pada Peristiwa Ekonomi dan Non Ekonomi." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Januari.
- Houlthousen R dan R Verrechia (1990), "The Effect of Informedness and Consensus on Prices and Trading Volume Behavior", *Accounting Review* no 65, h 191-208
- Jogiyanto HM (2000), "Teori Portofolio dan Analisis Investasi", BPFE.
- Kim O dan RE. Verrechia (1991a), "Trading Volume and Price Reaction to Public Announcement", *Journal Accounting*, no 29, h 302-321
- Marston, Relicia (1996), "Differences in Information and Common Stock Return: Estimation Risk or Unequal Distribution of Information?", *The Financial Review*, November, h 831-857

- Namusisi, Fatumah N (1996), "*Analysist of Stock Price Response to Share Listing on Jakarta Stock Exchange: AN Efficient Capital Market Test*", *tidak dipublikasikan*, Universitas Gajahmada, Jogjakarta
- Nurwanto (2004), "Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Bom Bali, Bom Makasar, dan Bom Mariot (Studi Kasus di BEJ dengan Proksi Saham-saham LQ45)," *tidak dipublikasikan*, Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang
- Paultje, Novi (2001), "Reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Kabinet Baru", *tidak dipublikasikan*, Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang
- Peterson, Pamela (1989), "*Events Studies: A Review of Issues and Methodology*", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Summer, vol 28 no 3, h 3666
- Prasetyo, Teguh (2003), "Analisis Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar Sebagai Prediksi Harga Saham di BEJ pada periode Bullish dan Bearish," Simposium Nasional Akuntansi.
- Purwoko, Hengki, (1997), "Konsekuensi Ekonomi Penghapusan Subsidi Bahan Baku di Industri Pupuk: Aplikasi Model Keseimbangan Umum Terapan Indorani" *tidak dipublikasikan*, Fakultas Ekonomi UGM, Yogyakarta.
- Rustamadji, Gathot R (2001), "Analisis Ekspektasi Investor di Bursa Efek Jakarta terhadap Peristiwa Politik (*Event Study* : Peristiwa Keputusan Memorandum oleh DPR dalam Kasus Buloggate dan Bruneigate)," Usahawan, Agustus.
- Suryawijaya M A, dan F A Setiawan (1998), "Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri, Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996" *Kelola*, No. 18/VII/1998, h 137-153
- Susilo, Sri Y (2002), "Dampak Kenaikan Harga Bahan Bakar Minyak (BBM dan Tarif Dasar Listrik (TDL) terhadap kinerja Ekonomi Makro", Wahana, Agustus .
- Susiyanto, ME (1997), "Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia: Bentuk Lemah dan Bentuk Setengah Kuat pada Periode 1994-1996", *tidak dipublikasikan*, Magister Manajemen Universitas Gajahmada, Yogyakarta

- Tatiek N, Mutaminah, Siyamtiyah . (1999), "Reaksi Harga Saham di BEJ terhadap Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Soeharto", Jurnal Bisnis Strategi, vol 4, h 25-39
- Wibowo, Buddi (2004), " Analisis Dampak Informasi Antar-Hari serta Pola Antar-hari Return dan Volatilitas Saham-Saham Dual Listing di BEJ dan NYSE", Usahawan Januari.
- Wahyudi, Sugeng (2004), " Perkembangan dan Prospek Pasar Modal di Indonesia Tahun 2005 (even study: Pendekatan Managemen Strategik)," Jurnal Bisnis Strategi, Juli.