

3826  
TIOE  
2 9

**ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PERISTIWA  
PENGUNDURAN DIRI PRESIDEN SOEHARTO  
(Studi Kasus di Bursa Efek Jakarta)**

**THESIS**

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



*Diajukan oleh:*  
**VITRADESIE NOEKENT**  
C4A099137

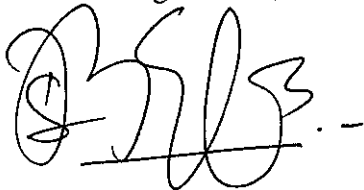
**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2001**

## PENGESAHAN THESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa thesis berjudul:  
**ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PERISTIWA  
PENGUNDURAN DIRI PRESIDEN SOEHARTO**  
(Studi Kasus di Bursa Efek Jakarta)

yang disusun oleh **VITRADESIE NOEKENT, NIM C4A099137**  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 2 April 2001  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama,



Dra. Indah Susilowati, M.Sc, Ph.D

Pembimbing Anggota,



Drs. Basuki Hadiprajitno, MBA, MAcc, Akt

Semarang, April 2001  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program,



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo



## SERTIFIKAT

*Saya, Vitradesie Noekent, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa thesis 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.*

VITRADESIE NOEKENT

April 2001

## TEMBAR PERSEMBAHAN

Terselesaikannya Karya ini adalah Persembahan-ku kepada:  
Mama dan Papa  
Hormat bhakti Ananda atas perjuangannya dalam menghantarku  
ke gerbang kebahagiaan  
Bude Titik  
Saudara-saudaraku  
Mbak Noekent, Mas Rakhmad, dek Denie, Mas Agung,  
Debie dan Fakhri  
Sahabat baikku  
Mbak Ayu, thank's for your suport, and your kindness  
.. and especially for someone who love me perfectly..

## ABSTRACT

Jakarta Stock Exchange as an instrument of investment is often to be related with economic dan political movement. Political instability that was caused by resignation of President Soeharto seems got a negative response from the market. This study has three objectives, firstly, to examine and to analyze the information behind the event and the efficiency of semi-strong the market during Soeharto resignation. Secondly, to identify the firm size, the firm growth and the firm risk that influence the market reaction on Soeharto resignation. Thirdly, to identify the change of inventory, account receivable, gross profit and operating cost that influence the market reaction on Soeharto resignation.

The sample technique of stratified proportional random sampling was employed to withdraw the sample from nine sectors in Jakarta Stock Exchange. The final sample were 46 firms. Event study methodology by Brown (1968) and Fama, et.al (1969) and regression analysis were used to analyze the data in this study.

The result show that the event of Soeharto resignation has significant information as indicated and proved by the abnormal returns during the event period. However, Jakarta Stock Exchange has not indicated efficient in semi-strong market. This is due to the abnormal returns during the event was occurred is perform not significant. From the regression analysis show that there are no significant variables which can influence market reaction. Moreover, the firm size, the firm growth, the firm risk, and the change of inventory, account receivable, gross profit and operating cost influenced the market reaction on Soeharto resignation with no meaning.

## ABSTRAKSI

Bursa Efek Jakarta sebagai sarana investasi tidak lepas dari pengaruh lingkungan, terutama lingkungan ekonomi dan politik. Instabilitas politik akibat pergantian kepala negara cenderung mendapat respon negatif dari pelaku pasarnya. Penelitian ini memiliki tiga tujuan, pertama, menguji dan menganalisis kandungan informasi dan efisiensi pasar bentuk setengah kuat Bursa Efek Jakarta atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto. Kedua, menguji dan menganalisis pengaruh ukuran, pertumbuhan, dan risiko perusahaan terhadap terjadinya reaksi pasar atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto. Ketiga, menguji dan menganalisis pengaruh perubahan persediaan, piutang, laba kotor dan biaya operasi terhadap terjadinya reaksi pasar atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto.

Teknik pengambilan sampel dilakukan secara *stratified proportional random sampling*, berdasar sembilan sektor yang ada di Bursa Efek Jakarta. Hasil akhir sampel berjumlah 46 emiten. Metodologi *event study* yang dikembangkan oleh Brown (1968) dan Fama et.al. (1969) dan analisis regresi digunakan sebagai teknik analisis dalam penelitian ini.

Hasilnya, peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto memiliki kandungan informasi yang dibuktikan dengan adanya *abnormal returns* yang signifikan selama *event period*, tetapi Bursa Efek Jakarta belum dapat dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat, dengan tidak adanya *abnormal return* pada saat terjadinya peristiwa (*event date*). Dari hasil analisis regresi, tidak ditemukan satu faktor pun yang mempengaruhi terjadinya reaksi pasar, atau dengan kata lain, ukuran, pertumbuhan, dan risiko perusahaan, maupun perubahan persediaan, piutang, laba kotor dan biaya operasi mempengaruhi terjadinya reaksi pasar atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto dengan tidak bermakna.

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadirat Allah SWT atas kebaikan, kebahagiaan dan keselamatan serta nikmat yang tiada habis atas makhluk ciptaan-Nya. Shalawat dan salam kepada Nabi besar Muhammad SAW atas suri tauladannya.

Pasar modal sebagai sarana investasi selain perbankan merupakan satu kajian akademis yang sangat menarik untuk dikaji lebih dalam, utamanya tentang reaksi pasar modal terhadap suatu kejadian politik kenegaraan yang melibatkan jatuhnya suatu rezim yang telah berkuasa selama 32 tahun di Indonesia. Peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto pada tanggal 21 Mei 1998 menjadi tema sentral dalam penulisan thesis ini.

Terselesainya thesis ini tidak lepas dari bimbingan dan kerja sama berbagai pihak. Untuk itu, ucapan terima kasih yang tulus dan dalam penulis tujukan kepada:

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Ketua Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Dra. Indah Susilowati, M.Sc, Ph.D, selaku Pembimbing I.
3. Drs. Basuki Hadiprajitno, MBA, M.Acc, Akt selaku Pembimbing II.
4. Rekan-rekan MM-UNDIP pada umumnya dan rekan-rekan MM XI-B/ Pagi pada khususnya.
5. Semua pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan thesis ini.

Akhir kata, penulis sangat menyadari sepenuhnya kekurangan yang ada dan terjadi dalam penulisan thesis ini. Harapan penulis, semoga apa yang menjadi saran dalam penelitian ini dapat bermanfaat bagi penelitian mendatang.

Ungaran, April 2001

*VITRADESIE NOEKENT*

## DAFTAR ISI

<i>Abstrac</i> .....	iv
Abstraksi.....	v
Kata Pengantar .....	vi
Daftar Isi .....	vii
Daftar Tabel .....	ix
Daftar Gambar .....	x

### BAB I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	7

### BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Tinjauan Pustaka	
2.1.1. Pengertian Efisiensi Pasar.....	9
2.1.2. Pengujian Efisiensi Pasar.....	12
2.1.3. Pengertian <i>Event Study</i> .....	13
2.1.4. Implikasi Efisiensi Pasar.....	14
2.1.5. Pengertian <i>Corporate Action</i> .....	16
2.2. Penelitian Terdahulu	
2.2.1. Penelitian Tentang <i>Event Study</i> .....	17
2.2.2. Penelitian Tentang Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Terjadinya <i>Abnormal Return</i> .....	20
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	22
2.4. Hipotesis Penelitian.....	23
2.5. Definisi Operasional Variabel .....	24

### BAB III. METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data.....	26
3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel.....	26
3.3. Teknik Analisis Data	
3.3.1. <i>Event Study</i> .....	27
3.3.2. Analisis Regresi.....	30

### BAB IV. GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN

4.1. Kronologi Peristiwa Pengunduran Diri Presiden Soeharto	33
4.2. Bursa Efek Jakarta Sebagai Wakil Pasar Modal Indonesia	35
4.3. Pasar <i>Bearish</i> Bursa Efek Jakarta Periode Mei 1998.....	38

<b>BAB V. ANALISIS DATA dan PEMBAHASAN</b>	
5.1. <i>Event Study</i> .....	40
5.2. Analisis Regresi .....	47

<b>BAB VI. KESIMPULAN, IMPLIKASI MANAJERIAL dan SARAN</b>	
6.1. Kesimpulan .....	53
6.2. Keterbatasan Penelitian dan Saran .....	54
6.3. Implikasi Manajerial .....	55

**DAFTAR REFERENSI  
LAMPIRAN-LAMPIRAN**

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Kondisi Perdagangan Saham di BEJ Periode April dan Mei 1998 .....	2
Tabel 2.1. Ringkasan Penelitian Terdahulu tentang Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Non- Ekonomi .....	20
Tabel 3.1. Perincian Sampel Penelitian .....	27
Tabel 4.1. Pertambahan Jumlah Emiten di BEJ .....	35
Tabel 4.2. Kinerja BEJ Periode 1998-1999 .....	37
Tabel 5.1. Hasil Perhitungan Koefisien Regresi .....	40
Tabel 5.2. <i>Average Abnormal Return</i> dan <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> .....	42
Tabel 5.3. Hasil Uji Beda ARR Sebelum dan Sesudah Peristiwa .....	45
Tabel 5.4. Ringkasan Hasil Estimasi Regresi (Hipotesis 2) .....	48
Tabel 5.5. Ringkasan Hasil Estimasi Regresi (Hipotesis 3) .....	50

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis .....	21
Gambar 5.1. <i>Average Abnormal Return</i> dan <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> pada Peristiwa Pengunduran diri presiden Soeharto .....	41

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. LATAR BELAKANG PENELITIAN

Sebagai suatu instrumen ekonomi, pasar modal tidak lepas dari berbagai pengaruh lingkungan, terutama lingkungan ekonomi dan politik. Kondisi politik yang stabil akan cenderung meningkatkan kinerja ekonomi suatu negara dikarenakan rendahnya risiko kerugian yang diakibatkan oleh faktor non ekonomi. Terjadinya peristiwa politik yang mengancam stabilitas negara seperti pemilihan umum, kerusuhan, maupun peristiwa pergantian kepala negara/ pemerintahan cenderung mendapat respon negatif dari pelaku pasar, dan makin pentingnya peran pasar modal dalam kegiatan ekonomi membuat pasar modal makin sensitif terhadap berbagai peristiwa di sekitarnya (Marwan Asri dan Faizal, 1998).

Bagi para pelaku pasar modal, bulan Mei 1998 dikenang sebagai bulan yang lesu dan membosankan. Suasana perdagangan di pasar modal yang biasanya dinamik dan kompetitif menunjukkan indikasi bahwa pasar mengalami periode *bearish* (Jurnal PMI, 1998). Akibatnya, tidak hanya transaksi saham yang anjlok, tetapi juga banyak saham yang tidak aktif dan harganya turun. Di antara 287 jenis saham tercatat di Bursa Efek Jakarta, selama bulan Mei 1998 hanya 262 jenis saham yang aktif diperdagangkan (91%)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Dengan membandingkan harga penutupan akhir April 1998, selama Mei 1998 terdapat 204 jenis saham yang merosot harganya, 57 jenis saham stagnan dan hanya 27 jenis saham yang berhasil menguat. Demikian pula dengan IHSG yang mengalami penurunan hampir 40 poin menjadi hanya 420,92 poin pada akhir Mei 1998.

Tabel 1.1. Kondisi Perdagangan Saham BEJ Periode April dan Mei 1998

Keterangan	Mei 1998	April 1998	Perubahan
Volume perdagangan saham (lembar)	4,82 milyar	8,73 milyar	Turun 45%
Nilai perdagangan saham (Rp)	5,10 triliun	10,28 triliun	Turun 50,4%
Frekwensi transaksi (kali)	10.000	18.200	Turun 57%

Sumber: Jurnal PMI, Mei 1998

Peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto yang terjadi pada tanggal 21 Mei 1998 merupakan satu peristiwa penting yang merubah hampir seluruh sendi kehidupan berbangsa dan bernegara di Indonesia. Soeharto yang telah memerintah selama hampir 32 tahun mengundurkan diri dari jabatan Presiden akibat desakan masyarakat luas. Bagi pelaku pasar modal peristiwa ini dikategorikan sebagai *bad news*. Konsisten dengan hal tersebut, Marston (1996) berpendapat bahwasanya kualitas informasi (seperti dari peristiwa turunnya Soeharto) tergolong sebagai peristiwa yang memiliki kandungan informasi yang negatif (*negative information content*).

Penelitian ini mereplikasi penelitian Nurhayatie, dkk (1999) yang bertujuan menguji efisiensi BEJ dalam bentuk setengah kuat dimana pengumuman pergantian kepemimpinan Soeharto dijadikan sebagai *event*. Beberapa penambahan rancangan penelitian yang dilakukan dalam penelitian ini dimaksudkan untuk memperbaiki kelemahan penelitian Nurhayatie dkk, yang diantaranya dalam hal:

1. Penggunaan data *return* (baik individu maupun pasar) mingguan. Fama et.al (1969) menggunakan data bulanan untuk mempelajari 940 peristiwa *stock-split*. Menurut Brown (1985), data harian lebih dapat melihat seberapa cepat harga sekuritas menyerap informasi yang diumumkan.

Charest (1978) dan Grinblatt et, al (Jogiyanto, 1998) mengembangkan studi yang dilakukan oleh Fama et.al. dengan menggunakan data harian.

2. Diperhatikannya *confounding effect* untuk lebih menekan pengaruh faktor-faktor lain di luar peristiwa yang diteliti yang sekiranya turut mempengaruhi reaksi pasar, di antaranya *corporate action* emiten.
3. Faktor penjasar terjadinya reaksi pasar. Jogiyanto (1998) menyatakan bahwasanya *event study* hanya menunjukkan bahwa perubahan laba (dari peristiwa pengumuman laba) mengakibatkan reaksi pasar, tetapi tidak menjelaskan seberapa besar respon pasar tersebut berhubungan dengan besarnya (*magnitude*) perubahan laba.

Pada penelitian bidang akuntansi dan keuangan, metodologi *event study* yang dikembangkan oleh Fama (1991) telah banyak diterapkan pada berbagai peristiwa. Kriteria utama pemilihan suatu peristiwa yang layak (*worthy*) untuk diteliti dalam *event study* menurut Marwan Asri dan Faizal (1998) adalah peristiwa yang berskala nasional dan memusatkan sorotan luas di media massa, sedang Blose, et.al. (1996) mensyaratkan bahwa peristiwa tersebut adalah bencana besar (*catastrophic event*) yang mengakibatkan *contagion effect*. Penggunaan *event study* pun meluas tidak hanya pada isu ekonomi saja tetapi juga isu di luar ekonomi, misalnya isu perubahan regulasi (Schwert, 1981), kasus hukum (Mitchel dan Netter, 1994), *celebrity endoresers* (Agrawal dan Kamakura, 1995), disvestasi dari Afrika Selatan (Posnikoff, 1997), kecelakaan nuklir Chernobyl (Field, et.al, 1993), bencana Pulau Three Miles (Hill, 1983 dan Brown, 1983), gempa bumi di California (Shelor, et.al, 1992 dan Aiuppa, 1993) dan pengunduran diri Perdana Menteri Jepang (Marwan Asri, 1996).

Selain bertujuan menguji kandungan informasi atas suatu peristiwa, metodologi *event study* juga dapat digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Fama (1971) mendasarkan teorinya pada efisiensi secara informasional (*informationally efficient market*). Sedang Beaver (1989) mendasarkan teorinya pada distribusi informasi. Sesuatu yang menarik dari definisi Beaver adalah bahwa jika semua orang mendapat set informasi yang sama, maka secara definisi dapat dikatakan bahwa efisiensi pasar bentuk lemah (semua informasi masa lalu yang tersedia) dan bentuk setengah kuat (informasi yang baru dipublikasikan) selalu terjadi, karena adanya anggapan bahwa informasi tersebut telah didistribusikan dan tersedia untuk publik. Akan tetapi Beaver berargumentasi lagi, bahwa walaupun informasi secara publik tersedia, tetapi terdapat biaya untuk memperoleh informasi tersebut. Oleh karenanya, informasi yang disebarkan mungkin hanya diterima oleh sebagian investor saja dan pasar yang tidak efisien dapat saja terjadi.

Suatu metodologi untuk menguji reaksi pasar berdasar teori Fama (1991) telah banyak diaplikasikan, tetapi pengujian terhadap teori Beaver (1995) yang berargumentasi bahwa pasar tidak efisien menimbulkan masalah dalam hal pengujian pasar yang efisien tersebut (Jogiyanto, 1998). Untuk menguji pasar yang efisien, maka masih dibutuhkan suatu ukuran pembanding (*benchmark*). *Benchmark* yang digunakan adalah *return* normal yang seharusnya diperoleh oleh pelaku pasar. *Return* hasil dari informasi kemudian dibandingkan dengan *return* normal menurut *benchmark*. Jika hasilnya tidak menyimpang berarti pasar sudah efisien, dan sebaliknya jika menyimpang maka pasar dikatakan tidak efisien.

Analisis reaksi pasar terhadap suatu peristiwa dengan mendasarkan pada metodologi *event study* tentu saja akan lebih efektif apabila dapat dibuktikan secara matematis variabel mana yang mempunyai hubungan kuat terhadap *abnormal return*. McWilliams dan Siegel (1997) menekankan pentingnya peneliti menjelaskan sebab-sebab terjadinya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham. Konsisten dengan hal ini Jogiyanto (1998) juga mengemukakan bahwasanya terdapat sejumlah faktor-faktor spesifik perusahaan yang mempengaruhi terjadinya *abnormal return*, yaitu ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan risiko perusahaan.

Abarbanell dan Bushee (1997) meneliti seberapa besar pengaruh sinyal fundamental (yang ada pada laporan keuangan) mempengaruhi keputusan pelaku pasar (baik investor maupun analis saham) dalam menyusun strategi investasi, dengan cara menguji pengaruh perubahan sinyal fundamental terhadap sejumlah perubahan *earning* di masa mendatang. Mereka menggunakan *abnormal return* sebagai salah satu indikator *earning*. Hasilnya, sinyal GM (*gross margin*) dan S&A (*sales and administration expenses*) mampu memberikan informasi pada golongan sampel *bad news*. Sinyal ini juga menunjukkan bahwa meningkatnya biaya mengindikasikan buruknya kinerja perusahaan.

Dengan mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *abnormal return*, maka pemilihan strategi yang diambil juga akan lebih tepat untuk bisa memperoleh *abnormal return*, yaitu tingkat pengembalian aktual (*actual return*) yang melebihi tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) baik dari sisi emiten maupun dari sisi investor. Terdapat dua pihak yang berkepentingan terhadap *abnormal return*, yaitu pihak emiten dan investor. Emiten memiliki

kepentingan atas meningkatnya *value* perusahaan yang tercermin dari meningkatnya harga saham, demikian juga investor yang memiliki kepentingan atas *return* investasinya.

## 1.2. PERUMUSAN MASALAH

Bagi investor, investasi pada saham biasa (*common stock*) adalah jenis investasi yang menjanjikan *return* yang tidak terbatas. Konsekwensinya, investor juga harus menyadari bahwa investasi dengan *return* yang tidak terbatas akan selalu disertai oleh risiko yang tidak terbatas pula. Risiko berinvestasi saham sangat terkait erat dengan jenis risiko sistematis, yaitu risiko yang menimpa seluruh perusahaan dan yang tidak dapat didiversifikasikan. Salah satu jenis risiko sistematis adalah risiko politis. Risiko politis dapat diakibatkan oleh banyak faktor, diantaranya peristiwa pergantian kepemimpinan suatu negara. Pergantian kepemimpinan dengan sendirinya akan meningkatkan risiko disebabkan ketidakpastian dalam berinvestasi yang berakibat pada tingginya *rate of return* yang diminta investor.

Bursa Efek Jakarta sebagai bursa tertua dan terbesar di Indonesia selalu terimbas oleh ketidakpastian situasi politik, sehingga pelaku pasarnya pun harus memiliki suatu horizon yang panjang untuk menyusun strategi investasinya. Untuk menyusun suatu strategi, maka dibutuhkan pengetahuan yang didukung oleh bukti empiris mengenai dampak suatu peristiwa (terutama peristiwa politik) terhadap nilai perusahaan (yang dalam hal ini diwakili oleh harga saham).

Pengetahuan tersebut tidak saja berhenti pada analisis terhadap dampaknya saja, tetapi suatu analisis lanjutan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhinya pun perlu dikaji lebih dalam untuk mengetahui besarnya pengaruh (*magnitude*) tersebut. Kedua hal inilah yang menjadi komponen pembentuk strategi investasi di pasar modal, sehingga permasalahan ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto mempunyai makna, sehingga akan menimbulkan reaksi pasar yang dilihat dari indikator *average abnormal return* yang signifikan?
2. Apakah ukuran, pertumbuhan, dan risiko perusahaan mempengaruhi terjadinya reaksi pasar atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto?
3. Apakah perubahan persediaan, piutang, laba kotor dan biaya operasi mempengaruhi terjadinya reaksi pasar atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto?

### 1.3. TUJUAN dan KEGUNAAN PENELITIAN

#### 1.3.1. Tujuan Penelitian

1. Menguji dan menganalisis kandungan informasi dan efisiensi pasar bentuk setengah kuat BEJ atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto.
2. Menguji dan menganalisis pengaruh ukuran, pertumbuhan, dan risiko perusahaan terhadap terjadinya reaksi pasar atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto.
3. Menguji dan menganalisis pengaruh perubahan persediaan, piutang, laba kotor dan biaya operasi perusahaan terhadap terjadinya reaksi pasar atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto.

### 1.3.2. Kegunaan Penelitian

1. Bagi emiten, memberikan kesempatan manajer untuk mengamati harga saham perusahaan mereka dan bagaimana reaksi pasar atas keputusan yang mereka ambil.
2. Bagi investor, sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan analisis investasi di Pasar Modal Indonesia pada umumnya, dan Bursa Efek Jakarta khususnya, berdasar implikasi manajerial yang didapat dari penelitian ini.
3. Bagi pihak akademis, tambahan bukti empiris dan sumbangan pemikiran bagi penelitian dengan metodologi *event study* khususnya, dan penelitian tentang pasar modal pada umumnya.

## BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

### 2.1. TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1.1. Pengertian Efisiensi Pasar

Secara umum, efisiensi pasar didefinisikan sebagai hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Secara lebih spesifik, efisiensi pasar dapat didefinisikan dalam beberapa macam definisi berdasarkan: (1) nilai intrinsik sekuritas; (2) akurasi dari ekspektasi harga; (3) distribusi informasi; dan (4) proses dinamik.

##### A. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Nilai Intrinsik Sekuritas

Menurut Beaver (Jogiyanto, 1998), konsep awal dari efisiensi pasar yang berhubungan dengan informasi laporan keuangan berasal dari praktek analisis sekuritas yang menemukan sekuritas dengan harga yang kurang benar (*misspriced*), yaitu sekuritas yang harganya menyimpang dari nilai intrinsik atau nilai fundamentalnya. Dalam konteks ini, maka efisiensi pasar diukur dari seberapa jauh harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsiknya.

##### B. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Akurasi dari Ekspektasi Harga

Definisi Fama tentang efisiensi pasar yang menekankan pada aspek *fully respect* dan *information available* menimbulkan banyak perdebatan (Jogiyanto, 1998). Beaver (Jogiyanto, 1998) menyatakan bahwa definisi ini tidak jelas, tidak operasional dan sirkular, dikarenakan definisi ini tidak menunjukkan seberapa cepat dan seberapa tepat perubahan harga tersebut

diakibatkan oleh informasi yang tersedia. Definisi Fama hanya menunjukkan bahwa perubahan harga saja cukup untuk mengatakan pasar sudah efisien.

Dyckman dan Morse (Jogiyanto, 1998) juga menyatakan bahwa istilah *fully reflect* juga tidak jelas. Harga sekuritas berubah karena adanya perubahan kepercayaan (*belief*) oleh investor akibat adanya informasi yang baru. Proses penyebaran (*disseminating*) informasi untuk membentuk kepercayaan yang baru terhadap harga akan menentukan tingkat efisiensi pasar. Proses penyebaran informasi ini menunjukkan seberapa merata setiap orang akan menerima informasi.

Fama (Jogiyanto, 1998) menyadari bahwa definisinya sulit dibuktikan secara empiris, karenanya dibutuhkan suatu pembandingan berpola (*benchmark*) yang dapat menunjukkan akurasi dari ekspektasi harga semua investor. Fama mencoba memformalkan definisinya dengan mendefinisikan suatu fungsi dari harga di masa datang yang tergantung dari set informasi yang tersedia di saat ini. Fungsi harga di masa datang menjadi *benchmark* yang kemudian dibandingkan dengan fungsi harga di masa datang yang terjadi karena informasi yang benar-benar digunakan pasar. Perbedaan harga dari kedua fungsi tersebut dianggap sebagai pasar yang tidak efisien. Fama mengusulkan suatu model equilibrium untuk menentukan fungsi harga di masa datang akibat informasi sekarang. Dengan demikian hasil uji empiris ini menjadi *joint test* antara model equilibrium (misalkan *Capital Asset Pricing Model*) dengan dengan efisiensi pasar. Tanpa adanya model equilibrium, maka hipotesa pasar efisien tidak dapat diuji.

### C. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Distribusi Informasi

Beaver (Jogiyanto, 1998) memberikan definisi efisiensi pasar yang didasarkan pada distribusi informasi:..."*the market is efficient with respect to some specified information system, if and only if security prices act as if everyone observe the information system.*" Beaver berargumentasi, jika harga sekuritas mempunyai properti seperti yang didefinisikannya, maka harga tersebut dikatakan *fully reflect* terhadap informasi yang tersedia. Jika harga yang terjadi setelah informasi diterima oleh pelaku pasar sama dengan harga yang akan terjadi jika setiap orang mendapatkan set informasi tersebut, maka pasar yang efisien ini dikatakan *full information price*.

Sesuatu yang menarik dari definisi ini adalah bahwa jika semua orang mendapat set informasi yang sama, maka secara definisi dapat dikatakan bahwa efisiensi pasar bentuk lemah (semua informasi masa lalu yang tersedia) dan bentuk setengah kuat (informasi yang baru dipublikasikan) selalu terjadi, karena adanya anggapan bahwa informasi tersebut telah didistribusikan dan tersedia untuk publik. Akan tetapi Beaver berargumentasi lagi, bahwa walaupun informasi secara publik tersedia, tetapi terdapat biaya untuk memperoleh informasi tersebut. Oleh karena itu, informasi yang disebarakan mungkin hanya diterima oleh sebagian investor saja dan pasar yang tidak efisien menurut Beaver dapat saja terjadi.

Jogiyanto (1998) meninjau efisiensi pasar dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia (*decisionally efficient market*). Ketersediaan informasi saja tidak menjamin pasar menjadi efisien, diperlukan kecanggihan (*sophisticated*)

pelaku pasar untuk mengolah informasi agar pasar menjadi efisien. Jika hanya sebagian saja pelaku pasar yang canggih, maka kelompok ini dapat menikmati keuntungan yang tidak normal disebabkan mereka dapat menginterpretasikan informasi dengan lebih benar dibandingkan dengan kelompok pelaku pasar yang kurang atau tidak canggih (*naïve*).

#### D. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan pada Proses Dinamik

Definisi efisiensi pasar yang didasarkan pada proses dinamik mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan menjelaskan bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi yang tidak simetris<sup>1</sup>. Definisi ini menekankan pada kecepatan informasi yang tidak simetris. Jones (1995) mendefinisikan:..."*an efficient market is one in which the price of all securities quickly and fully reflect all available information about the assets.*"

#### 2.1.2. Pengujian Efisiensi Pasar

Ide dasar dari pengujian pasar yang efisien dituangkan dalam suatu hipotesis yang disebut dengan hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Fama (Copeland, 1997) membagi pengujian efisiensi pasar menjadi tiga bentuk ditinjau dari ketersediaan informasi (*informationally efficient market*), yaitu:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak-form*) mempunyai hipotesa bahwa harga surat berharga saat ini betul-betul menggambarkan seluruh

---

<sup>1</sup> Informasi asimetrik adalah suatu kondisi yang menunjukkan sebagian investor mempunyai informasi dan yang lainnya tidak memilikinya.

- informasi yang terkandung dalam harga-harga surat berharga di masa yang lalu. Di sini tersirat bahwa tidak ada seorang investor pun yang mampu memperoleh tingkat pengembalian yang berlebihan dengan cara mengembangkan pedoman yang didasarkan pada informasi yang lalu.
2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong-form*) mempunyai hipotesa bahwa harga surat berharga saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan. Jadi tak seorang pun investor yang mampu memperoleh tingkat pengembalian yang berlebihan dengan hanya menggunakan sumber-sumber informasi yang dipublikasikan. Termasuk dalam jenis informasi ini adalah dividen, laporan tahunan perusahaan, edaran BEJ atau laporan penasehat investasi yang diterbitkan.
  3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong-form*) mempunyai hipotesa bahwa harga surat berharga saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan maupun yang tidak.

### 2.1.3. Pengertian *Event Study*

Mackinlay (1997) menyatakan bahwa *event study* mempunyai sejarah cukup panjang. Penelitian yang dilakukan Dolley (1933) tentang dampak *stock split* terhadap *return* saham dianggap sebagai *event study* yang pertama.

Peterson (Harijono, 1999) mendefinisikan *event study* sebagai suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham

sebagai dampak dari suatu peristiwa tertentu. *Event study* digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda.

Jika suatu peristiwa atau pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu peristiwa atau pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas bersangkutan. Reaksi ini biasanya diukur dengan konsep *abnormal return*. Peristiwa atau pengumuman yang mengandung informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya, suatu peristiwa atau pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar, dan jika *abnormal return* tersebut terjadi pada hari dimana peristiwa itu terjadi, maka pasar dikatakan memenuhi efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Harijono, 1999).

#### 2.1.4. Implikasi Efisiensi Pasar Terhadap Pengambilan Keputusan

Pasar yang efisien berarti bahwa pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Pemahaman terhadap pasar modal yang efisien akan membawa pengaruh yang cukup besar terhadap cara melakukan analisis saham. Komaruddin (1996) menyebutkan implikasi efisiensi pasar terhadap pengambilan keputusan, antara lain:

1. Jika pasar efisien, memberikan kesempatan manajer untuk mengamati harga saham perusahaan mereka dan bagaimana reaksi pasar atas keputusan yang mereka ambil
2. Cepatnya penyesuaian harga sekuritas dapat pula memberikan implikasi-implikasi:
  - a) Semua sekuritas adalah substitusi sempurna. Pada kasus tidak adanya *insider trading*, *net present value* setiap investasi adalah nol, jika arus kas didiskon pada tingkat *return* yang telah disesuaikan dengan risiko.
  - b) Investor dapat mengambil berbagai keputusan manajemen, misal: melakukan diversifikasi.
  - c) Perubahan kecil tidak berpengaruh pada risiko suatu perusahaan, atau arus kas yang diharapkan dan atas sekuritas yang beredar di pasar.
  - d) Harga sekuritas sekarang adalah alat estimasi terbaik atas harga sekuritas yang akan datang.

Menurut Farid dan Siswanto (1998), cara analisis saham yang terpengaruh paling besar dari efisien tidaknya suatu pasar adalah analisis teknikal, karena kalau pasar modal efisien, maka analisis teknikal diragukan manfaatnya. Meski demikian, keberadaan para analis sekuritas yang selalu mencari informasi baru dan melakukan analisis terhadap informasi tersebut akan membantu tercapainya pasar yang makin efisien.

### 2.1.5. *Corporate Action*

Ang (1997) mendefinisikan *corporate action* sebagai suatu kegiatan yang dilakukan perusahaan yang bobotnya cukup material sehingga mempunyai kemungkinan mempengaruhi harga saham dari perusahaan yang bersangkutan di bursa efek, sehingga mempunyai makna bahwa tindakan ini merupakan usaha yang disadari dan direncanakan oleh perseroan. Tindakan yang pada umumnya mempunyai keterkaitan baik secara langsung maupun tidak langsung dengan kinerja keuangan perusahaan, kelangsungan hidup perusahaan, mempengaruhi pertumbuhan perusahaan serta manajemen perusahaan, yang akan memberikan pengaruh terhadap harga saham perusahaan di bursa. Beberapa *corporate action* menurut Ang (1997) antara lain: (1) Aliansi strategis; (2) *Private placement*; (3) Divestasi; (4) Akuisisi; (5) *Hostile acquisition*; (6) Merger; (7) Konsolidasi; (8) *Tender offer*.

Materialitas aksi suatu emiten memang bersifat relatif, tetapi di antaranya diatur oleh Peraturan Bapepam No. X.K.1 tentang keterbukaan informasi yang harus segera diumumkan kepada publik. Dalam peraturan tersebut ditegaskan bahwa setiap perusahaan publik atau emiten yang pernyataan pendaftarannya telah menjadi efektif harus menyampaikan kepada Bapepam dan mengumumkan kepada masyarakat secepat mungkin, paling lambat hari kerja ke-2 setelah keputusan atau terdapatnya informasi atau fakta material yang mungkin dapat mempengaruhi nilai efek perusahaan atau keputusan investasi pemodal. Segala informasi atau fakta material yang diperkirakan dapat mempengaruhi harga efek atau keputusan investasi pemodal, antara lain:

1. Penggabungan usaha, pembelian saham, peleburan usaha atau pembentukan usaha patungan.
2. Pemecahan saham atau pembagian dividen saham.
3. Pendapatan dari dividen yang biasa sifatnya.
4. Perolehan atau kehilangan kontrak penting.
5. Produk atau penemuan baru yang berarti.
6. Perubahan dalam pengendalian atau perubahan penting dalam manajemen.
7. Pengumuman pembelian kembali atau pembayaran efek yang bersifat hutang.
8. Penjualan tambahan efek kepada masyarakat atau secara terbatas yang material jumlahnya.
9. Pembelian atau kerugian penjualan aktiva yang material.
10. Perselisihan tenaga kerja yang relatif penting.
11. Tuntutan hukum yang penting terhadap perusahaan, dan atau debitur dari komisaris perusahaan.
12. Pengajuan tawaran untuk pembelian efek perusahaan lain.
13. Penggantian akuntan yang mengaudit perusahaan.
14. Penggantian wali amanat.
15. Perubahan tahun fiskal perusahaan.

## 2.2. PENELITIAN TERDAHULU

### 2.2.1. Penelitian tentang *Event Study*

Beberapa penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* yang dilakukan pada Bursa Efek Jakarta bertujuan untuk menguji efisiensi Bursa Efek Jakarta. Namusisi (1996) menguji efisiensi BEJ dengan

menggunakan *event listing* saham (emisi saham baru pada pasar sekunder maupun emisi saham tambahan seperti *right issues* dan *bonus share*) pada periode pengamatan 1993-1995 dengan sampel sejumlah 155 emiten. Sedangkan Susiyanto (1997) menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan *event* pengumuman dividen (yang dipisahkan dengan pengumuman dividen turun, dividen tetap dan dividen naik) pada periode 1994-1996 dengan menggunakan seluruh emiten yang mengumumkan rencana pembagian dividennya. Kedua penelitian tersebut menemukan hal serupa, yaitu tidak adanya *abnormal return* yang signifikan secara konsisten sehubungan dengan *event* yang diteliti (emisi saham dan pengumuman dividen), sehingga mereka menyimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta telah mencapai efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Untung dan Sidharta (1998) menguji efisiensi bentuk setengah kuat BEJ dengan sampel 50 saham likuid. Mereka mengelompokkan sampel ke dalam dua kelompok, yaitu kelompok perusahaan yang laba tidak terduganya positif dan kelompok perusahaan yang laba tidak terduganya negatif. Hasilnya, dengan tiga pendekatan yang berbeda untuk mengestimasi beta, diperoleh *abnormal return* yang signifikan setelah diumumkankannya laporan laba perusahaan, yang berarti BEJ belum memenuhi efisiensi bentuk setengah kuat.

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

perusahaan penerbangan Amerika Serikat terhadap *event* pelarangan terbang (*grounding*) pesawat-pesawat DC-10. Penelitian Marwan Asri (1996) tentang pengunduran diri Perdana Menteri Jepang menghasilkan temuan, bahwa setelah pengumuman, tidak terjadi *abnormal return* secara langsung. *Negative abnormal return* yang signifikan terjadi setelah hari ke tujuh dari tanggal pengumuman.

Di Indonesia, Marwan Asri dan Faizal (1998) melakukan penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* pada Peristiwa 27 Juli 1996 dengan sampel 37 saham berkapitalisasi terbesar, menghasilkan temuan yang menunjukkan bahwa BEJ semakin sensitif terhadap munculnya berbagai informasi yang relevan, termasuk informasi politik. Hal ini tercermin dari *abnormal return* negatif yang signifikan yang terjadi secara spontan pada *event date*. Dari uji beda dua rata-rata yang dilakukan, variabel harga saham secara cepat menyesuaikan dengan perkembangan yang terjadi, dalam hal ini BEJ memenuhi kriteria efisiensi bentuk setengah kuat.

Di luar negeri, penggunaan *event study* semakin luas. Blose et al (1996) meneliti kaitan antara kecelakaan pesawat ulak-alik challenger dengan efisiensi pasar. Peristiwa ini dikategorikan sebagai respon pasar yang tidak rasional seperti aksi jual (*seloff*), kepanikan dan menimbulkan *contagion effect*. Reaksi pasar membuktikan bahwa pada hari terjadinya ledakan, terdapat rata-rata *abnormal return* negatif yang signifikan pada kontrakstor NASA. Tetapi *contagion effect* hanya terjadi pada kontraktor NASA yang memiliki total pendapatan lebih dari 5% dari pendapatan yang diperoleh

melalui kerja sama dengan pihak NASA. Lebih lanjut lagi, hanya satu perusahaan yang terpengaruh yaitu Morton Thiokol Corporation.

Tabel 2.1. Ringkasan Penelitian Terdahulu tentang Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Non-ekonomi

No	Peneliti (tahun)	Event yang diteliti	Sampel Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Fields et.al (1989) dan Kalra et.al (1993)	Kecelakaan nuklir di Chernobyl	Perusahaan publik di US	Reaksi negatif dan signifikan, perusahaan nuklir penurunannya lebih besar daripada perusahaan non-nuklir
2.	Hill et.al (1983) dan Bowen et.al (1983)	Bencana Pulau Three Miles	Perusahaan elektrik nuklir dan non-nuklir	Perusahaan nuklir penurunannya lebih besar daripada perusahaan non-nuklir
3.	Spudek dan Moyer (1989)	Bencana Pulau Three Miles	Industri elektrik	Sepuluh reaksi pasar disebabkan oleh meningkatnya risiko sistematis industri elektrik akibat regulasi
4.	Lamb (1994)	Angin topan Andrew	Perusahaan properti dan asuransi	Return negatif dan signifikan
5.	Shelor et.al (1992) dan Aiuppa (1993)	Gempa bumi di California tahun 1989	Perusahaan properti dan asuransi	Return positif dan signifikan

Sumber: Blase et.al. (1996)

### 2.2.2. Penelitian Tentang Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Terjadinya *Abnormal Return*

Asri (1996) meneliti pengaruh pengunduran diri PM Takeshita terhadap reaksi harga saham perusahaan Amerika yang memiliki anak perusahaan di Jepang dengan variabel penelitian *subsidiaries*, *sales*, dan

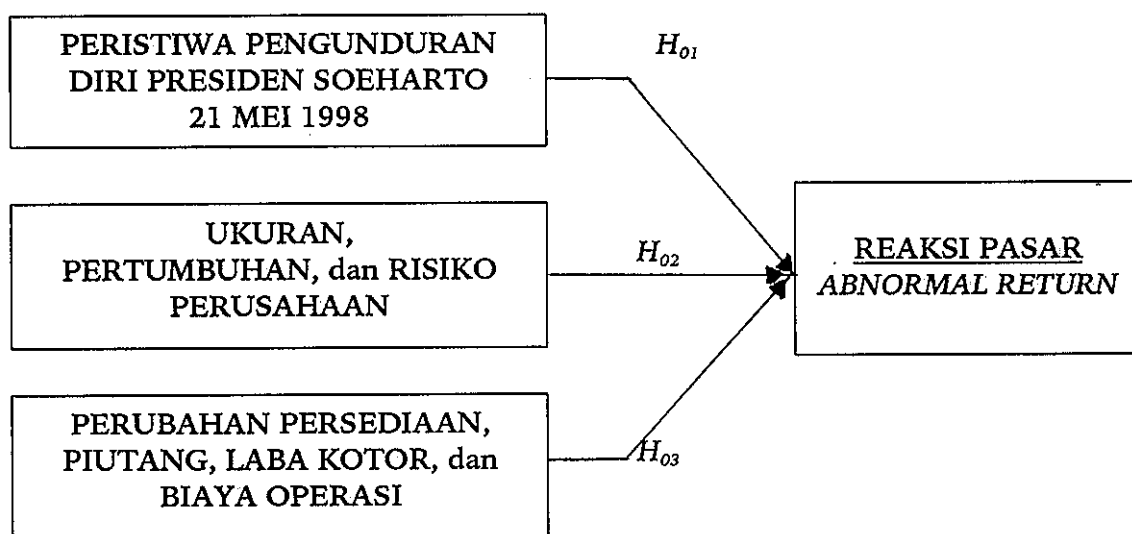
*ownership*, ketiga variabel ini mewakili tingkat diversifikasi perusahaan multinasional Amerika. Semakin terdiversifikasi, maka akan semakin besar pula pengaruh peristiwa pengunduran di Perdana Menteri di Jepang terhadap perusahaan Amerika yang memiliki anak perusahaan di Jepang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah anak perusahaan (*subsidiaries*) dan omzet penjualan (*sales*) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang terjadi selama periode penelitian.

Jogiyanto (1998) menyebutkan tiga variabel penyebab akumulasi *return* tidak normal, yaitu *size*, *growth*, dan *risk*. Pengukuran *size* yang digunakan adalah nilai total aktiva atau penjualan bersih atau nilai ekuitas. Pengukuran *growth* yang digunakan adalah pertumbuhan laba, pertumbuhan penjualan atau diwakili dengan nilai pasar dibagi dengan nilai buku. Pengukuran *risk* yang digunakan adalah *leverage* (total ekuitas dibagi dengan total hutang).

Abarbanell dan Bushee (1997) meneliti kaitan antara perubahan sinyal fundamental, *future earnings* dan harga saham. Variabel yang digunakan sebagai sinyal fundamental adalah perubahan persediaan, piutang, pengeluaran modal, laba kotor, biaya penjualan dan administrasi, tingkat pajak efektif, kualitas laba, kualifikasi audit dan kekuatan penjualan. Sedang variabel *future earning* adalah laba tahun depan, laba dalam pertumbuhan jangka panjang, revisi peramalan pertumbuhan jangka panjang, *cummulative abnormal return*, dan kesalahan peramalan satu tahun. Sampel dibagi menjadi dua portofolio, kelompok *good news* (*earning* meningkat dari tahun ke tahun) dan kelompok *bad news* (*earning* turun dari tahun ke tahun). Hasilnya,

ditemukan *abnormal return* positif untuk kelompok *good news*, yang mendukung interpretasi bahwa sinyal ini mengindikasikan bahwa manajemen berekspansi kredit untuk meningkatkan penjualan dan pendapatan. Sebagai tambahan, sinyal GM dan S&A memberikan informasi pada kelompok *bad news*, peningkatan keduanya memberikan informasi tentang *future earnings* selama periode penelitian pada saat perusahaan memiliki kinerja yang buruk.

### 2.3. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS



Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis

Selain dapat dipakai untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat, *event study* juga digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa. Jika suatu peristiwa mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu peristiwa tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan oleh perubahan harga sekuritas bersangkutan yang diukur dengan menggunakan konsep *abnormal return*. Suatu peristiwa yang mengandung informasi akan memberikan *abnormal*

*return* kepada pasar. Sebaliknya, suatu peristiwa yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi pasar untuk menyerap informasi yang dipublikasikan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

*Abnormal return* yang terjadi bisa dipengaruhi oleh dua hal. Pertama, faktor-faktor spesifik perusahaan yang terdiri dari ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan risiko perusahaan (Jogiyanto, 1998). Kedua, perubahan sinyal fundamental yang terdiri dari perubahan persediaan, perubahan piutang, perubahan laba kotor dan perubahan biaya operasi (Abarbanell dan Bushee, 1997).

#### 2.4. HIPOTESIS PENELITIAN

Berdasarkan studi literatur serta menurut masalah dan tinjauan teoritis yang telah dikemukakan sebelumnya, maka dirumuskan hipotesis untuk tujuan penelitian, yaitu:

H<sub>01</sub> : Peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto *tidak* menghasilkan *abnormal return* bagi pemegang saham.

H<sub>02</sub> : Ukuran, pertumbuhan dan risiko perusahaan *tidak* memiliki hubungan yang signifikan dengan terjadinya *abnormal return* atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto.

H<sub>03</sub> : Perubahan persediaan, piutang, laba kotor dan biaya operasi *tidak* memiliki hubungan yang signifikan dengan terjadinya *abnormal return* atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto.

## 2.5. DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

Untuk mengukur masing-masing konsep yang telah didefinisikan, maka disusun suatu definisi operasional yang akan mengubah konsep-konsep yang masih abstrak menjadi konsep yang dapat diuji. Adapun operasionalisasi variabel penelitian adalah sebagai berikut:

1. *Event* yang diteliti adalah peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto pada tanggal 21 Mei 1998 yang dikategorikan sebagai peristiwa yang memiliki kandungan informasi yang negatif.
2. *Event window* adalah periode waktu yang digunakan dalam penelitian, terbagi menjadi dua, yaitu *estimation period* (60 hari)<sup>2</sup> dan *event period* (21 hari), dengan *event date* pada tanggal 22 Mei 1998.
3. *Estimation period* adalah periode waktu yang digunakan untuk mengestimasi return saham dengan menggunakan *market model*.
4. *Event period* adalah periode pengamatan yang terdiri dari 10 hari sebelum dan 10 hari<sup>3</sup> sesudah terjadinya peristiwa.
5. *SIZE* adalah *market capitalization* dari masing-masing emiten, yaitu harga pasar saham dikalikan jumlah saham beredar.
6. *GROWTH* adalah tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan yang diukur dengan rasio pertumbuhan, merupakan perbandingan antara nilai penjualan 1998 dengan penjualan 1997.

---

<sup>2</sup> Menurut Jogiyanto dan Suriyanto (1999), tidak ada patokan pasti waktu lamanya hari yang digunakan untuk periode estimasi. Umumnya berkisar 30 hari sampai dengan jumlah seluruh hari yang tidak libur selama setahun dikurangi dengan lamanya periode pengamatan. Penggunaan 60 hari untuk *estimation period* dianggap cukup baik untuk membentuk model estimasi.

<sup>3</sup> 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah untuk *event period* didasarkan pada pertimbangan kecepatan pembentukan ke harga ekuilibrium baru akibat informasi baru yang relevan yang masuk ke pasar.

7. *RISK* adalah risiko perusahaan yang diukur dengan rasio *leverage*, merupakan perbandingan antara total hutang perusahaan (*total liabilities*) dengan total aktiva yang dimilikinya (*total assets*).
8. *INV* adalah perubahan persediaan yang diukur dari selisih perubahan persediaan dengan perubahan penjualan ( $\Delta INV - \Delta sales$ )<sup>4</sup>.
9. *Account receivable* adalah perubahan piutang yang diukur dari selisih perubahan piutang dengan perubahan penjualan ( $\Delta AR - \Delta sales$ ).
10. *GM* adalah perubahan laba kotor yang diukur dari selisih perubahan laba kotor dengan perubahan penjualan ( $\Delta GM - \Delta sales$ ).
11. *S&A* adalah perubahan biaya operasi yang diukur dari selisih perubahan biaya operasi dengan perubahan penjualan ( $\Delta S\&A - \Delta sales$ ).

---

<sup>4</sup>  $\Delta sales = [sales_t - E(sales_t)] / E(sales_t)$ ; dimana  $E(sales_t) = (sales_{t-1} + sales_{t+2}) / 2$ .  
 $\Delta INV = [INV_t - E(INV_t)] / E(INV_t)$ ; dimana  $E(INV_t) = (INV_{t-1} + INV_{t+2}) / 2$   
 $\Delta AR = [AR_{s_t} - E(AR_t)] / E(AR_t)$ ; dimana  $E(AR_t) = (AR_{t-1} + AR_{t+2}) / 2$   
 $\Delta GM = [GM_{s_t} - E(GM_t)] / E(GM_t)$ ; dimana  $E(GM_t) = (GM_{t-1} + GM_{t+2}) / 2$   
 $\Delta S\&A = [S\&A_t - E(S\&A_t)] / E(S\&A_t)$ ; dimana  $E(S\&A_t) = (S\&A_{t-1} + S\&A_{t+2}) / 2$

## BAB III METODOLOGI PENELITIAN

### 3.1. JENIS DAN SUMBER DATA

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang terdiri dari:

1. Data harga penutupan saham harian 5 Februari 1998-5 Juni 1998.
2. Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) 5 Februari 1998-5 Juni 1998
3. Data 30 emiten berkapitalisasi pasar terbesar pada bulan Mei 1998.
4. Data penjualan (*sales*), rasio *leverage*, dan asset perusahaan (*total assets*).
5. Data persediaan (*inventory*), piutang (*account receivable*), laba operasi (*operating profit*), dan biaya operasi (*operating expense*).

Sumber data utama dalam penelitian ini adalah publikasi Divisi Komunikasi Perusahaan Bursa Efek Jakarta, yaitu DKE (daftar kurs efek), *Monthly Statistics*, dan *Indonesian Capital Market Directory*, yang diperoleh langsung dari PRPM (Pusat Referensi Pasar Modal), Jakarta dan PIPM (Pusat Informasi Pasar Modal), Semarang. Sedang sumber data penunjang adalah *website* Bursa Efek Jakarta ([www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id)).

### 3.2. POPULASI DAN TEKNIK PENGAMBILAN SAMPEL

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham biasa yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1998 sejumlah 287 emiten. Penentuan sampel dilakukan secara *stratified proportional random sampling*, dimana pembagian strata didasarkan pada sembilan sektor yang diklasifikasikan oleh BEJ, yaitu *agriculture, mining, basic industry, miscellaneous industry, consumer goods, property, infrastructure, finance* dan *trade and service*.

Sampel yang dipilih secara acak disyaratkan tidak mengalami *confounding effect* selama *event period*, sehingga apabila ditemukan emiten dengan kriteria tersebut, maka emiten harus dibuang dan diganti dengan emiten yang lain<sup>1</sup>.

Tabel 3.1. Perincian Sampel Penelitian

No.	Sektor	Jumlah Emiten	%	Jumlah Sampel Penelitian
1.	Agriculture	5	1,7	1 emiten
2.	Mining	6	2,09	1 emiten
3.	Basic Industry & Chemicals	47	16,38	8 emiten
4.	Miscellaneous Industry	48	16,72	8 emiten
5.	Consumer Goods Industry	38	13,24	5 emiten
6.	Property & Real Estate	24	8,36	2 emiten
7.	Infrastructure, Utilities, & Transportation	11	3,83	1 emiten
8.	Finance	59	20,56	12 emiten
9.	Trade, Service & Investment	49	17,07	8 emiten
		287	100	46 emiten

Emiten sebanyak 46 merupakan hasil perhitungan dari:

$$n = \left[ \frac{Z_{(\alpha/2)} \sigma}{E} \right]^2$$

Dengan asumsi  $\alpha=5\%$ ;  $E$ = maksimum error =1,45 dan  $\sigma$ = standar deviasi =5  
Sumber: data sekunder yang diolah, 2001

### 3.3. TEKNIK ANALISIS DATA

#### 3.3.1. *Event Study*

Metodologi dalam *event study* digunakan untuk menguji hipotesis 1, yaitu ada tidaknya *abnormal return* yang diterima pemegang saham akibat peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto 21 Mei 1998. *Abnormal return* harian dalam metodologi *event study* dihitung menggunakan metode yang dikembangkan oleh Brown dan Warner (Blouse, *et.al*, 1996). Peristiwa

<sup>1</sup> Dalam pengambilan sampel, ditemukan satu emiten yang mengalami *confounding effect*, yaitu Indofood. *Confounding effect* disebabkan oleh batalnya QAF Ltd. Singapore mengakuisisi 50,1% saham Indofood pada akhir bulan Mei 1998.

pengunduran diri Presiden Soeharto disebut sebagai  $t_0$ , satu hari sebelum peristiwa disebut  $t_{-1}$  dan satu hari sesudah peristiwa disebut  $t_{+1}$ . Adapun tahapan yang dilakukan, sebagai berikut:

- Mengestimasi *expected return* selama *estimation period*, yaitu 60 hari bursa.

*Expected return* diestimasi dengan menggunakan *single index market model*.

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

$E(R_{it})$	:	<i>Expected return</i> saham ke-i pada hari ke-t
$R_{mt}$	:	<i>Return</i> pasar pada hari ke-t
$\alpha_i$	:	<i>Intercept</i> , independen terhadap $R_{mt}$
$\beta_i$	:	<i>Slope</i> , juga risiko sistematis, dependen terhadap $R_{mt}$

Koefisien  $\alpha$  dan  $\beta$  diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runtut waktu antara *return* saham ( $R_{it}$ ) dengan *return* pasar ( $R_{mt}$ ). *Return* pasar dihitung dengan rumus:

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

$R_{mt}$	:	<i>Return</i> pasar pada hari ke-t
$IHSG_t$	:	Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t
$IHSG_{t-1}$	:	Indeks Harga Saham Gabungan pada hari t-1

Sedang *return* saham dihitung dengan rumus:

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

$R_{it}$	:	<i>Actual return</i> saham ke-i pada hari ke-t
$P_t$	:	Harga saham ke-i pada hari ke-t
$P_{t-1}$	:	Harga saham ke-i pada hari pada hari t-1

- Menghitung *abnormal return* selama *event period*, terdiri dari 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah, termasuk tanggal terjadinya peristiwa (*event date*), dengan rumus:

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

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

$AR_{it}$	:	<i>Abnormal return</i> saham ke-i pada hari ke-t
$R_{it}$	:	<i>Actual return</i> saham ke-i pada hari ke-t
$E(R_{it})$	:	<i>Expected return</i> saham ke-i pada hari ke-t

- Menghitung rerata *abnormal return* portofolio selama *event period*

$$\overline{AR}_n = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

$\overline{AR}_n$	:	<i>Average abnormal return</i>
$AR_{it}$	:	<i>Abnormal return</i> saham ke-i pada hari ke-t
n	:	Jumlah saham yang diteliti

- Menghitung *cumulative abnormal return* portofolio selama *event period*

$$CAR_{Nt} = \sum_{i=-10}^N AR_{Nt}$$

$CAR_{Nt}$	:	<i>Cumulative abnormal returns</i> portofolio
$AR_{Nt}$	:	<i>Abnormal return</i> portofolio

- Menguji signifikansi *abnormal return* secara statistik.

$$SAR_{Nt} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{j=1}^N \frac{AR_{jt}}{S_{jt}}$$

$SAR_{Nt}$	:	<i>Standardized abnormal return</i> selama <i>event period</i>
$AR_{jt}$	:	<i>Average abnormal return</i> saham ke-i pada hari ke-t
$S_{jt}$	:	Standar deviasi

Menurut Kritzman (1994), jika peristiwa tidak terantisipasi dan t statistik signifikan pada hari terjadinya peristiwa, tetapi tidak signifikan pada hari sebelum atau sesudah peristiwa, maka kesimpulan yang bisa diambil adalah bahwa peristiwa mempengaruhi reaksi pasar, dan memenuhi kriteria efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Kebalikannya, jika t statistik secara kontinyu terjadi sebelum peristiwa (*pre-event date*), maka terjadi kebocoran informasi, dan jika sesudah peristiwa (*post-event date*), maka pasar tidak

efisien dan tidak secara cepat mencerminkan informasi baru. Peneliti juga dapat mengambil kesimpulan bahwa pasar tidak efisien jika pada hari terjadinya peristiwa tidak ditemukan *abnormal return* yang signifikan, dan peneliti juga memiliki alasan untuk mempercayai bahwa peristiwa dapat diantisipasi pelaku pasar.

### 3.3.2. Analisis Regresi

Beberapa penelitian berusaha untuk menemukan faktor-faktor spesifik perusahaan apa yang dapat menjelaskan terjadinya *abnormal return*, dan untuk menjawab pertanyaan ini maka teknik regresi banyak digunakan (Jogiyanto, 1998). *Event study* hanya menunjukkan bahwa suatu peristiwa mengakibatkan adanya reaksi pasar atau tidak, tetapi tidak menjelaskan seberapa besar reaksi pasar tersebut berhubungan dengan besarnya (*magnitude*) perubahan faktor-faktor tertentu, seperti faktor politis dan faktor non-politis dalam konteks penelitian ini.

Untuk lebih memperdalam analisis, maka peneliti menduga sejumlah faktor non-politis yang mempengaruhi terjadinya *abnormal return*<sup>2</sup>, yaitu faktor-faktor spesifik perusahaan (hipotesis 2) dan perubahan dalam sinyal fundamental yang berasal dari laporan keuangan (hipotesis 3).

#### 3.3.2.1. Pengujian Hipotesis 2

Adapun model yang diuji sebagai berikut:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_{1i} SIZE + \beta_{2i} GROWTH + \beta_{3i} RISK + e_i$$

<sup>2</sup> Pemilihan ini didasarkan pada penelitian terdahulu, Jogiyanto (1998) untuk hipotesis 2 dan Abarbanell dan Bushee (1996) untuk hipotesis 3.

$CAR_i$	:	<i>cumulative abnormal returns</i> perusahaan
$SIZE$	:	ukuran perusahaan ke-i
$GROWTH$	:	pertumbuhan perusahaan ke-i
$RISK$	:	risiko perusahaan ke-i
$\alpha_i, \beta_{1i} - \beta_{3i}$	:	koefisien regresi
$e_i$	:	faktor kesalahan (error)

### 3.3.2.2. Pengujian Hipotesis 3

Adapun model yang diuji sebagai berikut:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_{1i} INV + \beta_{2i} AR + \beta_{3i} GM + \beta_{4i} SA + e_i$$

$CAR_i$	:	<i>cumulative abnormal returns</i> perusahaan
$INV$	:	persediaan perusahaan ke-i
$AR$	:	piutang perusahaan ke-i
$GM$	:	laba kotor perusahaan ke-i
$SA$	:	biaya operasi perusahaan ke-i
$\alpha_i, \beta_{1i}, \beta_{4i}$	:	koefisien regresi
$e_i$	:	faktor kesalahan (error)

Seperti diketahui bahwa pada analisis regresi, untuk memperoleh model regresi yang bisa dipertanggungjawabkan, maka asumsi-asumsi berikut ini harus dipenuhi (Hair et. al, 1995):

1. Terdapat hubungan yang linier antara variabel bebas dan tidak bebas.
2. Besarnya *variance error* (faktor pengganggu) bernilai konstan untuk seluruh nilai variabel bebas (bersifat *homoskedasticity*).
3. Independensi dari error (*non autocorrelation*).
4. Normalitas dari distribusi error.
5. Multikolinieritas yang sangat rendah.

Untuk mengetahui adanya penyimpangan asumsi klasik seperti dijelaskan di atas, maka pada penelitian ini akan dilakukan uji normalitas dari data mentah yang akan dipakai sebagai variabel operasional dalam

model regresi. Uji normalitas data ini akan dilakukan sebelum analisis regresi dibuat. Mengingat data yang dipakai adalah data yang berasal dari data *cross-section*, maka uji heteroskedastisitas perlu dilakukan. Salah satu uji heteroskedastisitas yang disarankan oleh Gujarati (1995) adalah memakai metode *Goldfeld Quant Test*.

Selain uji heteroskedastisitas, maka uji multikolinieritas antar variabel independen yang dipakai dalam model regresi juga akan dilihat melalui koefisien korelasinya. Matriks koefisien korelasi order-nol akan dipakai untuk mendeteksi adanya keeratan hubungan dari masing-masing variabel independennya.

## BAB IV GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN

### 4.1. KRONOLOGI PERISTIWA PENGUNDURAN DIRI PRESIDEN SOEHARTO 21 Mei 1998

Peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto pada tanggal 21 Mei 1998 merupakan akumulasi dari rangkaian peristiwa politik yang terjadi sebelumnya. Kronologi peristiwa tersebut didiskripsikan sebagai berikut:

- *Jumat, 1 Mei 1998.* Silaturahmi antara presiden Soeharto dengan petinggi MPR/ DPR RI yang menghasilkan pernyataan Presiden Soeharto bahwa amanat reformasi sudah tercantum dalam GBHN yang akan berlaku sampai tahun 2003 ke atas. Pada hari yang sama, isu-isu tentang kenaikan BBM ramai dibicarakan, selain desas-desus tentang orang yang hilang.
- *Sabtu, 2 Mei 1998.* Menteri Penerangan Alwi Dahlan dan Menteri Dalam Negeri Hartono bersama-sama membantah pemberitaan media massa tentang pernyataan Presiden Soeharto bahwa Presiden menolak reformasi. Aksi mahasiswa se-Jabotabek memuncak, puluhan mahasiswa terluka.
- *Senin, 4 Mei 1998.* Gelombang kerusuhan penjarahan meledak di propinsi Sumatra Utara terutama di kota Medan dan menjalar ke beberapa daerah tingkat II.
- *Selasa, 5 Mei 1998.* Menteri Pertambangan dan Energi memberlakukan kenaikan BBM rata-rata setinggi 56,9%, dimana kenaikan ini tidak dikonsultasikan dulu dengan DPR. Pada hari yang sama IMF menyetujui untuk mencairkan dana pinjaman senilai US\$ 1 milyar yang bertujuan memperkuat cadangan devisa dan mendukung neraca pembayaran Indonesia.
- *Rabu, 6 Mei 1998.* Bentrokan antara aparat keamanan dengan mahasiswa berlanjut di Jakarta, Yogyakarta, Solo, Jember, Banda Aceh, Padang, Jambi, Denpasar, Mataram, Ujung Pandang. Di tiap kota puluhan mahasiswa ditahan atau dinyatakan hilang.
- *Kamis, 7 Mei 1998.* Pernyataan Menhankam/ Pangab Wiranto agar semua pihak menghentikan tindakan anarkis, yang merugikan masyarakat dan memperlambat proses pemulihan ekonomi, serta merusak nama baik Indonesia di mata dunia.
- *Jumat, 8 Mei 1998.* Medan berangsur normal, keputusan kenaikan BBM perlu ditinjau ulang. Aksi mahasiswa meningkat, bentrokan terjadi di

Yogya, Solo dan Samarinda. Rektor lima perguruan tinggi menyerukan agar seluruh pihak menggalang kerja sama guna mewujudkan reformasi.

- *Sabtu, 9 Mei 1998.* Presiden Soeharto bertolak ke Kairo untuk menghadiri KTT G-15. Kepergian ini dilakukan di tengah meningkatnya aksi protes mahasiswa menuntut reformasi, serta ramainya pembicaraan di forum internasional.
- *Senin, 11 Mei 1998.* Pidato Presiden Soeharto di depan sidang KTT G-15, bahwasanya untuk menanggulangi krisis ekonomi dibutuhkan pengorbanan, kesabaran dan disiplin.
- *Selasa, 12 Mei 1998.* Tewasnya empat mahasiswa Trisakti oleh aparat keamanan.
- *Rabu, 13 Mei 1998.* Hari berkabung nasional akibat tewasnya empat mahasiswa Trisakti. Kerusuhan telah membuat kota Jakarta menjadi mencekam.
- *Kamis, 14 Mei 1998.* Aksi penjarahan di sekitar Jakarta. Harmoko selaku ketua DPR/ MPR membahas pernyataan Soeharto di Kairo yang menyatakan "Jika rakyat tidak menghendaki dirinya sebagai Presiden, maka ia tidak akan mempertahankan kedudukannya dengan senjata".
- *Jumat, 15 Mei 1998.* Kerusuhan mencapai puncaknya, banyak warga asing meninggalkan Indonesia. Tim IMF menunda kunjungan ke Indonesia, sedang Bank Pembangunan Asia menunda pencairan pinjaman untuk Indonesia.
- *Sabtu, 16 Mei 1998.* Presiden Soeharto merombak Kabinet Pembangunan VII.
- *Minggu, 17 Mei 1998.* Kerugian akibat aksi perusuh di Jakarta diperkirakan sekitar Rp 2,5 triliun. Aksi pengungsian warga asing masih terus berlanjut.
- *Senin, 18 Mei 1998.* Para mahasiswa dari berbagai perguruan tinggi di Jabotabek mendatangi Senayan menuntut dilaksanakannya sidang umum, yang menuntut agar Soeharto mundur dari jabatannya. Petinggi DPR/ MPR juga mengusulkan Presiden Soeharto secara arif dan bijaksana mengundurkan diri.
- *Selasa, 19 Mei 1998.* Pembicaraan ulama dengan Presiden Soeharto juga menyarankan mundurnya Presiden Soeharto.
- *Rabu, 20 Mei 1998.* Tepat pada hari Kebangkitan Nasional, 50.000 mahasiswa berkumpul di gedung DPR/ MPR dengan tuntutan mundurnya Presiden Soeharto. Puncaknya Akbar Tanjung menyerahkan daftar pengunduran diri 11 Menteri Kabinet pembangunan VII.
- *Kamis, 21 Mei 1998.* Tepat pukul 09.00 WIB di Istana Merdeka, Soeharto menyatakan berhenti dari jabatannya sebagai Presiden RI, dilanjutkan acara pelantikan Habibie sebagai Presiden RI.

#### 4.2. BURSA EFEK JAKARTA SEBAGAI WAKIL PASAR MODAL INDONESIA

Pada tahun 1987 seiring dengan semakin besarnya kebutuhan dana investasi dan pembangunan, serta perlunya menciptakan iklim usaha yang kondusif, pemerintah mengeluarkan tiga perangkat paket penting kebijakan pasar modal, yaitu Paket Desember 1987, Paket Oktober 1988 dan Paket Desember 1988 yang intinya berupa penyederhanaan aturan. Untuk menarik minat investor asing, pemerintah mengizinkan kepemilikan asing atas saham perusahaan sampai dengan 49%. Puncak kepercayaan investor terhadap Pasar Modal Indonesia terjadi sesudah ditetapkannya UU No.8 tahun 1995 tentang pasar modal yang mulai efektif berlaku 1 Januari 1996. Cermin keberhasilan Pasar Modal Indonesia terlihat dari bertambahnya jumlah perusahaan yang *go public* di Pasar Modal Indonesia, termasuk terjadinya peningkatan volume perdagangan di Bursa Efek Jakarta.

Tabel 4.1. Pertambahan Jumlah Emiten di Bursa Efek Jakarta tahun 1987, 1991, dan 1996

	1987	1991	1996
Jumlah Emiten	24 emiten	145 emiten	295 emiten
Nilai Emisi Saham	Rp 129,9 milyar	Rp 8.976,1 milyar	Rp 61.4 triliun

Sumber: Laporan Tahunan Bapepam tahun 1996 (Ary Suta, 2000)

Pada bulan Juli 1996, untuk pertama kalinya Pasar Modal Indonesia memiliki sebuah cetak biru yang berisi pedoman umum Pasar Modal Indonesia untuk jangka lima tahun mendatang sampai tahun 2000. Dalam pedoman itu telah ditetapkan beberapa sasaran yang dituju, seperti dipersiapkannya suatu sistem perdagangan tanpa warkat (*scriptless trading*), penyelesaian transaksi melalui pemindahan-bukuan (*book entry settlement*)

dan jasa-jasa pendukung yang tersentralisasi bagi perantara pedagang efek. Secara garis besar ada lima strategi dalam rangka membangun sebuah pasar modal modern yang kompetitif (Ary Suta, 2000):

1. Meningkatkan kelangsungan hidup ekonomis industri sekuritas.
2. Menetapkan standar yang tinggi untuk keamanan dan kualitas jasa.
3. Mengupayakan agar biaya transaksi dan jasa tetap rendah.
4. Mensyaratkan ketaatan penuh terhadap prinsip keterbukaan.
5. Mempertahankan pasar yang wajar dan teratur.

Untuk meningkatkan peran domestik, sampai 31 Desember 1996 beroperasi 25 perusahaan reksadana dengan total asset sekitar Rp 2,7 triliun. Hasilnya, berbagai perusahaan kaliber dunia ikut bermain saham di Indonesia, dan sebaliknya beberapa emiten di Indonesia melakukan pencatatan saham di luar negeri (*dual listing*), yaitu Telkom, Indosat dan Tambang Timah.

Era gemilang Pasar Modal Indonesia tidak berjalan mulus, pada tahun 1997 perekonomian Indonesia mengalami krisis di bidang moneter. Ditandai dengan terdepresiasinya nilai tukar Rupiah terhadap US\$ hingga pernah mencapai level Rp 17.000/US\$. Menurut Ary Suta (2000), depresiasi Rupiah ini pada gilirannya berimbas ke Pasar Modal Indonesia, karena mayoritas emiten memiliki hutang dalam mata uang asing tidak terlindungi (*unhedged*). Akibatnya, banyak emiten mengalami kesulitan likuiditas, hutang macet dan rugi akibat selisih kurs.

Pada saat krisis moneter, indeks yang pertengahan tahun 1997 pernah mencapai puncaknya di posisi 742 poin, menukik tajam hingga

posisi 251 poin. Sepanjang 1998 dan 1999 tambahan emiten baru di bursa minim sekali. Pada tahun 1998 hanya ada satu emiten baru dan pada tahun 1999 justru terjadi *delisting* terhadap 12 emiten.

Tabel 4.2.  
Kinerja Bursa Efek Jakarta Periode 1998-1999

Tahun/ Bulan	1998	Perubahan 1997- 1998 (%)	1999	Perubahan 1998-1999 (%)
Rata-rata US\$	10,175	-	7,455	-
Total volum transaksi	90.620.529.970	18.30	174.486.582.779	92.55
Total nilai transaksi	99.684.703.142.460	(17.20)	147.879.985.749.582	48.35
Total frekwensi transaksi	3.506.090	17.95	4.549.254	29.75
Rata-rata volume transaksi harian	366.884.737	17.83	722.617.744	96.96
Rata-rata nilai transaksi harian	403.581.794.099	(17.53)	598.704.395.747	48.35
Rata-rata frekwensi transaksi harian	14.195	17.47	18.418	29.75
Hari perdagangan	247	-	247	-
IHSG	398.038	(0.91)	676.919	70.06
Kapitalisasi pasar	175.728.976.824.225	9.88	451.914.924.003.875	157.17
Jumlah emiten	288	2.13	277	(3.82)
Saham tercatat	170.549.123.166	25.71	846.131.138.504	396.12

Sumber: Ary Suta, 2000

Setelah dilanda krisis moneter yang berlanjut hingga saat ini, Pasar Modal Indonesia dinilai masih memiliki prospek masa depan yang lebih baik (Ary Suta, 2000). Ada beberapa indikasi bahwa Pasar Modal Indonesia memiliki masa depan yang gemilang. Pertama, semakin lemahnya peranan perbankan sebagai institusi sumber pembiayaan. Kedua, adanya emiten potensial dan diversifikasi industri. Ketiga, mulai *go public*-nya BUMN dengan tujuan privatisasi. Keempat, hadirnya perusahaan efek dan manajer

investasi berskala internasional. Kelima, potensi *earning* yang tinggi akibat terkoreksinya saham-saham unggulan. Kelima, posisi *supply* dan *demand* pasar. Dari sisi penawaran, Indonesia memiliki ribuan perusahaan kecil, menengah atau besar yang layak masuk bursa. Dari sisi permintaan, sejauh ini potensi dana yang masuk bursa relatif masih terlalu kecil, jumlah penduduk Indonesia yang lebih dari 200 juta, belum ada 1% yang melakukan investasi di pasar modal.

#### 4.3. Pasar *Bearish* Bursa Efek Jakarta Periode Mei 1998

Kondisi pasar dalam perdagangan saham bisa dilihat dari frekwensi perdagangan. Penurunan frekwensi perdagangan yang terjadi selama bulan Mei 1998 sebesar 57% membuktikan dugaan awal peneliti bahwa Pasar Modal Indonesia mengalami periode *bearish*. Implikasinya, investor perlu memahami karakteristik pasar *bullish* dan pasar *bearish* agar dapat mengambil keputusan yang tepat guna melakukan investasi. Sawidji (1996) mengidentifikasi kondisi *bearish* sebagai terjadinya trend penurunan IHSG dari waktu ke waktu. Ciri-ciri pasar *bearish* yang terjadi selama bulan Mei 1998, yaitu:

1. Terjadi trend penurunan IHSG dari waktu ke waktu, yaitu bila sudah tercapai tiga *fase*<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Fase adalah frekwensi *upthrust* yang terjadi. *Upthrust* adalah kenaikan angka indeks harga saham (gabungan atau individu) dari angka terendah ke angka tertinggi dalam satu periode. Untuk menganalisis apakah pasar dalam keadaan *bullish* atau *bearish*, diperlukan beberapa fase.

2. Harga tertinggi terbaru lebih rendah dari harga tertinggi sebelumnya, demikian juga harga terendah yang terbaru lebih rendah dari harga terendah sebelumnya.
3. Pada saat *bearish* biasanya yang terjun ke pasar untuk melakukan transaksi bukan *real investor*, melainkan sebagian besar spekulan yang mengharapkan keuntungan fluktuasi dari waktu ke waktu dalam jangka pendek.
4. Adanya anggapan bahwa *good news is no news*, dan *bad news is nightmare*, dan biasanya orang sukar diyakinkan oleh berita-berita bagus, sehingga boleh dikatakan kebanyakan orang mengambil sikap pesimistis.
5. Walaupun berani melakukan transaksi, maka profit yang didapat kecil saja. Sebaliknya, resiko yang dihadapi sangat tinggi.
6. Harga-harga saham mudah jatuh dengan angka yang tinggi, selain menyebar rata pada sebagian besar saham.
7. Masih bisa terjadi *rebound* (kenaikan kembali). Namun, kenaikan ini biasanya kecil saja, dan kemudian akan merosot lagi. *Rebound* hanya bergerak antara 10%-30% dari harga sebelumnya.

## BAB V ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

### 5.1. EVENT STUDY

Metodologi *event study* yang digunakan untuk menguji dan menganalisis hipotesis 1 adalah replikasi dari model yang dikembangkan oleh Ball dan Brown (1968) dalam menguji efek isi informasi terhadap pendapatan dan Fama, et.al (1969) dalam studinya mengenai efek *stock split*. Pengujian dilakukan untuk membuktikan ada tidaknya *abnormal return* yang diterima pemegang saham atas peristiwa pengunduran diri Soeharto. Untuk memperoleh *abnormal return* dibutuhkan model estimasi.

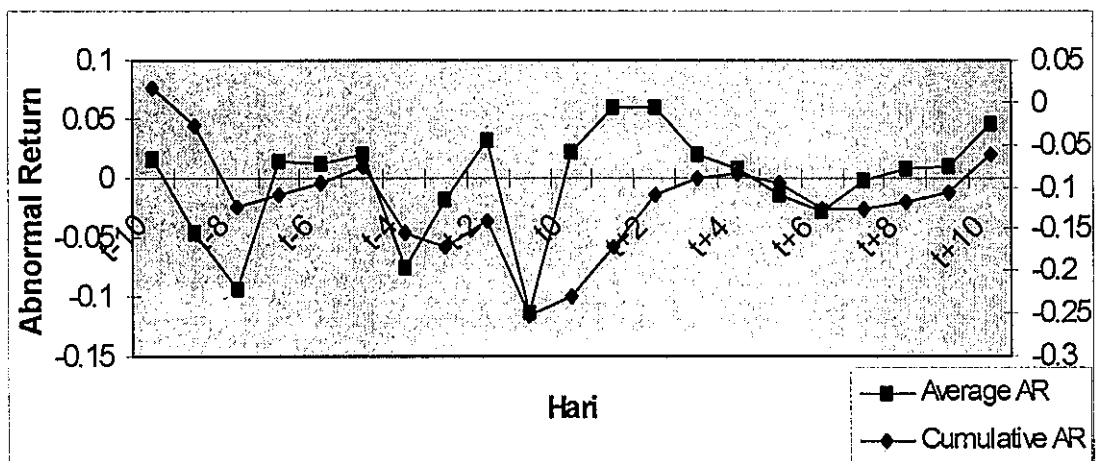
Tabel 5.1. Hasil Perhitungan Koefisien Regresi Selama *Estimation Period*

Kode Emiten	Alfa	Beta	Kode Emiten	Alfa	Beta
BHIT	0.04	0.947	POLY	-0.006	-0.036
BMTR	-0.013	-0.139	RALS	-0.023	0.515
BUNI	-0.015	0.09	SMGR	0.003	1.206
CMNP	-0.008	0.232	SMMA	0.034	2.049
HITS	0.013	1.575	SUDI	0.002	-0.441
INTP	-0.03	-0.657	TKIM	0.011	1.232
MITI	-0.008	-0.092	TPEN	0	-0.28
TPIA	-0.002	0.073	UNVR	-0.005	0.38
TRST	-0.016	-0.289	KOMI	0,010	1,33
AALI	0.001	0.686	GDYR	0,005	0,386
ANTM	-0.004	-0.198	INDS	0,014	-0,373
ASII	0.008	2.701	ROYAL	-0,018	-0,349
BBNI	-0.007	0.463	JIHD	-0,005	0,745
CTBN	-0.001	-0.012	BBII	0,003	1,534
DGSA	0	0.909	MTFN	0,009	0,142
GGRM	0	1.336	LTLS	-0,007	0,346
HMSP	-0.001	2.16	HEXA	-0,027	-0,258
INDR	-0.613	0.436	UNTR	0,009	3.032
INKP	0.017	1.587	PLIN	-0,009	-0,347
LPBN	0.016	2.14	KLBF	0,003	0,816
MKDO	0.007	0.287	ARYA	-0,014	0,109
TEJA	0,000	0,034	BNGA	-0,003	0,919
AQUA	-0,009	0,110	BDMN	-0,010	1,231

Sumber: data sekunder yang diolah, 2001

Hasil perhitungan koefisien regresi dalam Tabel 5.1. digunakan untuk mengestimasi *expected return* selama *event period*. Sesudah melakukan estimasi, langkah selanjutnya adalah menguji signifikansi *abnormal return* selama *event period* untuk menguji dan menganalisis ada tidaknya *abnormal return* bagi pemegang saham (hipotesis 1). Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan (mencari selisih) antara hasil yang diperoleh investor (*actual return*) dengan hasil yang diharapkan investor (*expected return*).

*Abnormal return* yang diperoleh investor memiliki dua arah, yakni positif dan negatif. Apabila nilai *abnormal return* positif (yang berarti bahwa nilai *actual return* lebih besar dari nilai *expected return*), maka dapat disimpulkan bahwa peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto memberikan keuntungan abnormal kepada pemegang saham. Tetapi jika nilainya negatif (yang berarti bahwa nilai *actual return* lebih kecil dari nilai *expected return*), berarti terjadi pengurangan kekayaan pemegang saham.



Gambar 5.1 *Average Abnormal Return dan Cumulative Average Abnormal Return pada Peristiwa Pengunduran Diri Presiden Soeharto*

Dari Gambar 5.1. dapat dilihat bahwa kecenderungan pengurangan kekayaan pemegang saham secara kumulatif terjadi selama *pre-event period*, dimana pemegang saham memperoleh *return* negatif pada  $t_{-9}$ ;  $t_{-8}$ ;  $t_{-4}$ ;  $t_{-3}$ ;  $t_{-1}$  dan  $t_{+5}$ ;  $t_{+6}$ ;  $t_{+7}$ . *Return* negatif sepanjang *pre-event* diakibatkan ketidakpastian pelaku pasar akan turunnya Soeharto. *Return* positif bisa diperoleh pada  $t_0$ , sedang pada *post-event return* cenderung positif, kecuali  $t_{+5}$ ;  $t_{+6}$ ;  $t_{+7}$ .

Tabel 5.2. *Average Abnormal Return* dan *Cumulative Average Abnormal Return* Periode 10 Hari Sebelum dan 10 Hari Sesudah Peristiwa

Hari	Average AR	SAR <sub>Nt</sub>	Cumulative Average AR
$t_{-10}$	0,016	-0,103	0,016
$t_{-9}$	-0,046	-2,654*	-0,030
$t_{-8}$	-0,094	-7,153*	-0,123
$t_{-7}$	0,014	2,772*	-0,109
$t_{-6}$	0,012	0,294	0,097
$t_{-5}$	0,020	2,371*	-0,077
$t_{-4}$	-0,077	-6,611*	-0,154
$t_{-3}$	-0,018	-0,867	-0,172
$t_{-2}$	0,032	2,451*	-0,139
$t_{-1}$	-0,114	-11,542*	-0,253
$t_0$	0,023	0,749	-0,230
$t_{+1}$	0,060	4,045*	-0,17
$t_{+2}$	0,060	4,660*	-0,11
$t_{+3}$	0,020	4,340*	-0,09
$t_{+4}$	0,007	1,638	-0,083
$t_{+5}$	-0,014	-1,086	-0,097
$t_{+6}$	-0,029	-0,766	-0,126
$t_{+7}$	-0,001	0,689	-0,127
$t_{+8}$	0,009	0,803	-0,118
$t_{+9}$	0,010	0,703	-0,108
$t_{+10}$	0,047	2,386*	-0,061

\* Signifikan pada  $\alpha=5\%$

Sumber: data sekunder yang diolah, 2001

Dari Tabel 5.2. tampak adanya sebelas hari bursa yang menghasilkan *abnormal return* yang signifikan bagi para pemegang saham, yaitu *pre-event* pada  $t_{-9}$ ,  $t_{-8}$ ,  $t_{-7}$ ,  $t_{-5}$ ,  $t_{-4}$ ,  $t_{-2}$ ,  $t_{-1}$ , dan *post event* pada  $t_{+1}$ ,  $t_{+2}$ ,  $t_{+3}$  dan  $t_{+10}$ , sedang pada *event date* tidak ditemukan *abnormal return* yang signifikan. *Negative abnormal return*

mulai terjadi semenjak  $t_9$  yang puncaknya pada  $t_1$ . Hal mengindikasikan kecenderungan investor untuk menjual sahamnya di lantai bursa yang disebabkan oleh kepanikan investor (*panic selling*) akibat memburuknya kondisi ekonomi politik di Indonesia, yang diperparah oleh spekulasi pelaku pasar akan turunnya Soeharto.

*Positive abnormal return* yang diperoleh pemegang saham lebih banyak terjadi setelah turunnya Soeharto jika dibanding dengan periode sebelumnya. Hal ini disebabkan kepercayaan investor akan membaiknya kondisi ekonomi politik di Indonesia dengan turunnya Soeharto. Nilai positif diperoleh hingga  $t_{+4}$  yang diikuti oleh naiknya IHSG. Adanya kenaikan IHSG secara tidak langsung akan menaikkan harga saham.

*Abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal peristiwa (*event window*) menunjukkan bahwa peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto memiliki kandungan informasi (*information content*), dan dari Tabel 5.2 juga dapat dilihat tidak efisiennya BEJ dalam bentuk setengah kuat (*semi-strong efficient*), dibuktikan dengan tidak adanya *abnormal return* yang signifikan pada hari terjadinya peristiwa (*event date*).

Berdasar Tabel 5.2. tersebut, juga dapat disimpulkan bahwa dampak negatif dari peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto telah terantisipasi sebelumnya, dibuktikan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan sebelum *event date*. Selain itu, pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi (pasar membutuhkan waktu paling tidak sampai dua puluh hari untuk menuju ke keadaan ekuilibrium yang baru) yang ditunjukkan oleh masih adanya *abnormal return* sampai hari  $t_{+10}$ . Hal ini juga

menunjukkan bahwa pasar (BEJ) belum efisien dalam bentuk setengah kuat secara informasional (*informationally market efficient*).

Nilai *abnormal return* negatif selama *event period* dianggap pelaku pasar sebagai peristiwa politik yang dapat mengancam kestabilan politik dalam negeri (pasar mengkategorikannya sebagai *bad news*) sehingga mengakibatkan pelaku pasar menanggapi kejadian tersebut secara negatif.

Sehari sesudah kejadian *average return* saham mengalami kenaikan (dengan kata lain pasar telah melakukan *rebound*). Hal ini terjadi setelah turunnya Soeharto dan diangkatnya BJ Habibie sebagai penggantinya. Kondisi ini diartikan sebagai membaiknya kondisi politik dalam negeri (pasar mengkategorikannya sebagai *good news*), sehingga pasar bereaksi positif terhadap informasi ini.

Sehari sebelum peristiwa hingga sehari sesudah terjadinya peristiwa, pasar mengalami fluktuasi yang signifikan. Hal ini terjadi karena pasar mengalami ketidakpastian akibat banyaknya informasi (*uncertainty informations*), baik yang relevan maupun yang tidak relevan, seputar peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto yang diterima oleh pelaku pasar. Akibatnya pasar merespon dengan tidak menentu pula. Sehari sebelum peristiwa pemegang saham mendapatkan *return* negatif, pada hari terjadinya peristiwa, pemegang saham mendapatkan *return* positif, sedang sehari sesudah peristiwa pemegang saham juga mendapatkan *return* positif.

Secara umum, peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto pada tanggal 21 Mei 1998 dianggap pelaku pasar sebagai kabar buruk. Oleh karena itu pasar bereaksi secara cepat dan harga saham menjadi turun sebagai akibat dari refleksi kandungan informasi (Marston, 1996).

Terdapat beberapa alasan yang menyebabkan pasar menjadi tidak efisien (Jogiyanto, 1998), antara lain:

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga sekuritas
2. Harga informasi mahal dan terdapat akses yang tidak beragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya terhadap informasi yang sama
3. Informasi yang disebarkan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pasar
4. Investor adalah individu yang lugas (*naïve investor*) dan tidak canggih (*unsophisicated investor*). Untuk pasar yang tidak efisien, masih banyak investor yang bereaksi terhadap informasi yang lugas karena mereka memiliki kemampuan yang terbatas dalam mengintepretasikan informasi yang diterima.

Tabel 5.3. Hasil Uji Beda *Average Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Peristiwa

Sebelum		Sesudah	
Hari ke-	<i>Abnormal Return</i>	Hari ke-	<i>Abnormal Return</i>
-10	0,016	1	0,060
-9	-0,046	2	0,060
-8	-0,094	3	0,020
-7	0,014	4	0,007
-6	0,012	5	-0,014
-5	0,020	6	-0,029
-4	-0,077	7	-0,001
-3	-0,018	8	0,009
-2	0,032	9	0,010
-1	-0,114	10	0,047
Rata-rata	-0,025	Rata-rata	0,017
Standar deviasi	0,005	Standar deviasi	0,003
t-hitung		-5,053	
t-tabel (0,025;9)		2,262	

Sumber: data sekunder yang diolah, 2001

Berdasar nilai t-hitung pada Tabel 5.3. yang diperoleh dari pengujian beda dua rata-rata, maka dapat disimpulkan bahwa rata-rata *abnormal return* saham sebelum peristiwa secara signifikan berbeda dengan rata-rata *abnormal return* saham sesudah peristiwa. Alasan yang mendasari terjadinya hal ini adalah ketidakpastian pasar akan turunnya Presiden Soeharto, sehingga setelah Soeharto turun, pasar segera memberi tanggapan positif yang menyebabkan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham sesudah peristiwa secara signifikan berbeda dari rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa.

Nilai *abnormal return* negatif yang konsisten selama *pre-event* membuktikan terjadinya sentimen pasar yang negatif selama bulan Mei 1998, sebagaimana dugaan awal penelitian bahwasanya BEJ tengah mengalami kondisi *bearish*. Kerusuhan di berbagai daerah, aksi penjarahan di Jakarta dan beberapa kota besar lainnya hingga polemik di antara tokoh politik yang memuncak pada peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto membuat pasar tidak mampu menyusun strategi investasi yang membuahkan nilai *abnormal return* positif hingga  $t_1$  sebelum peristiwa.

Setelah peristiwa berdarah 12 Mei (ter terbakarnya mahasiswa Trisakti), banyak investor asing yang melepas saham. Ini terlihat dari selisih antara jual dan beli saham yang positif (*net selling*). Dari data BEJ, untuk periode 12-15 Mei, transaksi beli investor asing mencapai 341,1 juta saham, sedang transaksi jual mencapai 397,9 juta saham, artinya terdapat *net selling* sebesar 56,8 juta saham. Investor telah kehilangan kepercayaan terhadap pasar. Anjloknya IHSG menyebabkan harga saham-saham di BEJ lebih murah, tetapi hal ini tidak cukup menjadi stimulan bagi investor untuk memburu saham. Sebelum

Soeharto turun, indeks (IHSG) masih bisa mengalami penurunan lagi. Anjloknya IHSG mengindikasikan kelesuan ekonomi Indonesia.

*Return* positif sebagai *rebound* terjadi akibat keyakinan investor akan membaiknya kondisi perekonomian Indonesia setelah turunnya Soeharto. Setelah Soeharto turun, pasar masih bisa memperoleh *abnormal return* positif hingga hari ke tiga. Pada  $t_{+4}$  hingga  $t_{+6}$  pemegang saham kembali memperoleh *return* negatif, walau setelah itu kembali menjadi positif hingga  $t_{+10}$ .

Keadaan di atas segera tercermin dalam pergerakan harga saham di pasar modal yang menyebabkan *average abnormal return* yang diterima pemegang saham cenderung berbeda dengan *average abnormal return* sebelum terjadinya peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto.

## 5.2. ANALISIS REGRESI

Menurut McWilliams dan Siegel (1997), seorang peneliti harus bisa menjelaskan *abnormal return* yang terjadi dengan cara menunjukkan bahwa variasi secara *cross-sectional* dalam *return* antar perusahaan telah konsisten dengan teori. Di dalam teori disebutkan, bahwa terdapat korelasi positif antara besarnya *abnormal return* dengan tingkat diversifikasi perusahaan (Jogiyanto, 1998). Sehingga tahapan analisis selanjutnya dalam metodologi *event study* adalah *me-regress abnormal return* dengan sejumlah ukuran tingkat diversifikasi perusahaan<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> McWilliams dan Siegel (1996) juga menyebutkan bahwasanya terdapat sejumlah masalah yang terjadi pada penggunaan *abnormal return* sebagai variabel dependen dalam regresi OLS, dikarenakan nilai residu akibat heteroskedasticity dan korelasi antar variabel independen. Bagaimanapun juga, Karafiath (McWilliams dan Siegel, 1996) menunjukkan bahwa estimator OLS masih lebih baik untuk penggunaan dalam *event study*, jika dibanding penggunaan prosedur estimasi yang lebih kompleks.

Berdasarkan hasil uji normalitas data, menunjukkan bahwa uji *heteroskedasticity* dengan metode *Goldfeld-Quandt Test* menghasilkan data yang terdistribusi secara normal (Lampiran F). Sedang uji multikolinieritas juga menunjukkan bahwa tidak terdapat korelasi antar variabel independen yang diamati (Lampiran G). Dengan demikian, maka dapat dikatakan bahwa data mentah yang akan dianalisis dengan analisis regresi sudah bebas dari penyimpangan asumsi klasik (Hair, et.al, 1995 dan Gujarati, 1995).

Dalam hipotesis 2, diuji tiga faktor spesifik perusahaan yang diduga mempengaruhi terjadinya *abnormal return*, yaitu ukuran perusahaan (*SIZE*), pertumbuhan perusahaan (*GROWTH*) dan risiko perusahaan (*RISK*). Dari hasil perhitungan yang dilakukan dengan *software* SPSS 10.1 diperoleh hasil analisis, sebagai berikut:

Tabel 5.4.  
Ringkasan Hasil Estimasi Regresi (Hipotesis 2)

Variabel	Koefisien Regresi	t-ratio	Signifikansi ( <i>p-value</i> )	Keterangan
Konstanta	0,036	0,269	0,789	TS
SIZE	0,11	0,722	0,474	TS
GROWTH	-0,088	-1,826	0,075	TS
RISK	-0,114	0,704	0,485	TS
<i>R-square</i>	0,102			
<i>F-ratio</i>	1,559 ( <i>p-value</i> =0,214)			
N	46			

*Dependent variable: CAR*

Sumber: data sekunder yang diolah, 2001

Dari Tabel 5.4. dapat diketahui bahwa tidak satu pun variabel dalam hipotesis 2 yang signifikan. Nilai *R-square* hanya 10,2 % saja, sedangkan nilai *F-ratio* sebesar 1,559 dengan *p-value* 0,214, sehingga dapat disimpulkan bahwa faktor-faktor yang diduga mempengaruhi *CAR* pada model regresi seperti

diuraikan pada Tabel 5.4. adalah tidak signifikan. Dengan kata lain, bahwa variabel *SIZE*, *GROWTH* dan *RISK* mempengaruhi terjadinya *CAR* tetapi tidak memiliki makna.

Tetapi jika dilihat dari *magnitude* yang terjadi, model di atas dapat disimpulkan telah konsisten dengan teori. Nilai konstanta yang negatif menunjukkan bahwa suatu peristiwa politik (pengunduran diri kepala pemerintahan) adalah suatu berita buruk (*bad news*) yang dibuktikan oleh nilai *abnormal return* negatif. Koefisien *SIZE* menunjukkan tanda positif, artinya semakin besar ukuran perusahaan, maka makin besar pula *return* yang terjadi akibat suatu *event*. Koefisien *GROWTH* menunjukkan tanda negatif, artinya semakin besar pertumbuhan perusahaan, makin kecil pula *return* yang terjadi akibat suatu *event*. Sedang koefisien *RISK* menunjukkan tanda negatif, yang artinya semakin besar risiko perusahaan, makin kecil pula *return* yang terjadi akibat suatu *event*. Dari ketiga variabel yang digunakan, maka hanya variabel *GROWTH* saja yang belum konsisten dengan teori, dimana ketidakkonsistenan ini sangat mungkin disebabkan oleh penggunaan definisi operasional yang kurang sesuai.

Pada hipotesis 3, peneliti mengembangkan hipotesis 2 dengan mengidentifikasi lebih lanjut faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya *abnormal return* yang berasal dari perubahan sinyal fundamental. Hipotesis ini menguji pengaruh perubahan tingkat persediaan perusahaan, piutang perusahaan, laba kotor perusahaan, dan biaya operasi perusahaan. Dari hasil perhitungan yang dilakukan dengan *software* SPSS 10.1 diperoleh hasil analisis sebagai berikut:

Tabel 5.5.  
Ringkasan Hasil Estimasi Regresi (Hipotesis 3)

Variabel	Koefisien Regresi	t-ratio	Signifikansi (p-value)	Keterangan
Konstanta	-0,078	-1,555	0,128	TS
INV	0,076	1,426	0,162	TS
ACC	-0,049	-1,532	0,133	TS
GM	0,003	0,605	0,548	TS
SA	-0,008	-0,480	0,634	TS
R-square	0,100			
F-ratio	1,144 (p-value=0,350)			
N	46			

Dependent variable: CAR

Sumber: data sekunder yang diolah, 2001

Dari Tabel 5.5. dapat diketahui bahwa tidak satu pun variabel dalam hipotesis 3 yang signifikan. Nilai *R-square* hanya 10 % saja, sedangkan nilai *F-ratio* sebesar 1,144 dengan *p-value* 0,350, sehingga dapat disimpulkan bahwa faktor-faktor yang diduga mempengaruhi CAR pada model regresi seperti diuraikan pada Tabel 5.5. adalah tidak signifikan. Dengan kata lain, bahwa variabel *INV*, *ACC*, *GM* dan *SA* mempengaruhi terjadinya CAR tetapi tidak memiliki makna.

Dari *magnitude*, konstanta juga bertanda negatif. Variabel *INV* menunjukkan arah positif, yang berarti bahwa semakin besar persediaan yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar pula *return* yang diperoleh pemegang sahamnya. Variabel *ACC* menunjukkan arah negatif, yang artinya semakin besar piutang maka semakin kecil *return* yang bisa diperoleh pemegang sahamnya. Variabel *GM* menunjukkan arah positif, yang berarti bahwa semakin besar laba perusahaan, maka semakin besar pula *return* yang diperoleh pemegang sahamnya, sedang variabel *SA* menunjukkan arah negatif, yang artinya semakin besar biaya operasi perusahaan, maka semakin kecil *return*

yang bisa diperoleh pemegang sahamnya.. Keempat arah ini telah konsisten dengan teori.

Sebagai implikasinya, dapat dikatakan bahwa kemungkinan faktor-faktor yang mempengaruhi CAR adalah faktor-faktor lain di luar ukuran perusahaan (*SIZE*), pertumbuhan perusahaan (*GROWTH*), risiko perusahaan (*RISK*), perubahan persediaan (*INV*), perubahan piutang (*ACC*), perubahan laba kotor (*GM*), dan perubahan biaya operasi (*S&A*).

Mengutip Sheimo (Jaka, 2000), peneliti berpendapat bahwasanya terdapat tiga faktor yang mempengaruhi terjadinya reaksi pasar (yang diukur dengan konsep *abnormal return*) atas peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto, yaitu *real factor*, *imagined factor* dan *fabricated factor*.

*Real factor* merupakan faktor nyata paling kuat yang menggerakkan saham individual dan pasar saham, yaitu faktor-faktor yang mempengaruhi hasil investasi, berupa suku bunga dan laba emiten. Dalam konteks penelitian ini, *real factor* yang mempengaruhi pergerakan harga saham adalah depresiasi rupiah terhadap hampir semua mata uang dunia dan lonjakan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia beberapa kali lipat, yang diikuti lonjakan suku bunga simpanan hingga pernah mencapai 70%.

*Imagined Factor* merupakan faktor yang dibayangkan, berupa opini dari ekonom atau analis mengenai kuat lemahnya bursa saham dan ekonomi di mana bursa tersebut berada. Dalam konteks penelitian ini, *imagined factor* muncul ketika pakar ekonomi dan politik berpendapat bahwa krisis moneter tidak akan cepat selesai karena masuknya unsur politik. Instabilitas politik menimbulkan kekhawatiran, sehingga pembangunan ekonomi terganggu dan

akibatnya investor ragu-ragu membeli saham meskipun harganya sudah sangat rendah.

*Fabricated factor* merupakan faktor yang diciptakan, berupa aksi investor untuk menjual atau membeli saham yang bukan karena kedua faktor di atas. Dalam konteks penelitian ini, *fabricated factor* terjadi ketika ada penjualan besar-besaran oleh reksa dana. Pada saat itu, banyak pengelola reksa dana terpaksa menjual saham dalam jumlah besar untuk menutupi kewajibannya. Hal ini terlihat dari penurunan nilai aktiva bersih (NAB) reksa dana dari Rp 8,34 triliun (Juli 1997) menjadi Rp 4,859 triliun (Desember 1997) dan menjadi Rp 3,125 triliun pada 1998. Pengelola menjual bukan semata-mata karena *real factor*, dan *imagined factor*, penurunan harga yang tajam dapat membuat *limit sell order* (order jual yang dipasang di bawah harga pasar) menjadi tereksekusi, akibatnya harga saham pun turun lebih tajam.

Selain ketiga faktor di atas, peneliti juga berargumentasi bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya reaksi pasar adalah tidak terpenuhinya efisiensi Bursa Efek Jakarta. Beberapa alasan tidak efisiennya Bursa Efek Jakarta yang berhasil dibuktikan dalam penelitian ini, pada dasarnya bertumpu pada penyebaran informasi yang belum sempurna yang dicirikan salah satunya oleh pasar yang bergejolak (*volatile*), dimana dominasi pemodal asing di BEJ dipercaya sebagai sebagai salah satu penyebab volatilitas BEJ. Penjualan atau pembelian saham oleh pemodal asing selalu dalam jumlah yang besar dan sangat mempengaruhi harga saham. Pemodal asing juga lebih sensitif terhadap informasi tentang ekonomi makro, terutama yang bersifat politis.

## BAB VI KESIMPULAN, SARAN DAN IMPLIKASI MANAJERIAL

### 6.1. KESIMPULAN

1. Peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto ternyata menimbulkan reaksi terhadap pasar modal, dibuktikan dengan adanya *average abnormal return* yang signifikan pada  $t_{-9}$ ;  $t_{-8}$ ;  $t_{-7}$ ;  $t_{-5}$ ;  $t_{-4}$ ;  $t_{-2}$ ;  $t_{-1}$ ; dan  $t_{+1}$ ;  $t_{+2}$ ;  $t_{+10}$ . Hal tersebut juga menunjukkan bahwa peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto memiliki kandungan informasi yang negatif (Marston, 1996).
2. Pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi yang ditunjukkan oleh masih adanya *abnormal return* yang signifikan sampai  $t_{+10}$ . Hal ini menunjukkan bahwa pasar (BEJ) belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi (*informationally market*).
3. Peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto yang merupakan peristiwa politik berskala nasional, memiliki dampak ekonomis yang sebelumnya sama sekali tidak diduga oleh pelaku pasar yang menurut Marwan Asri dan Faizal, (1998) dikategorikan sebagai peristiwa yang tidak dapat diantisipasi (*unanticipated event*).
4. Reaksi negatif (berupa terjadinya *abnormal return* negatif) yang signifikan terjadi secara spontan pada  $t_{-9}$ ;  $t_{-8}$ ;  $t_{-5}$ ;  $t_{-4}$ ;  $t_{-2}$ ;  $t_{-1}$ ; dan  $t_{+10}$ , namun dalam waktu satu hari sesudah *event date*, terjadi perubahan arah (*rebound*) pada *abnormal return* positif, sebagai reaksi dari para investor akan membaiknya kondisi perekonomian Indonesia setelah turunnya Soeharto

5. Berdasar nilai koefisien determinasi maupun tingkat signifikansi model yang diuji pada hipotesis 2, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan risiko perusahaan maupun perubahan dalam sinyal fundamental (perubahan persediaan, perubahan piutang, perubahan laba operasi dan perubahan biaya operasi), tidak mempengaruhi terjadinya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham dalam peristiwa pengunduran diri Presiden Soeharto.
6. Dari *magnitude* yang terjadi, baik ukuran, pertumbuhan dan risiko perusahaan maupun perubahan dalam sinyal fundamental telah memiliki arah yang konsisten dengan teori, kecuali variabel *growth* yang tidak konsisten.

## 6.2. KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN

Pertama, beta yang digunakan dalam penelitian ini adalah beta hasil estimasi menggunakan *single index market model*. Untuk penelitian mendatang, dapat digunakan beta fundametal. Rosenberg dan Marathe (Jogiyanto, 1998) menggabungkan data *return* pasar dan data karakteristik perusahaan untuk menghitung beta. Dengan penggabungan ini diharapkan kelemahan masing-masing perhitungan beta tertutup dan semua kebaikan tergabung, sehingga diharapkan daya prediksinya untuk menghitung beta di masa mendatang lebih akurat.

Kedua, dengan mengutip pendapat Jogiyanto (1998), metodologi untuk menguji reaksi pasar berdasar teori Fama (1991) telah banyak diaplikasikan, tetapi pengujian terhadap teori Beaver (1995) yang berargumentasi bahwa

pasar tidak efisien menimbulkan masalah dalam hal pengujian pasar yang efisien tersebut. Berdasar hal tersebut maka peneliti menyarankan suatu ukuran pembanding (*benchmark*) untuk menguji pasar yang efisien. *Benchmark* yang digunakan adalah *return* normal yang seharusnya diperoleh oleh pelaku pasar. *Return* hasil dari informasi kemudian dibandingkan dengan *return* normal menurut *benchmark*. Jika hasilnya tidak menyimpang berarti pasar sudah efisien, dan sebaliknya jika menyimpang maka pasar dikatakan tidak efisien. Model CAPM dapat digunakan untuk menghitung *return* normal tersebut. *Return* normal menurut *benchmark* dibandingkan dengan *return* sesungguhnya hasil dari distribusi informasi yang diterima investor. Selisih dari *return* normal dengan *return* sesungguhnya merupakan *return* yang tidak normal atau *excessive return*. Dengan demikian hasil uji empiris ini menjadi uji gabungan (*joint test*) antara model ekuilibrium yang digunakan (misalnya CAPM) dengan efisiensi pasar.

### 6.3. IMPLIKASI MANAJERIAL

Semakin banyaknya penelitian yang berbasis pada *event study* yang mengambil kaitan antara perubahan harga saham dengan berbagai peristiwa yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi (peristiwa politik misalnya) menunjukkan makin terintegrasinya peran pasar modal dalam kehidupan sosial masyarakat dunia.

Berdasar karakteristik pasar *bearish* yang terjadi selama bulan Mei 1998, maka implikasi penting dalam penyusunan strategi investasi di pasar modal Indonesia (terutama BEJ) adalah sebagai berikut:

1. Tidak melakukan *selloff* (menjual saham dengan harga murah) yang dikarenakan kepanikan. Pasar *bearish* bukan waktu yang tepat untuk menjual. Namun, bila bertujuan melakukan *cut loss* (memenuhi kebutuhan dana jangka pendek), tindakan penjualan itu dapat dibenarkan.
2. Melakukan seleksi saham. Pendekatan yang sesuai untuk digunakan dalam seleksi saham adalah pendekatan *bottom-up* fundamental, dimana inti dari pendekatan ini adalah memilih saham yang potensial dengan langsung menganalisa fundamental emiten. Pilihan yang lebih baik adalah saham yang tetap berkembang selama masa *bearish*, yaitu:
  - Saham yang memiliki struktur keuangan yang kuat, atau saham emiten yang memiliki arus *cash-flow* yang masih bagus (*retailer*, produk barang konsumsi), seperti saham Indofood. Logikanya sederhana, meskipun krisis permintaan akan produk emiten ini tetap dibutuhkan.
  - Saham sektor perkebunan dan pertambangan yang diuntungkan dengan adanya krisis moneter. Saham-saham ini umumnya mengeksport produknya, dan karena adanya depresiasi Rupiah, laba perusahaan melonjak tajam.
  - Bagi investor lembaga, kondisi *bearish* dapat disiasati dengan mengubah portofolio. Mereka dapat mulai menjual saham sektor industri yang melemah fundamentalnya (yang dialami oleh saham sektor perbankan, properti dan jasa keuangan dalam penelitian ini, yaitu BHIT, BUNI, dan MITI) dan membeli saham dengan fundamental kuat
3. Menerapkan teknik *trading* untuk jangka pendek, untuk itu informasi yang berasal dari analisis saham sangat dibutuhkan. Selain berfungsi sebagai pedoman dalam keputusan investasi, keberadaan analisis saham juga membuat pasar semakin efisien.

Perolehan *abnormal return* atas investasi saham terkait erat dengan pergerakan harga saham. Terjadinya instabilitas politik dan kekacauan sosial sangat mempengaruhi arah pasar. Kedua faktor inilah yang menjadi alasan mengapa arah pasar modal Indonesia selama 1998-2000 tidak kunjung bergerak naik meskipun beberapa indikator mikro mendukung adanya *rebound* dari trend penurunan yang telah berlangsung sejak pertengahan 1997.

Aksi beli investor asing bukan semata penentu perubahan indeks, tetapi juga ditunjang oleh dominasinya dalam nilai transaksi. Hal ini memiliki implikasi berlakunya mekanisme pasar, yaitu siapa yang memiliki pangsa pasar terbesar selalu memiliki pengaruh dalam tren pergerakan harga. Mekanisme ini berlaku dalam semua industri, termasuk saham. Sebaik apapun sebuah saham, tanpa kehadiran investor dominan, maka harga saham akan sulit naik secara signifikan.

Konteks ekonomi global juga berpengaruh terhadap perolehan *abnormal return*. Dampak kebijakan *Federal Reserve System* terhadap pasar modal juga terasa, adapun implikasinya:

- Kenaikan suku bunga oleh *The Fed* akan menekan harga saham, dikarenakan adanya kecenderungan bahwa suku bunga di negara lain, termasuk Indonesia juga akan meningkat.
- Jika tidak menaikkan suku bunga, maka banyak orang akan memindahkan dananya dari Rupiah ke Dollar AS sampai ke level yang masuk akal. Ini berarti nilai rupiah akan menurun, maka beban usaha perusahaan di Indonesia yang masih bergantung pada bahan baku import akan meningkat, yang berarti penurunan laba dan pada gilirannya harga saham.

## DAFTAR REFERENSI

- Abarbanell, Jeffery S dan Brian J Bushee. 1997. Fundamental Analysis, Future Earning and Stock Prices. *Journal of Accounting Research*. Vol.35/ 1.
- Adler Haymans Manurung. 2000. *Strategi Investasi di Pasar Modal Indonesia*. Makalah Kuliah Umum MM-UNDIP.
- Ahmad Komaruddin. 1996. *Dasar-dasar Manajemen Investasi*. PT. Rineka Cipta, Jakarta.
- Arif Budiarto dan Zaki Baridwan. 1999. Pengaruh Pengumuman *Right Issue* terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di BEJ Periode 1994-1996. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.2 No.1.
- Blose, E.Laurence, Robin Bornkamp, Marci Brier, Kendis Brown dan Jerry Frederick. 1996. Cathastropic Events, Contagion, and Stock Market Efficiency: The Case of Space Shuttle Challenger. *Review of Financial Economics*. Vol.5 No.2.
- Fabozzi, Frank J. 1990. *Managing Institutional Assets*. New York: Harper & Row Publishers.
- Farid Harianto dan Siswanto Sudomo. 1998. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*. PT. BEJ, Jakarta.
- Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics*. MCGraw-Hill International Edition, Singapore.
- Hair, Joseph F et.al. 1995. *Multivariate Data Analysis with Reading*. Fourt Edition, Prentice Hall, NJ.
- I Gede Ary Suta. 2000. *Menuju Pasar Modal Modern*. Yayasan Sad Satria Bakti, Jakarta.
- Jaka E. Cahyono. 2000. *22 Strategi dan Teknik Meraih Untung di Bursa Saham*. PT Elex Media Computindo, Jakarta.
- Jogiyanto Hartono. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE, Yogyakarta.
- Jogiyanto Hartono dan Suriyanto. 1999. Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal Yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris di BEJ. *Seminar Nasional dan Hasil-Hasil penelitian Forum Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis V*. MM-UNDIP.

- Kritzman, Mark P. 1994. About Event Studies. *Financial Analyst Journal*. November-December.
- Marston, Felicia. 1996. Differences in Information and Common Stock Returns: Estimation Risk or Unequal Distribution of Information. *The Financial Review*. Vol. 31 No.4.
- Marwan Asri Suryawijaya. 1996. U.S Multinational's Stock Price Reaction to Host Country's Governmental Change : The Case of Prime Minister Takeshita's Resignation. *KELOLA Gadjah Mada University Business Review*. Vol. 5, No. 11. MM-UGM, Yogyakarta.
- Marwan Asri Suryawijaya dan Faizal Arif Setiawan. 1998. Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri: Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996. *Jurnal Kelola* No. 18/ VII
- McWilliams dan Siegel. 1997. Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *Academy of Management Journal*. Vol. 40, No. 3.
- Namusisi Fatumah. 1996. Analysis of Stock Price Response to Share Listing on JSE: An Efficient Capital Market Test. *Thesis, tidak dipublikasikan*, UGM, Yogyakarta.
- Posnikoff, F. Judith. 1997. Disinvestment from South Africa: They Did Well by Doing Good. *Contemporary Economic Policy*. Vol. XV. January.
- Sawidji Widodoatmodjo. 1996. *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal: Pengetahuan Dasar*. PT. Jurnalindo Aksara grafika, Jakarta.
- Singgih Santoso. 2000. *SPSS: Statistik Parametrik*. PT Elex Media Computindo, Jakarta.
- Susiyanto, ME. 1997. Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia: Bentuk Lemah dan Bentuk Setengah Kuat pada Periode 1994-1996. *Internship, tidak dipublikasikan*. MM UGM, Yogyakarta.
- Tatiek Nurhayatie, Mutaminah, Siyamtinah. 1999. Reaksi Harga Saham di BEJ Terhadap Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Soeharto. *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol.4/II.
- Untung Affandi dan Sidharta Utama. 1998. Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat Pada Bursa Efek Jakarta. *Majalah Usahawan*. No.03/ XXVII Maret.
- Weston dan Copeland. 1996. *Manajemen Keuangan*. Binarupa Aksara, Jakarta.

**CURRICULUM VITAE**  
**VITRADESIE NOEKENT**

Lahir di Semarang, pada tanggal 21 Maret 1975. Beragama Islam. Nama ayah R. Djoko Slameto Rohhadi, nama ibu Noenoek Bintarti Poerwaningsih. Bintang Aries, shio kelinci. Saat ini berdomisili di Jalan Sindoro III/14 Ungaran. Telp. 0817240169. Alamat *e-mail*: [vitradesie@usa.net](mailto:vitradesie@usa.net).

Riwayat pendidikan, tahun 1987-1990, lulus SMPN 2 Semarang, tahun 1990-1993, lulus SMAN 3 Semarang, tahun 1993-1997, lulus Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen Universitas Muhammadiyah Malang, dan tahun 2001 lulus Pasca Sarjana Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Pengalaman kerja, tahun 1994-1996, sebagai Distributor PT Amindoway Jaya. Tahun 1998-1999, sebagai Marketing Executive PT Columbindo Perdana, dan tahun 2001-sekarang bekerja pada PT Cemako Mandiri Corporation sebagai Internal Auditor.

Selain hobi memasak dan *travelling*, juga memiliki minat yang tinggi dalam bidang pendidikan. Tulisan yang pernah dibuat antara lain: Analisis Implementasi Sistem Manajemen Mutu ISO 9002 pada PT Semen Gresik (Skripsi, tidak dipublikasikan), Analisis Penerapan *Balanced Scorecard* pada PT Semen Gresik, dll.