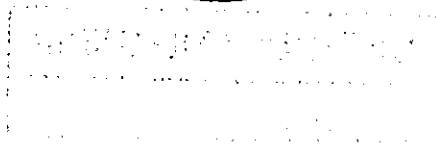


**REAKSI PASAR MODAL TERHADAP
PENGUMUMAN KABINET BARU
(SAHAM-SAHAM LQ 45 SEBAGAI PROKSI)**

TESIS

**Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro
Untuk memenuhi sebagian syarat guna
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen**



Diajukan oleh :

Nama : Novi Paultje, SE

N I M : C4A098207

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



SERTIFIKAT

Saya, *Novi Paultje*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

NOVI PAULTJE, SE

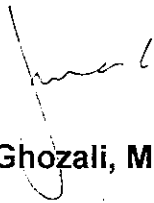
17 MEI 2001

Tesis berjudul

**REAKSI PASAR MODAL TERHADAP
PENGUMUMAN KABINET BARU
(SAHAM-SAHAM LQ 45 SEBAGAI PROKSI)**

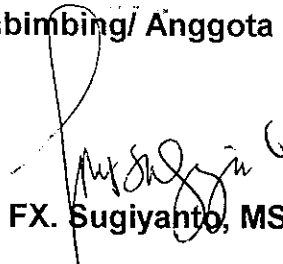
yang dipersiapkan dan disusun oleh:
Novi Paultje Tjendanawan, SE
Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 17 MEI 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama/ Ketua



DR. Imam Ghozali, M com, Akt

Pembimbing/ Anggota



Drs. FX. Sugiyanto, MS

Semarang, 17 MEI 2001

Universitas Diponegoro

Program Pascasarjana

Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo

KATA PENGANTAR

S'genap Puji dan Syukur kami berikan kepada Tuhan Yesus, yang sudah melimpahkan anugrahNYA, sehingga kami dapat menyelesaikan penulisan tesis yang berjudul " Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Kabinet Baru" untuk memenuhi sebagian syarat guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen.

Pada kesempatan ini kami ucapkan terimakasih sebesar-besarnya kepada yang terhormat:

- 1. Bapak Prof.DR.Suyudi Mangunwihardjo, sebagai Ketua Program Studi Magister Manajemen**
- 2. Bapak DR. Imam Ghozali, Mcom, Akt, sebagai Pembimbing utama tesis**
- 3. Bapak Drs. FX. Sugiyanto, MS, sebagai Pembimbing tesis**
- 4. Segenap Dosen Magister Manajemen Undip**
- 5. Kedua Orang tuaku yang memberikan dukungan Doa bagi berhasilnya pembuatan tesis ini**
- 6. Kakakku yang mendukung dalam memberikan semangat**
- 7. Rekan-rekan yang tidak dapat disebutkan satu-persatu**

Semarang, 17 MEI 2001

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
Surat Pernyataan keaslian tesis.....	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Kata pengantar.....	iv
Daftar isi	v
Daftar Tabel.....	vi
Daftar Gambar.....	vii
Daftar Lampiran.....	
viii	
Abstract.....	ix
Abstraksi.....	x
Bab I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	3
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	4
1.3.1 Tujuan Penelitian.....	4
Bab II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	
2.1 Telaah Studi Pustaka.....	6
2.1.1 Hubungan antara Informasi yang dipublikasikan dengan aktivitas pasar.....	6
2.1.2 Trading Volume Activity.....	6
2.1.3 Pasar Modal Efisien.....	7
2.1.4 Event Study.....	8
2.1.5 Indeks LQ 45.....	11
2.1.6 Review Indeks dan Pergantian saham.....	15
2.2 Telaah Penelitian Terdahulu.....	15
2.3 Kerangka Pemikiran teoritis.....	18

2.4 Hipotesa.....	19
2.5 Definisi Variabel Operasional.....	21
 BAB III Metodologi Penelitian	
3.1 Identifikasi Peristiwa.....	23
3.2 Jenis data.....	24
3.3 Populasi dan Sampel.....	24
3.3.1 Metode pengambilan sampel.....	24
3.4 Sumber dan pengumpulan Data.....	25
3.5 Metode Analisis data dan alat analisis data	
3.5.1 Normalitas Data.....	26
3.5.2 Pengujian Hipotesa.....	26
3.5.2.1 Langkah Pengujian Hipotesa pertama.....	26
3.5.2.2 Pengujian Hipotesis kedua.....	31
3.5.2.3 Pengujian Hipotesis Ketiga.....	32
3.5.2.4 Pengujian Hipotesis keempat.....	33
3.6 Teknik Statistik dalam menganalisa hasil Event study.....	34
 BAB IV Gambaran Umum Obyek Penelitian	
4.1 Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta.....	36
4.2 Gambaran Umum perusahaan Sampel (yang masuk dalam lingkup LQ 45).....	37
4.2.1 Klasifikasi silang perusahaan sampel.....	43
 BAB V Pembahasan Hasil Penelitian	
5.1 Pengujian normalitas data.....	47
5.2 Pengujian Hipotesa Pertama.....	49
5.2.1 Analisa hasil pengujian pertama.....	51
5.3 Pengujian Hipotesa kedua.....	42
5.3.1 Analisa Hasil pengujian Hipotesa kedua.....	55

Daftar Tabel

Tabel 4.1 Nama Perusahaan yang terpilih menjadi sampel penelitian.....	39
Tabel 4.2 Klasifikasi Jumlah Perusahaan Berdasarkan jenis usaha.....	40
Tabel 4.3 Klasifikasi Kepemilikan Saham	41
Tabel 4.4 Klasifikasi Perusahaan berdasarkan Kenaikan dan penurunan laba.....	42
Tabel 4.5 Klasifikasi Market kapitalisasi perusahaan Diatas dan dibawah rata-rata sampel.....	42
Tabel 4.6 Klasifikasi volume perdagangan perusahaan sampel Diatas maupun dibawah rata-rata sampel.....	42
Tabel 4.7 Klasifikasi silang perusahaan, kepemilikan saham Oleh Investor asing dan market kapitalisasi diatas atau dibawah rata-rata.....	44
Tabel 4.8 Klasifikasi silang jenis perusahaan, kepemilikan saham Oleh investor asing dan volume perdagangan.....	46
Tabel 5.1 Hasil Uji Distribusi Sampel.....	48
Tabel 5.2 Signifikansi AAR dan CAAR.....	50
Tabel 5.3 Perusahaan yang berdistribusi tidak normal.....	53
Tabel 5.4 Signifikansi AAR dan CAAR.....	54
Tabel 5.5 Uji Beda CAAR berdistribusi Normal Dan tidak normal ...	55
Tabel 5.6 Hasil uji beda abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman kabinet.....	57
Tabel 5.7 Hasil Uji rata-rata sebelum dan sesudah pengumuman...	58

Daftar Gambar

Gambar 1. Model yang menunjukkan Kandungan Informasi suatu Pengumuman	13
Gambar 2. Reaksi Pasar terhadap abnormal return.....	13
Gambar 3. kerangka Pemikiran Teoritis.....	19
Gambar 4. Rata-rata abnormal return sekitar pengumuman kabinet yang baru.....	52

Daftar Lampiran

- | No | Judul |
|----|--|
| 1. | Hasil perhitungan AAR dan CAAR dari 17 sampel berdistribusi normal |
| 2. | Perhitungan Hasil AAR dan CAAR dari 17 data berdistribusi tidak normal |
| 3. | Perhitungan Trading Volume Activity 17 perusahaan Sampel |

Abstract

THE MARKET REACTION AGAINST THE NEW CABINET ANNOUNCEMENT (LQ 45's SHARES as PROXY)

The Political Situation in Indonesia has many affect on the Indonesians Capital Market, so that the Investors need certain information , if they want to trade in capital market .

On this case, the President RI's policy, which appoint a new cabinet in his government, can affect to the capital market, and then this situation create the abnormal return for stockholder and volatility for stock's volume trading .

The purpose of this research to assets the information contents about the new cabinet announcement so that every investors can consider what's probability that he can held if they invest their money in that moment.

The event study's methodology, had chosen to determine abnormal return in stock market and TVA parameter, had been chosen to determine the volatility of volume trading.

As the result, with 17 samples, which have normal distribution, can accept Ha. Alternative Hypothesis, have definition the average abnormal return is not equal to zero. The result from 17 samples, which have normal distribution, indicate that the information from the appointment new cabinet, have contents, because this announcement affect to the market reaction and the investors has the abnormal return.

The others sample (17 samples) had chosen with random from 25 samples which have not normal distribution, make a result that CAAR from 17 which have normal distribution are difference significantly with CAAR from 17 samples which have not normal distribution.

The difference between mean test for before and after the event period, make a result that the abnormal return before and after the event period, has a difference. The explains about this result are the anticipated which doing by market. Market had not been worry about the new cabinet announcement.

The difference between mean test with TVA parameter, hasn't found the significantly differences at before and after event periode, because the market had anticipated the event or the market are weak form efficiency so that the investor can not absorb the all information which came.

Abstraksi

Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Kabinet baru (Saham-saham Lq45 sebagai Proksi)

Situasi politik di Indonesia berpengaruh banyak terhadap pasar modal di Indonesia, sehingga membuat investor memerlukan kepastian informasi, bila ia ingin melakukan perdagangan di pasar modal.

Dalam penelitian ini, kebijakan presiden RI yang membuat kabinet baru, bisa mempengaruhi terciptanya abnormal return bagi pemegang saham dan pergerakan volume perdagangan di lantai bursa.

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji muatan informasi yang terkandung dalam pengumuman kabinet baru sehingga setiap investor bisa mempertimbangkan kemungkinan apa yang akan dia dapat bila menginvestasikan uangnya pada saat itu.

Metodologi event study dipilih untuk melihat ada tidaknya abnormal return, sedangkan parameter TVA dipilih untuk melihat ada tidaknya perubahan pada volume perdagangan.

Hasil penelitian yang didapat dengan 17 sampel berdistribusi normal adalah menerima H_a , dimana H_a (hipotesa alternatif) memiliki definisi sebagai berikut: rata-rata abnormal return tidak sama dengan nol. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa informasi tentang pengumuman kabinet baru ternyata memiliki muatan informasi, karena pengumuman tersebut mempengaruhi reaksi pasar dan membuat investor memperoleh abnormal return.

Penelitian dengan memakai 17 sampel perusahaan yang diambil secara acak dari 25 perusahaan yang berdistribusi tidak normal menghasilkan perbedaan yang signifikan antara CAAR dari 17 sampel berdistribusi normal dengan CAAR dari 17 sampel yang diambil secara acak dari sampel yang berdistribusi tidak normal.

Uji beda antara abnormal return sebelum dan sesudah terjadinya pengumuman kabinet menghasilkan beda. Hal ini disebabkan karena pasar sudah mengantisipasi dan pasar tidak kuatir tentang adanya pengumuman kabinet tersebut.

Uji beda dengan menggunakan parameter TVA tidak menemukan beda yang signifikan sebelum dan sesudah terjadinya pengumuman peristiwa. Hal ini terjadi karena pasar sudah mengantisipasi atau karena pasar merupakan pasar dengan efisiensi bentuk lemah di mana pelaku pasar tidak bisa menyerap semua informasi yang masuk.

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar belakang masalah

Pasar modal memang benar-benar menarik perhatian untuk diteliti, karena perdagangan yang terjadi di dalamnya banyak dipengaruhi oleh situasi politik dan keadaan makro dan mikro ekonomi yang tidak stabil. Aktivitas pasar modal ditengah-tengah situasi politik dan ekonomi yang tidak menentu ini, dapat menciptakan suatu pergerakan harga saham yang tidak stabil sehingga return yang dihasilkan oleh investorpun berubah-ubah. Pergerakan harga saham yang dipengaruhi oleh "suatu peristiwa" (*event*) ini, telah diteliti Robert (1989) yang mengatakan bahwa suatu kejadian yang tidak diharapkan bisa merubah harga saham suatu perusahaan.

Pergantian susunan menteri kabinet yang dilakukan oleh pemerintah, telah menjadi suatu event yang menarik untuk diteliti pengaruhnya terhadap pergerakan harga saham. E.A, Koetin (1994) mengatakan bahwa pergantian pemerintah biasanya berpengaruh terhadap saham-saham perusahaan, sebab adanya struktur pemerintahan yang baru dapat mengubah kebijakan yang telah berjalan sebelumnya. Jadi dengan kata lain situasi politik yang ada dapat mempengaruhi pergerakan harga saham di pasar modal.

Pasar modal, sebagai instrument ekonomi, tidak bisa lepas dari pengaruh keadaan ekonomi dan politik. Pengaruh lingkungan ekonomi mikro seperti kinerja perusahaan, perubahan strategi perusahaan, pengumuman laporan keuangan (baik deviden, laba, maupun arus kas) perusahaan, selalu mendapat tanggapan dari pasar. Perubahan dari sektor ekonomi makro yang terjadi seperti perubahan suku bunga tabungan dan deposito, kurs valuta asing, inflasi,serta berbagai regulasi dan

deregulasi yang dikeluarkan oleh pemerintah, turut berpengaruh pada fluktuasi harga dan volume perdagangan di pasar modal (Marwan dan Faizal, 1998).

Peristiwa politik itu berkait erat dengan stabilitas perekonomian suatu negara. Kondisi perekonomian yang stabil cenderung meningkatkan ekonomi suatu negara. Bila negara ini memiliki perekonomian yang stabil maka, tingkat resiko kerugian itu juga rendah.

Kondisi politik di Indonesia sangat fluktuatif dan tidak stabil, sebab setelah jatuhnya Soeharto sebagai Presiden, Indonesia mengalami dua kali pergantian kepala negara yaitu B.J. Habibie dan yang sekarang memerintah adalah Presiden Abdurrahman Wachid atau sering disebut Gus Dur. Pada pemerintahan Gus Dur, telah terbentuk Kabinet Persatuan. Karena Kabinet persatuan ini dianggap tidak mampu untuk membawa Indonesia keluar dari krisis ekonomi, lalu setelah Sidang Tahunan MPR, Gus Dur merombak semua susunan menteri dalam Kabinet Persatuan. Sebagian menteri tertentu masih tetap menjabat sebagai menteri, tetapi yang sebagian lagi merupakan orang-orang baru, sehingga pasar modal merespon negatif terhadap nama-nama baru yang diumumkan.

Pengumuman Kabinet baru dilakukan pada tanggal 23 Agustus 2000 sore hari, sehingga pada saat pengumuman nama-nama menteri itu, pasar modal belum bereaksi. Keesokan harinya, mulailah terjadi reaksi di Pasar modal, bahkan sampai jangka waktu lima hari setelah pengumuman Kabinet baru, Indeks LQ 45 (dimana LQ 45 merupakan proksi dari saham –saham unggulan) mengalami penurunan. Data tentang rata-rata Indeks LQ45 lima hari sebelum pengumuman kabinet baru adalah 97,69, sedangkan reaksi pasar mulai tampak pada tanggal 24 Agustus dengan angka Indeks LQ 45 yang terus mengalami penurunan hingga mencapai angka 94,35. Setelah itu, rata-rata indeks LQ 45 selama 5 hari

perdagangan setelah tanggal pengumuman Kabinet baru, merosot lagi menjadi 91,708 .

Rata-rata indeks harga saham gabungan selama 5 hari perdagangan (sebelum pengumuman sampai saat pengumuman kabinet pada sore hari, yaitu tanggal 16- 23 Agustus 2000) adalah sebesar 498, 297 point. Kemudian IHSG tanggal 24 Agustus (saat terjadinya reaksi pasar pertama kali setelah pengumuman kabinet diumumkan) mengalami penurunan menjadi 482,653 point. Rata-rata IHSG 5 hari perdagangan (yaitu mulai tanggal 25- 31 Agustus) lebih turun menjadi 474, 970 point.

Berdasarkan data yang ada, setelah kabinet baru diumumkan, terjadi penurunan angka indeks, baik indeks LQ45 (sebagai proxy saham unggulan) maupun IHSG (yang mewakili keseluruhan saham-saham di Bursa), ini berarti nilai pasar saham (baik saham –saham unggulan maupun saham-saham secara keseluruhan) di bursa efek mengalami penurunan .

Adanya kaitan antara pengumuman kabinet baru dengan perubahan harga saham di Bursa efek Jakarta sangat menarik untuk diteliti, sebab dari data yang ada, 1 hari setelah pengumuman kabinet, indeks saham baik LQ45 maupun IHSG mengalami penurunan.

1. 2 Perumusan Masalah

Data yang ada menunjukkan bahwa indeks saham (yang dalam penelitian ini diwakili oleh 45 saham yang masuk dalam daftar LQ 45) selama 5 hari sebelum pengumuman, saat pengumuman dan lima hari setelah pengumuman terus mengalami penurunan

Dengan adanya penurunan angka indeks LQ 45 selama dan sesudah pengumuman kabinet baru, maka dalam peneli.

beberapa masalah yang berkaitan dengan adanya perubahan angka indeks LQ45 disekitar pengumuman kabinet, antara lain:

1. Apakah pengumuman kabinet baru tersebut benar-benar mengandung muatan informasi
2. Apakah ada perbedaan dalam penggunaan data berdistribusi normal dan data berdistribusi tidak normal
3. Apakah ada perbedaan dari rata-rata return sebelum pengumuman dan rata-rata return sesudah pengumuman
4. Apakah ada perbedaan aktivitas perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman kabinet

1.3 Tujuan dan kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan

1. Untuk menguji kekuatan muatan informasi (*information content*) dari suatu peristiwa politik terhadap aktifitas di bursa efek
2. Untuk mengetahui adanya perbedaan antara data berdistribusi normal dengan data berdistribusi tidak normal
3. Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman kabinet
4. Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman kabinet

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Penelitian ini diharapkan berguna bagi para pembaca baik dari kalangan investor ataupun calon investor, yang berminat untuk lebih mengenal kondisi

pasar modal di Indonesia dalam berbagai keadaan termasuk dengan adanya *Public Announcement* yang dikeluarkan oleh pemerintah.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1 Telaah Studi Pustaka

2.1.1 Hubungan antara informasi yang dipublikasikan dengan Aktivitas Pasar

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

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

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

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

2.1.2 Trading Volume Activity

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

Masih menurut Marwan dan Faizal, pendekatan TVA ini dapat juga digunakan untuk menguji hipotesis pasar efisien pada bentuk lemah (*weak form efficiency*). Hal ini terjadi karena pada pasar yang belum efisien atau efisien dalam bentuk lemah, perubahan harga belum dengan segera mencerminkan informasi yang ada (karena pada *weak form efficiency* menggunakan data yang lampau, sehingga tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang), sehingga investor tidak dapat

menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*. Jadi reaksi pasar modal hanya dapat diamati melalui pergerakan volume perdagangan yang terjadi di pasar modal yang sedang diteliti.

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

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

2.1.3 Pasar modal efisien

West (Husnan, 1994) membedakan pasar modal efisien menjadi 2 bentuk, yaitu *internal efficiency* dan *external efficiency*.

Internal efficiency, menunjukkan keadaan *internal* pasar modal yang terorganisir dengan baik, dimana pada pasar modal tersebut harga-harga sekuritas tidak hanya mencerminkan tingkat harga yang benar, tetapi pasar modal tersebut

juga menyediakan berbagai jasa yang diperlukan oleh pembeli dan penjual dengan harga serendah mungkin.

External efficiency adalah pasar modal yang berada dalam keadaan keseimbangan, sehingga keputusan perdagangan saham yang berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar, tidak bisa memberikan *expected return* pada tingkat *expected equilibrium return*. Efisiensi eksternal ini sesuai dengan efisiensi mikro pasar modal, yaitu suatu kondisi yang menunjukkan seberapa jauh pasar modal itu efisien secara informasi. Definisi ini sesuai dengan yang dikemukakan oleh Fama (1991), bahwa pasar modal yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya selalu mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia di pasar.

Kondisi –kondisi yang harus dipenuhi dalam pasar modal efisien antara lain: tidak ada biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas, semua informasi tersedia secara gratis bagi semua partisipan pasar, tersedia banyak pembeli dan penjual yang siap mengakses informasi, serta tidak kerjasama antar penawar dalam melakukan transaksi tersebut.

Berdasarkan jenis informasi yang digunakan, maka Fama (Elton dan Gruner, 1995) mendefinisikan 3 (tiga) bentuk efisiensi pasar modal, yaitu :

- Weak form efficiency

Efisiensi bentuk lemah ini merupakan suatu keadaan pasar modal dimana harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan di waktu lalu (menggunakan data *Historis*). Dalam kondisi ini, harga yang terjadi adalah harga yang wajar, sehingga tidak ada seorang pemodal atau sekelompok pemodal yang dapat memperoleh keuntungan diatas normal (*abnormal return*).

- Semi strong efficiency

Efisiensi bentuk setengah kuat adalah suatu kondisi pasar dimana harga yang terjadi tidak hanya mencerminkan harga-harga di waktu lalu, tetapi juga mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa pengumuman *earning*, pengumuman *dividen*, pemecahan saham, *merger* dan sebagainya.

Untuk mengetahui apakah pasar modal berada dalam bentuk setengah kuat, maka perlu dicari *abnormal return* sehingga dengan mengetahui ada atau tidak *abnormal return* tersebut, kemudian jangka waktu lamanya *abnormal return* tersebut setelah informasi itu dipublikasikan.

- Strong form efficiency

Dalam efisiensi pasar bentuk kuat ini, harga saham tidak hanya mencerminkan informasi yang dipublikasikan, akan tetapi juga mencerminkan informasi yang tidak dipublikasikan (*insider information*). Disebut *insider information* karena yang mempunyai informasi adalah pihak yang ada dalam perusahaan.

Kecepatan reaksi harga terhadap suatu kejadian menggambarkan tingkat efisiensi suatu pasar. Semakin efisien suatu pasar, maka semakin cepat pula informasi itu terefleksi dalam harga saham (Marwan dan Faizal, et al).

Fama (1970) mendefinisikan pasar yang efisien dengan mengatakan bahwa suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Disini Fama menekankan *Fully reflect* dan *Information available*. Beaver (1989) mengatakan bahwa definisi Fama tentang efisiensi pasar modal itu tidak jelas, tidak operasional. Lalu Beaver memberikan definisi mengenai efisiensi pasar berdasarkan distribusi informasi, yaitu pasar

dikatakan efisien terhadap suatu sistem informasi, jika dan hanya jika harga-harga sekuritas bergerak seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut. Maksud dari definisi Beaver ini adalah jika setiap orang mengamati suatu sistem informasi yang menghasilkan informasi, maka setiap orang dianggap mendapatkan informasi yang sama. Dyckman dan Morse juga mengatakan bahwa istilah *fully reflect* itu tidak jelas, karena harga dari sekuritas berubah karena adanya perubahan kepercayaan (*belief*) dari investor akibat adanya informasi baru. Kemudian Fama (1991) menyadari bahwa definisinya itu sulit dibuktikan secara empiris dan Fama mencoba memformalkan definisinya dengan mengatakan bahwa pasar modal yang efisien adalah pasar modal yang harga – harga sekuritas mencerminkan informasi yang relevan. Definisi yang konsisten dengan definisi Fama, diberikan oleh Machfoedz (1993), yang mengatakan bahwa definisi pasar saham yang efisien adalah harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia. Jones (1995) memberikan definisi tentang pasar yang efisien yaitu suatu pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut.

Untuk menguji pasar yang efisien, maka masih dibutuhkan suatu ukuran pembanding (*benchmark*), Ukuran pembanding yang dipakai adalah return normal yang seharusnya diperoleh oleh pelaku pasar. Return sesungguhnya yang terjadi karena adanya informasi, kemudian dibandingkan dengan return normal menurut ukuran pembanding (*benchmark*). Jika hasilnya tidak menyimpang, maka pasar dikatakan sudah efisien, sebaliknya jika hasilnya menyimpang maka pasar dikatakan tidak efisien. Model pasar (*market model*) berdasarkan indeks tunggal dapat

digunakan untuk menghitung return normal *benchmark* tersebut. Return normal menurut ukuran pembanding tersebut kemudian dibandingkan dengan return sesungguhnya hasil dari distribusi informasi yang diterima oleh investor. Selisih dari return normal benchmark dengan return normal sesungguhnya ini merupakan return yang tidak normal (abnormal return). Jadi menurut Beaver, pada pasar yang efisien, investor tidak akan menikmati abnormal return.

2.1.4 Event Study

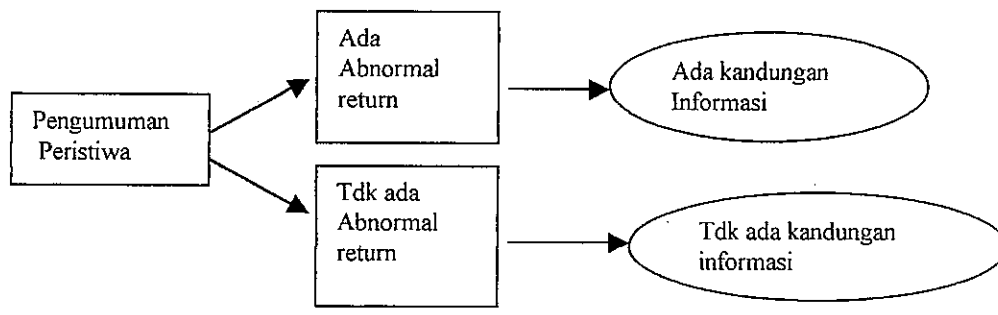
Event study adalah pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada abnormal return yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu (Peterson, 1989), sedangkan menurut Kritzman (1994) event studi bertujuan mengukur hubungan antar suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan pendapatan (*return*) dari surat berharga tersebut. Jogiyanto (1998) mengatakan hal yang sama dengan peneliti yang sebelumnya, tapi dia lebih menjelaskan peristiwa (*event*) yang dimaksud adalah event yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Menurut Jogiyanto, event study dapat digunakan untuk mengukur kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Jogiyanto juga mengatakan bahwa pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika **pengumuman itu mengandung informasi**, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh

pasar. **Reaksi pasar** ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan abnormal return. Jika digunakan abnormal return, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mengandung kandungan informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar. Sebaliknya bila tidak mengandung informasi, maka tidak akan memberikan abnormal return kepada pasar.

Gambar . 1

Model yang menunjukkan Kandungan Informasi suatu pengumuman

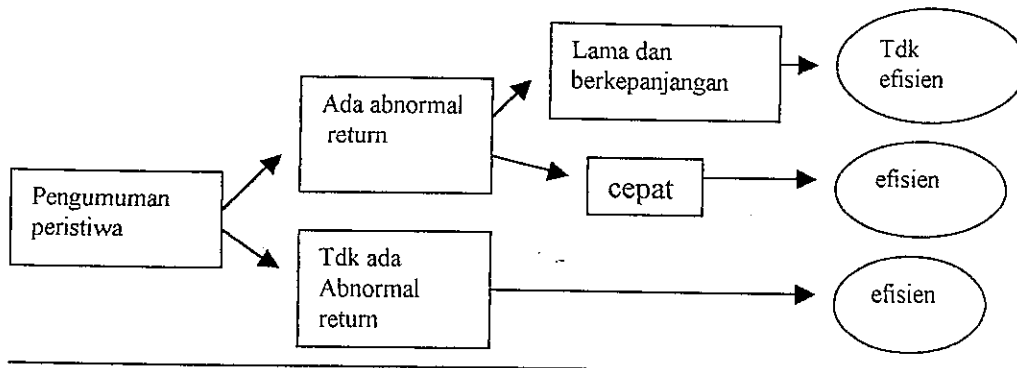


Sumber: Teori Portofolio dan Analisis Investasi, DR. Jogyanto H.M., M.B.A

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

Gambar 2

Reaksi pasar modal terhadap abnormal return



Sumber: Teori Portofolio dan Analisis Investasi, DR. Jogyanto H.M., M.B.A

2.1.5 Indeks LQ 45

Tanggal 24 Februari 1997, Bursa Efek Jakarta memperkenalkan Indeks baru yang disebut LQ 45. Indeks ini diciptakan untuk bisa menjadi tolok ukur dalam memantau kecenderungan pasar dan perkembangan tingkat harga saham yang diperdagangkan. Indeks ini diharapkan dapat menjadi “alat pemantau” bagi manajer investasi maupun pengamat pasar modal, agar bias memiliki pengamatan yang lebih tajam dan obyektif, terutama ketika menilai pergerakan saham-saham yang ditransaksikan di BEJ.

Dalam penjelasannya, pihak BEJ mengungkapkan bahwa indeks LQ 45 ini tidak dimaksudkan untuk mengganti IHSG ataupun indeks sektoral yang telah digunakan terlebih dahulu.

Metode perhitungan Indeks LQ 45 ini sama dengan cara menghitung IHSG dan indeks sektoral yaitu menggunakan nilai pasar saham yang masuk kelompok Indeks LQ 45, kemudian dibagi nilai dasar dan dikali 100.

Sesuai dengan namanya, LQ 45 hanya mencakup 45 saham dari perusahaan publik yang memiliki nilai pasar dan likuiditas tertinggi. Kriteria penilaian saham yang masuk di LQ 45 adalah sebagai berikut:

1. Berada di top 95 % dari total rata-rata tahunan nilai transaksi saham di pasar reguler
2. Berada di top 90 % dari rata-rata tahunan kapitalisasi pasar
3. Tercatat di BEJ minimum 30 hari Bursa
4. Merupakan urutan tertinggi yang mewakili sektornya dalam klasifikasi industri BEJ, sesuai dengan nilai kapitalisasi
5. Memiliki porsi yang sama dengan sector-sektor lain
6. merupakan urutan tertinggi berdasarkan frekuensi transaksi

2.1.6 Review Indeks dan Penggantian Saham

Indeks LQ 45 akan direview setiap 3 bulan. Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria lagi, maka saham tersebut harus dikeluarkan dari perhitungan indeks dan digantikan dengan saham lainnya yang memenuhi kriteria. Saham yang langsung masuk kriteria dengan rangking 1- 35 akan langsung masuk dalam perhitungan indeks. Sedangkan saham yang baru masuk kriteria dengan rangking 36-45 belum tentu akan dimasukkan dalam perhitungan indeks, kecuali bila saham tersebut telah memenuhi kriteria selama tiga kuartal berturut-turut. Review penggantian saham ini akan dilakukakan setiap 6 bulan yang dilakukan oleh sebuah tim khusus dengan anggota yang sangat terbatas.

2.2 Telaah penelitian terdahulu

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

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

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

Para peneliti di Indonesia mulai menggunakan event study ini untuk meneliti efisiensi pasar modal di Indonesia. Namusisi (1996) menguji efisiensi Bursa efek Jakarta dengan menggunakan event listing saham (emisi saham baru pada pasar sekunder maupun emisi saham tambahan seperti rights issue dan bonus share) pada periode pengamatan 1993-1995 dengan sample sejumlah 155 emiten. Namusisi tidak menemukan adanya abnormal return yang konsisten saat terjadinya emisi saham baru, sehingga Namusisi menarik kesimpulan bahwa Bursa Efek Jakarta sudah mencapai bentuk efisiensi setengah kuat. Susiyanto (1997) juga menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan event pengumuman deviden (yang dipisahkan dengan pengumuman deviden turun, deviden tetap maupun deviden naik) pada periode 1994 –1996. Susiyanto melakukan penelitian dengan menggunakan seluruh emiten (yang akan mengumumkan rencana pembagian devidennya). Susiyanto menemukan hal yang sama seperti yang ditemukan oleh Namusisi, yaitu tidak adanya abnormal return yang signifikan secara konsisten sehubungan dengan event yang diteliti. Susiyanto kemudian menyimpulkan bahwa Bursa efek Jakarta sudah mencapai efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*Semi strong form efficiency*).

Beberapa penelitian lain menggunakan event study untuk mengamati reaksi pasar modal terhadap berbagai event yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi. Misalnya, penelitian yang dilakukan oleh Mansur, Cohran dan Froiro (1989) mengenai reaksi pasar modal pada saham-saham perusahaan di Amerika Serikat terhadap event pelarangan terbang (*grounding*) pesawat-pesawat DC 10. Penelitian dilakukan dengan menggunakan event period selama 30 hari bursa pada tanggal 6 Juni 1979 (tanggal pengumuman *grounding*). Hasilnya adalah saham-saham perusahaan penerbangan (yang menggunakan pesawat DC 10) di New York

Stock Exchange, dengan cepat mencerminkan informasi buruk tersebut (return pemilik saham menjadi turun akibat event tersebut).

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

Untuk *event study* yang melihat pergerakan harga dikaitkan dengan peristiwa politik dilakukan Asri (1996) dengan mengamati pergerakan harga-harga saham emiten Amerika Serikat di NYSE (yang memiliki *subsidiary* dalam berbagai bentuk di Jepang) akibat mundurnya Perdana Menteri Jepang, Noburu Takeshita. Hasil yang diperoleh adalah adanya abnormal return yang signifikan sejalan dengan berita perkembangan kejadian itu pada beberapa hari sebelum *event day* serta pada hari ke dua dan sejak hari ke tujuh setelah event day. Lalu Marwan dan Faizal (1998) meneliti tentang reaksi harga saham terhadap peristiwa politik yang berupa pengambilalihan kantor PDI tanggal 27 Juli 1996. Saham yang dijadikan sample adalah sebanyak 37 saham yang aktif dan likuid di BEJ. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia bereaksi terhadap peristiwa politik “27 Juli 1996”. Tapi reaksi yang terjadi adalah negatif (*abnormal return* yang negatif dan signifikan) terjadi secara spontan dan event date. Namun dalam waktu yang tidak terlalu lama (3 hari) terjadi perubahan arah (*rebound*) pada abnormal return menjadi positif, sebagai reaksi atas pernyataan pemerintah bahwa kerusuhan telah

terkendali dan memberikan jaminan akan kestabilan politik , sehingga semua kegiatan bisa berlangsung lagi. Kemudian Tatiek, Mutaminah, Siyamtiyah (1999) yang meneliti tentang reaksi harga saham terhadap pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto. Dalam penelitian ini, mereka menemukan bahwa Bursa Efek Indonesia (*Jakarta Stock Exchange*) tidak efisien dalam bentuk efisiensi setengah kuat, karena ternyata harga saham tidak bereaksi saat ada pengumuman tentang pergantian kepemimpinan Suharto.

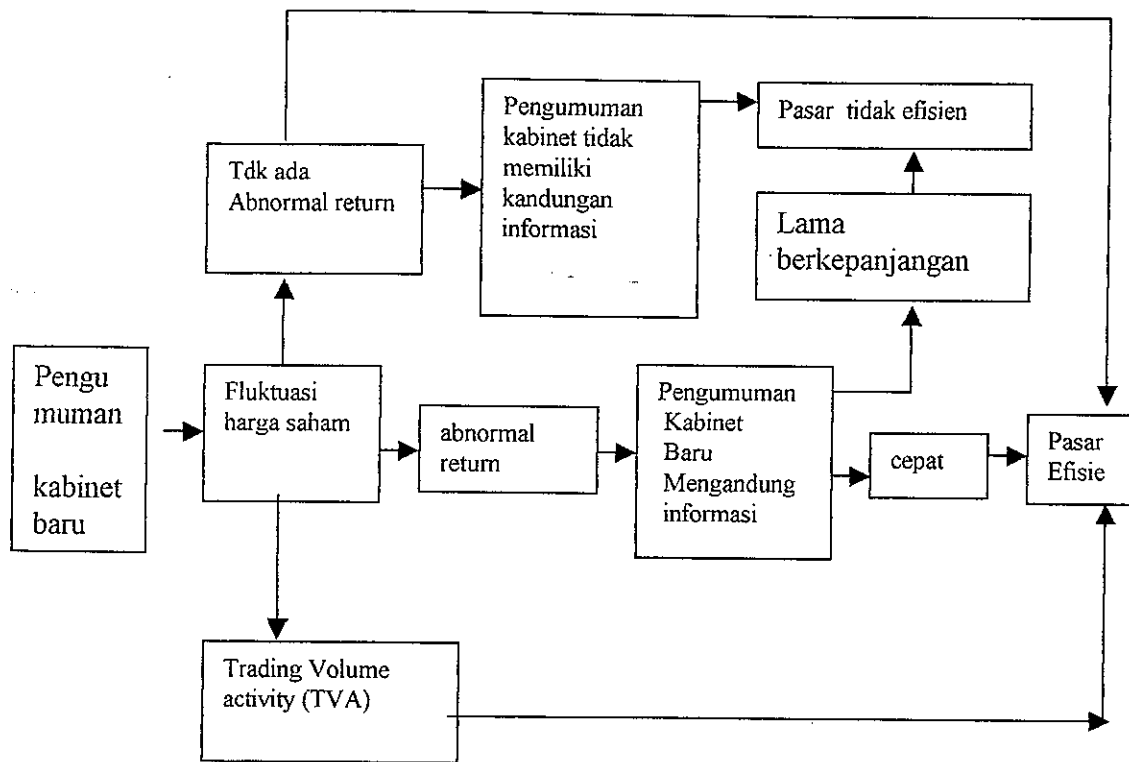
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis

Pengumuman Kabinet baru, secara nyata menyebabkan adanya fluktuasi harga saham di Bursa efek Jakarta. Sekalipun ada fluktuasi harga saham di Bursa Efek ini, tetapi belum diketahui apakah pengumuman kabinet baru tersebut mengandung muatan informasi. Apabila pengumuman tersebut mengandung muatan informasi, maka akan terlihat adanya abnormal return. Reaksi pasar modal terhadap adanya pengumuman kabinet baru itu memang tidak bisa diduga, kalau abnormal return yang terjadi dapat *secara cepat kembali ke posisi normal return*, berarti pasar itu efisien setengah kuat. Tetapi bila abnormal return itu *berlangsung sampai beberapa hari lamanya*, berarti pasar itu tidak efisien setengah kuat.

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

Kerangka pemikiran teoritis ini dijelaskan dengan gambar berikut ini:

GAMBAR 3
KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS



2.4 Hipotesa

1. Setelah pengumuman kabinet baru tanggal 23 Agustus 2000 sore hari, keesokan harinya pasar saham mulai bergerak dan terjadi fluktuasi harga. Dengan adanya fluktuasi yang cepat setelah adanya pengumuman kabinet baru itu, maka transaksi perdagangan yang dilakukan oleh para investor diduga menghasilkan abnormal return, sehingga hipotesa pertama dalam penelitian ini adalah:

H₀ : Rata-rata abnormal return sama dengan nol

H_a : Rata-rata abnormal return tidak sama dengan nol

2. Hipotesa yang kedua dari penelitian ini merupakan dugaan sementara berkaitan dengan ada tidaknya beda secara signifikan antara data yang berdistribusi

normal dengan data yang tidak berdistribusi normal (Dalam hal ini yang menjadi proxy adalah CAAR).

Jadi hipotesa yang dibangun adalah:

H₀ : tidak ada beda yang signifikan antara CAAR dari data berdistribusi normal dengan CAAR dari data yang tidak berdistribusi normal

H_a : Ada beda yang signifikan antara CAAR dari data yang berdistribusi normal dengan CAAR dari data yang tidak berdistribusi normal

3. Selanjutnya, pada hipotesa ketiga merupakan dugaan bahwa rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman kabinet baru tersebut tidak berbeda, sehingga hipotesa ketiga ini adalah:

H₀ : Rata-rata abnormal return sebelum pengumuman kabinet, tidak berbeda dengan sesudah pengumuman

H_a : Rata-rata abnormal return sebelum pengumuman kabinet, berbeda dengan sesudah pengumuman

4. Hipotesa keempat ini menduga bahwa aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman itu tidak berbeda. Dugaan sementara ini terjadi karena setelah pengumuman kabinet baru itu, ada reaksi di pasar modal.

H₀ : Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum pengumuman kabinet tidak berbeda dengan rata-rata aktivitas volume perdagangan setelah adanya pengumuman kabinet.

H_a : Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum pengumuman kabinet berbeda dengan rata-rata aktivitas volume perdagangan setelah adanya pengumuman kabinet.

2.4 Definisi Variabel Operasional

- a. Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Return dapat berupa return realisasi (return sesungguhnya yang sudah terjadi) atau return ekspektasi yang belum terjadi tapi sudah diharapkan akan terjadi dimasa yang akan datang
- b. Return realisasi (return sesungguhnya) merupakan return yang telah terjadi. Return realisasi ini dihitung berdasarkan data histories. Return realisasi ini penting karena dapat digunakan sebagai pengukur kinerja perusahaan, kegunaan yang lain dari return realisasi ini adalah sebagai penentu return ekspektasi.
- c. Return Normal (*expected return*) merupakan return ekspektasi / return yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang.
- d. Return Pasar adalah tingkat pendapatan atau return yang dihitung dari indeks pasar. Dalam penelitian ini, indeks pasar yang digunakan adalah indeks LQ45 dimana LQ45 ini merupakan proksi dari saham-saham yang aktif diperdagangkan.
- e. *Abnormal return* atau disebut *Excess Return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal atau dapat dikatakan bahwa abnormal return merupakan selisih antara return yang sesungguhnya terjadi dengan return ekspektasi.
- f. *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* merupakan jumlah keseluruhan dari rata-rata abnormal return yang bergerak ke suatu titik dalam waktu tertentu. CAAR, dalam penelitian ini, menunjukkan dampak dari peristiwa pengumuman kabinet. Jika pasar saham tidak mengantisipasi

peristiwa ini, maka CAAR akan terus naik sampai sampai hari pengumuman itu dilakukan.

- g. *Trading Volume Activity* (TVA) merupakan alat untuk mengamati reaksi pasar modal melalui pergerakan volume perdagangan pada pasar modal yang diteliti. Kaitan TVA dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: bila pengumuman kabinet itu dianggap informatif oleh para investor, dan mampu mempengaruhi pengambilan keputusan dari para investor, maka selanjutnya hasil pengambilan keputusan dari para investor itu akan tercermin pada perubahan volume perdagangan.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Identifikasi Peristiwa (event)

Pengumuman Kabinet yang baru oleh Gus Dur pada tanggal 23 Agustus 2000, merupakan salah satu dari sekian banyak kebijakan Presiden Abdurrahman yang mempengaruhi kondisi politik dan ekonomi.

Keputusan Presiden untuk mengganti susunan Menteri yang bertugas membantu pelaksanaan pemerintahan ini telah diprediksi kemungkinannya, tetapi pasar tidak menduga kalau Presiden akan memilih orang-orang yang belum dikenal oleh pasar. Misalnya Menteri Keuangan, Prijadi, merupakan orang baru yang kapabilitasnya diragukan oleh pasar selain itu dia tidak dikenal oleh pasar, bahkan dia tidak lulus tes proper dan fit yang diadakan oleh BI.

Para pelaku pasar modal serta pengamat ekonomi khawatir bila kebijakan-kebijakan yang bakal diambil oleh Menteri yang baru, akan mempengaruhi kegiatan pasar modal.

Kriteria utama pemilihan peristiwa untuk diteliti adalah peristiwa politik yang berskala nasional, karena bila Presiden memilih orang yang tidak tepat, keadaan ekonomi Indonesia tidak akan segera pulih dari krisis yang berkepanjangan.

Selain untuk mengetahui pola reaksi pasar terhadap suatu peristiwa politik, tujuan lain yang ingin dicapai adalah mengetahui pengaruhnya terhadap volume perdagangan pada kurun waktu di sekitar pengumuman nama-nama menteri yang

baru tersebut, sehingga diperoleh gambaran yang lebih komprehensif tentang reaksi pasar.

Periode waktu penelitian yang digunakan adalah selama 111 hari bursa yang dibagi menjadi dua periode, yakni periode estimasi dan periode kejadian. Periode estimasi selama 100 hari, yakni dari $t-105$ hingga $t-5$ sebelum event day. Periode kejadian selama 11 hari yakni terdiri dari 5 hari sebelum peristiwa dan 5 hari setelah peristiwa.

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

3.2 Jenis Data

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

3.3 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham biasa yang masuk dalam lingkup LQ45, yaitu sebanyak 45 saham perusahaan. Dari 45 saham tersebut diambil 42 sampel perusahaan untuk diteliti.

3.3.1 Metode pengambilan Sampel

Dalam penelitian ini, metode yang dilakukan untuk pengambilan sampel adalah *purposive sampling*, yaitu suatu metode pengambilan sampel dimana pengambilan sampel itu berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Kriteria yang dimaksud adalah sebagai berikut: saat periode kejadian (*event period*), perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk dalam kategori LQ45 tersebut tidak melakukan *stock split*, pengumuman deviden, *merger*, *right issues*. Jadi sampel yang terpilih ini benar-benar menunjukkan bahwa nantinya return saham-saham tersebut benar-benar bersih dari *confounding effect* yang ditimbulkan oleh perusahaan. Kriteria-kriteria ini diambil supaya penelitian ini bisa lebih terfokus kepada kemungkinan pengaruh yang timbul akibat adanya pengumuman kabinet oleh Presiden Gus Dus.

Dalam penelitian ini, terdapat 3 perusahaan yang melakukan *stock split*, dan *right issues*, sedangkan pada 42 perusahaan lainnya tidak ada kegiatan seperti *stock split*, pengumuman deviden, merger ataupun *right issues* disekitar tanggal pengumuman kabinet.

3.4 Sumber dan pengumpulan Data

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

3.5 Metode analisis data dan alat analisis data

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

3.5.1 Normalitas Data

Pengujian normalitas data dilakukan berdasarkan pada nilai *Skewness* (Hair,1992), dengan perhitungan sebagai berikut:

$$Z = \text{skewness} / (6 / n)^{1/2}$$

Dimana n= Jumlah data return yang akan diteliti

Nilai Z hitung ini kemudian dibandingkan dengan nilai Z tabel. Bila nilai Z hitung lebih besar dari nilai Z tabel, berarti data tersebut tidak berdistribusi normal. Sebaliknya bila nilai Z hitung lebih kecil dari nilai Z tabel, dapat dikatakan bahwa data return itu berdistribusi normal.

3.5.2 Pengujian Hipotesa

Untuk pengujian Hipotesis, penelitian ini menggunakan metode analisis event study yang banyak dipakai dalam penelitian-penelitian event study, antara lain oleh Marwan dan Faizal (1998), Pamela (1989):

3.5.2.1 Langkah-langkah pengujian hipotesis 1

Untuk menguji hipotesa I, maka langkah –langkah yang diambil adalah menghitung *Abnormal return (excess Return)*, dimana *abnormal return* suatu saham itu merupakan selisih antara actual return dan expected return. Untuk mencari abnormal return dari saham *i* pada hari ke *t* adalah sebagai berikut :

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

Dimana:

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

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

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

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

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

Dimana:

R_{it} = actual return

P_t = harga saham saat *t*

P_{t-1} = harga saham, saat *t-1*

Untuk menghitung expected return ($E(R_{it})$) ini, mula mula harus ditentukan terlebih dulu tehnik estimasi untuk menentukan normal return (expected return) ini. Dalam penelitian ini, digunakan *single index market model*, sebab peneliti ingin membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi lalu menggunakan model ekspektasi (yang terbentuk pada periode estimasi tersebut) untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela (event window).

Model ekspektasi ini dapat dibentuk dengan menggunakan tehnik regresi OLS (ordinary Least Square) dengan persamaan sebagai berikut:

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

Dimana:

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

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

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

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

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

Return pasar saham (R_m) dicari dengan menggunakan dasar indeks LQ 45 karena LQ45 merupakan proksi dari saham-saham unggulan (saham yang memiliki kapitalisasi terbesar serta dapat dikatakan sebagai saham yang aktif). Untuk mencari return pasar digunakan formulasi sebagai berikut:

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

Pengujian adanya abnormal return tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata return tidak normal (Average Abnormal Return atau AAR) seluruh sekuritas secara cross section untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa (event window). Dengan menggunakan market

model $AR = R_{it} - E(it)$ yang dihasilkan pada periode estimasi, maka abnormal return untuk periode event dapat dihitung dengan rumus:

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

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

Dalam penelitian ini, uji t yang digunakan untuk menguji hipotesis nol yang menerangkan bahwa rata-rata abnormal return sama dengan nol adalah sebagai berikut:

$$t \text{ hitung} = AAR / \text{Kesalahan standar Estimasi}$$

atau

$$SAR_{it} = AAR / \text{Kesalahan standar Estimasi}$$

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

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

$$S_{ie} = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^{t2} (R_{ij} - \bar{R})^2}{T1 - 2}}$$

R_{ij} = return sekuritas ke i hari ke j selama periode estimasi

Aver R = rata-rata return untuk sekuritas ke i selama periode estimasi

$T1-2$ = jumlah hari di periode estimasi, yaitu dari hari ke $t-1$ sampai

dengan hari ke $t-2$, dimana untuk penelitian ini periode estimasi adalah 100 hari

Dimana Sie adalah standar error estimasi untuk saham individual selama T hari dalam periode estimasi .

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

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

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

$$CAAR_t = AAR_t + AAR_{t+1}$$

dimana:

$CAAR_{Nt}$ = Kumulatif abnormal return for N sekuritas untuk periode sepanjang n

ARR_{it} = rata-rata abnormal return periode t ,

AAR_{t+n} = rata-rata abnormal return periode t kemudian diakumulasikan dengan CAAR periode sebelumnya

t = dimana periode event study, dimana dalam penelitian n adalah 11 hari

Rata-rata abnormal return seluruh saham pada hari ke t (yang menunjukkan aggregasi surat berharga) dihitung dengan:

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

N= jumlah seluruh saham yang diteliti

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

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

SAR Nt = Standarisasi Abnormal Return portofolio, dihitung selama periode peristiwa

N = Jumlah sampel yang diteliti

3.5.2.2 PENGUJIAN HIPOTESIS II

Langkah-langkah menguji hipotesis II adalah menentukan lebih dahulu banyak data sampel yang tidak berdistribusi normal, yang akan diambil secara acak untuk melakukan penelitian (banyaknya sampel yang diambil sama dengan jumlah sampel yang berdistribusi normal).

Untuk menentukan CAAR dari data yang tidak berdistribusi normal, metode yang dipakai sama dengan metode yang digunakan untuk menentukan CAAR dari data yang berdistribusi normal (pengujian hipotesa 1).

Bila CAAR dari data yang tidak berdistribusi normal sudah diketahui, kemudian baru melakukan uji beda antara CAAR dari data yang berdistribusi normal dan CAAR dari data yang tidak berdistribusi normal.

Rumus yang dipakai adalah:

$$t = \text{Aver CAAR}_{DN} - \text{Aver CAAR}_{DTN} / \text{Var}_{gab} (1/n_{DN} - 1/n_{DTN})^{1/2}$$

Aver CAAR_{DN} = rata – rata CAAR selama n hari

Aver CAAR_{DTN} = rata – rata CAAR selama n hari

Var_{gab} = merupakan varian gabungan CAAR yang berdistribusi normal dan tidak berdistribusi normal

n = banyaknya hari penelitian

Hasil dari t hitung ini kemudian dibandingkan dengan nilai t table, $\alpha = 0.05$, bila nilai t hitung lebih kecil dari t table, maka H_0 diterima. Bila t hitung lebih besar dari t table maka H_0 ditolak.

3.5.2.3 Pengujian Hipotesa ketiga

Pertama: menghitung rata-rata abnormal return seluruh saham yang dijadikan sample sebelum dan sesudah peristiwa:

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

dan

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

n = banyaknya hari yang diteliti

Kedua: menghitung deviasi standar rata-rata-return sebelum dan sesudah event study

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

DAN

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

Setelah menemukan AR sebelum dan sesudah, serta deviasi standar AR, kemudian dilakukan uji statistik, yaitu uji t (pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$)

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

n=banyaknya hari pengamatan

3.5.2.4 PENGUJIAN HIPOTESIS keempat

Untuk menguji hipotesa 4, maka langkah pertama adalah menghitung dahulu aktivitas volume perdagangan saham i pada periode t :

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

Kemudian menghitung rata-rata aktivitas perdagangan seluruh saham sample (sebelum dan sesudah peristiwa):

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

DAN

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

Selanjutnya mencari deviasi standar rata-rata return sebelum dan sesudah peristiwa:

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

dan

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

Akhirnya dilakukan uji statistik yaitu uji t untuk mengetahui signifikansi TVA sebelum dan sesudah peristiwa (pada tingkat signifikansi $\alpha = 0,005$)

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

3.6 Tehnik statistik dalam menganalisa hasil event study

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

BAB IV

GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

4.1 Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta

Pasar modal atau Bursa efek secara sederhana adalah tempat bertemunya pembeli dan penjual efek yang terdaftar di bursa itu (*Listed Stock*). Di bursa ini, pembeli dan penjual datang untuk mengadakan transaksi jual-beli efek sehingga dengan adanya transaksi yang dilakukan disuatu tempat tertentu diharapkan transaksi bisnis yang terjadi dapat menciptakan harga yang wajar berdasarkan permintaan dan penawaran. Hal ini sesuai dengan tujuan dibentuknya bursa efek yaitu menyelenggarakan perdagangan efek yang tertib dan wajar.

Di Indonesia, anggota bursa efek tersebut sekaligus merupakan pemegang saham bursa efek karena di Indonesia Bursa efek didirikan dalam bentuk perseroan terbatas; namun perusahaan efek yang berhak menjadi anggota bursa efek adalah perusahaan efek yang telah memiliki izin usaha sebagai Perantara Pedagang Efek yang dikeluarkan oleh Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal). Keanggotaan pada bursa efek ini sangat penting, karena tanpa keanggotaan mereka tidak melakukan perdagangan efek di lantai Bursa.

Berdasarkan Keputusan Presiden No. 53 tahun 1990 yang membolehkan pasar modal dilaksanakan oleh pihak swasta, maka pada bulan Desember 1991 resmi menjadi PT. Bursa Efek Jakarta lewat keputusan Presiden No.1958/KMK.013/1991.

Swatanisasi BEJ ini dimaksudkan untuk meningkatkan efisiensi pasar modal, baik secara teknis operasional maupun penyelenggaraan manajemennya.

4.2 Gambaran Umum Perusahaan Sampel (yang masuk dalam lingkup LQ 45)

PT Bursa Efek Jakarta pada tanggal 24 Februari 1997 dalam siaran persnya memperkenalkan indeks baru kepada para investor pasar modal, yaitu Indeks LQ45.

Indeks ini diciptakan agar dapat digunakan sebagai parameter untuk memantau kecenderungan pasar dan perkembangan tingkat harga saham yang diperdagangkan.

Indeks dalam notasi statistik dibuat untuk membandingkan perkembangan produksi, harga, jumlah penjualan, termasuk tingkat keuntungan. Demikian pula dengan indeks saham di BEJ.

Berkaitan dengan hal itu, maka data yang akurat mutlak diperlukan untuk menentukan suatu indeks, sehingga indeks LQ 45 (yang hanya mengacu pada 45 perusahaan) tidak bisa lagi disebut indeks yang sederhana.

Indeks Lq45 mencakup 45 saham dari perusahaan yang sudah *go publik* , tetapi memiliki nilai pasar dan likuiditas tinggi. Perusahaan yang masuk LQ45 diseleksi secara murni dan obyektif, sehingga hanya saham-saham aktif yang diperdagangkan di BEJ saja yang akan lolos seleksi. Tidak mungkin saham-saham tidur dapat memenuhi kriteria top 95% dari total rata-rata tahunan transaksi di pasar reguler. Dengan demikian, penerapan indeks LQ45 diharapkan mampu mendorong emiten yang sahamnya tidak termasuk saham unggulan(blue chips) mau berusaha meningkatkan kinerjanya sehingga sahamnya juga bisa masuk kelompok saham LQ45 (sebagai saham bluechips).

Untuk menjamin kewajaran pemilihan saham, BEJ memiliki komisi penasehat yang terdiri dari BAPEPAM, Universitas dan profesional pasar modal

yang independen. Dengan demikian, BEJ sebagai pelaksana bursa sekaligus sebagai pembuat indeks dituntut memiliki obyektifitas yang tinggi dalam menilai saham, sehingga memenuhi kriteria yang ditetapkan.

Populasi untuk penelitian ini adalah 45 saham yang masuk dalam kategori LQ45 Agustus 2000 , sedangkan untuk pengambilan sampel dilakukan dengan metode purposive sampling yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu(Cooper dan Emory, 1996; 245). Jumlah sampel yang diambil dalam penelitian ini sebanyak 42 perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian.

Menurut kriteria penelitian, perusahaan yang terpilih menjadi sampel adalah perusahaan yang **tidak mengadakan corporate action** (seperti mengumumkan stock split, deviden, merger, right issues) selama event period.

Perusahaan yang terpilih menjadi perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 4.1 di bawah ini

Tabel 4.1
Nama Perusahaan yang terpilih menjadi sampel Penelitian

No	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan
1	ANTM	Aneka tambang
2	AALI	Astra Agro Lestari
3	ASGR	Astra GRAPHIA
4	AUTO	Astra otopart
5	LPLI	Asuransi Lippo E Net
6	BRPT	Barito Pasific Timbre
7	BHIT	Bhakti Investama
8	BMTR	Bimantara Citra
9	BUDI	Budi Acid Jaya
10	CPIN	Charoen Pokhpand
11	CMNP	Citra Marga Nusaphala
12	DNKS	Dankos Laboratories
13	FASW	Fajar Surya Wisesa
14	GJTL	Gajah Tunggal
15	GGRM	Gudang Garam

16	HMSP	HM Sampoerna
17	INKP	Indah Kiat Pulp
18	INDF	Indofood Sukses
19	INDR	Indorama syntetic
20	ISAT	Indosat
21	JIHD	Jakarta Int
22	KLBF	kalbe farma
23	KOMI	Komatsu
24	LTLS	Lautan Luas
25	LPPS	Lippo Securities
26	MKDO	Makindo
27	MPPA	Matahari Putra Prima
28	MEDC	Medco Energi
29	MTDL	Metrodata electr
30	MLPL	Multipolar
31	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia
32	LSIP	PP London Sumatera
33	RALS	Ramayana Lestari
34	SMCB	Semen Cibinong
35	SMGR	Semen Gresik
36	TLKM	Telekomunikasi Ind
37	TSPC	Tempo Scan Pasific
38	TINS	Timah tbk
39	UNTR	United Tractor
40	BNII	Bank International IND
41	LPBN	Bank Lippo
42	PNBN	Bank PAN Indonesia

(sumber: JSX monthly Agustus)

Selanjutnya 42 perusahaan sampel tersebut diklasifikasikan berdasarkan jenis usahanya, kepemilikan saham, kenaikan laba/ penurunan laba perusahaan, market kapitalisasi dibawah atau diatas rata-rata sampel, serta volume perdagangan diatas atau dibawah rata-rata sampel.

Pada tabel 4.2 dibawah ini, menunjukkan klasifikasi perusahaan sampel berdasarkan jenis usahanya, dimana perusahaan *property dan real estate* memiliki prosentase yang paling kecil yaitu sekitar 2,3 %(1 perusahaan) dari 42 sampel yang diambil, sedangkan perusahaan yang bergerak dibidang *basic industry dan chemical, serta trade, services dan investment*, menempati prosentase yang paling besar yaitu masing – masing 20 % (8 perusahaan). Jenis usaha yang lain seperti *Agriculture* memiliki prosentase sebesar 4%(2 perusahaan), *mining dan infrastructure* masing-masing 7% (3 perusahaan), *Miscellaneous industry* 9.5% (4 perusahaan), *consumer goods* 14,2% (6 perusahaan), *Finance* 16%(7 perusahaan).

TABEL 4.2
KLASIFIKASI JUMLAH PERUSAHAAN BERDASARKAN JENIS USAHA

JENIS PERUSAHAAN	JUMLAH	%
AGRICULTURE	2	4
MINING	3	7
BASIC INDUSTRY AND CHEMICAL	8	20
MISCELLANEOUS INDUSTRY	4	9.5
CONSUMER GOODS	6	14.2
PROPERTY AND REAL ESTATE	1	2.3
INFRASTRUCTURE, UTILITIES, TRANSPORTATION	3	7
FINANCE	7	16
TRADE, SERVICES, INVESTMENT	8	20
TOTAL JUMLAH	42	100

(sumber: JSX monthly Agustus 2000)

Tabel 4.3 dibawah ini menunjukkan klasifikasi kepemilikan saham oleh investor asing terhadap saham-saham perusahaan yang terdaftar di BEJ. Pada tabel 4.3 ini menunjukkan ada 5 perusahaan sampel, yang jumlah sahamnya lebih dari 50% dipegang oleh investor asing. Sedangkan untuk 37 perusahaan sampel lainnya, investor asing hanya memiliki saham-saham kurang dari 50%.

Tabel 4.3
Klasifikasi Kepemilikan saham

Saham yang dimiliki oleh pihak Asing	JUMLAH perusahaan	%
Diatas 50 %	5	12
Dibawah 50%	37	88
TOTAL	42	100

(sumber: JSX monthly Agustus 2000)

Pada tahun 2000, pergerakan nilai tukar rupiah terhadap US\$ melemah, artinya banyak perusahaan yang bisa mengambil keuntungan dengan melemahnya nilai tukar rupiah sehingga perusahaan tersebut akan mendapat kenaikan laba, sedangkan adapula perusahaan yang justru mengalami kesulitan dengan makin melemahnya nilai tukar rupiah, sebab mungkin banyak memakai bahan baku impor, dan itu berarti perusahaan tersebut memerlukan jumlah US\$ yang cukup banyak, dengan demikian laba perusahaan akan semakin merosot karena fluktuasi nilai tukar yang tidak menentu.

Tabel 4.4 menunjukkan ada 30 perusahaan yang mengalami kenaikan laba, sedangkan 12 perusahaan sampel lainnya justru mengalami penurunan laba.

Tabel 4.4
Klasifikasi Perusahaan Berdasarkan Kenaikan atau Penurunan Laba

Jenis Perusahaan	Jumlah	%
Kenaikan Laba	30	71.4
Penurunan Laba	12	28.6
total	42	100

(sumber: JSX monthly Agustus 2000)

Klasifikasi Perusahaan dengan melihat market kapitalisasi perusahaan ditunjukkan oleh tabel 4.5 berikut ini, dimana terlihat ada 11 perusahaan yang memiliki market kapitalisasi diatas rata-rata sampel, sedangkan 31 perusahaan lainnya memiliki market kapitalisasi dibawah rata-rata sampel.

TABEL 4.5
KLASIFIKASI MARKET KAPITALISASI PERUSAHAAN DIATAS DAN DIBAWAH RATA-RATA SAMPEL

MARKET KAPITALISASI	JUMLAH	%
Market Kapitalisasi diatas rata-rata sampel	11	27
Market Kapitalisasi dibawah rata-rata sampel	31	73
JUMLAH	42	100

(sumber: JSX monthly Agustus 2000)

Klasifikasi perusahaan berdasarkan Volume perdagangan ditunjukkan dalam tabel 4.6 di bawah ini. Ada 11 perusahaan yang memiliki volume perdagangan diatas rata-rata sampel, sedangkan 31 perusahaan lainnya dibawah rata-rata sampel

TABEL 4.6
KLASIFIKASI VOLUME PERDAGANGAN PERUSAHAAN SAMPEL DIATAS MAUPUN DIBAWAH RATA-RATA SAMPEL

VOLUME PERDAGANGAN	Jumlah	%
VOLUME PERDAGANGAN diatas rata-rata sampel	11	27
VOLUME PERDAGANGAN dibawah rata-rata sampel	31	73
JUMLAH	42	100

(sumber: JSX monthly Agustus 2000)

4.2.1 Klasifikasi silang Perusahaan sampel

Dari profil perusahaan sampel, dilakukan klasifikasi silang antara tabel 4.2, tabel 4.3, tabel 4.4, tabel 4.5, tabel 4.6.

Tabel 4.7 dibawah ini merupakan klasifikasi silang perusahaan sampel berdasarkan jenis perusahaan, kepemilikan saham oleh investor asing, yang berkaitan dengan market kapitalisasi perusahaan sampel.

Dari 5 perusahaan sampel yang 50% lebih sahamnya dimiliki oleh investor asing, terdapat 2 perusahaan yang memiliki market kapitalisasi diatas rata-rata (1 perusahaan yang bergerak sektor *mining* dan 1 perusahaan lagi di sektor *consumer goods*). 3 perusahaan sampel lainnya, dimana market kapitalisasinya dibawah rata-rata sampel terbagi atas 1 perusahaan di sektor *finance* dan 2 perusahaan lagi di sektor *trade, services and investment*.

Untuk 37 perusahaan sampel (dimana penguasaan saham oleh investor asing kurang dari 50%), masing-masing terbagi untuk 10 perusahaan yang market kapitalisasinya diatas rata-rata sampel, sedangkan 27 perusahaan memiliki market kapitalisasi dibawah rata-rata sampel.

10 perusahaan yang market kapitalisasinya diatas rata-rata sampel terbagi atas: 2 perusahaan di sektor *basic industry and chemical*, 1 perusahaan di sektor *miscellenous industry*, 3 di sektor *consumer goods*, 2 di sektor *infrastructure utilities and transportation*, 1 di sektor *finance* dan 1 disektor *trade, services ,and investment*.

27 perusahaan yang market kapitalisasinya dibawah rata-rata sampel, terbagi atas: 2 perusahaan di sektor *agriculture*, 1 perusahaan di sektor *mining*, 6 perusahaan di *basic industry and chemical*, 3 perusahaan di sektor *miscellaneous industry*, 3 perusahaan di sektor *consumer goods*, 1 perusahaan di sektor *property and real estate*, 1 perusahaan di sektor *infrastructure, utilities and transportation*, 4 perusahaan di sektor *finance*, dan yang terakhir 6 perusahaan di sektor *trade, services and investment*

Tabel 4.7.

Klasifikasi silang jenis perusahaan, kepemilikan saham oleh investor asing, dan market kapitalisasi diatas atau dibawah rata-rata

Jenis perusahaan	Kepemilikan saham oleh asing diatas 50%				Kepemilikan saham oleh asing dibawah 50%			
	Market Kapitalisasi diatas rata-rata		Market kapitalisasi dibawah rata-rata		Market Kapitalisasi diatas rata-rata		Market kapitalisasi dibawah rata-rata	
	Jml	%	Jml	%	Jml	%	Jml	%
AGRICULTURE	0	0	0	0	0	0	2	7
MINING	1	50	0	0	0	0	1	3
BASIC INDUSTRY AND CHEMICAL	0	0	0	0	2	20	6	22
MISCELLANEOUS INDUSTRY	0	0	0	0	1	10	3	11
CONSUMER GOODS	1	50	0	0	3	30	3	11
PROPERTY AND REAL ESTATE	0	0	0	0	0	0	1	3
INFRASTRUCTURE, UTILITIES, TRANSPORTATION	0	0	0	0	2	20	1	3
FINANCE	0	0	1	33,3	1	10	4	15
TRADE, SERVICES,	0	0	2	64,	1	10	6	22

INVESTMENT				7				
TOTAL	2	100	3	100	10	100	27	100

(sumber: JSX monthly Agustus 2000)

Tabel 4.8 dibawah ini merupakan klasifikasi silang perusahaan sampel berdasarkan jenis perusahaan, kepemilikan saham oleh investor asing, yang berkaitan dengan volume perdagangan perusahaan sampel.

Dari 5 perusahaan sampel yang 50% lebih sahamnya dimiliki oleh investor asing, terdapat 1 perusahaan yang memiliki volume perdagangan diatas rata-rata yaitu perusahaan yang bergerak di sektor *trade, services and investment*, sedangkan 4 perusahaan sampel lainnya, dimana market kapitalisasinya dibawah rata-rata sampel, terbagi atas 1 perusahaan di sektor *mining*, 1 perusahaan di sektor *consumer goods*, 1 perusahaan di sektor *finance* dan 1 perusahaan lagi di sektor *trade, services and investment*.

Untuk 37 perusahaan sampel (dimana penguasaan saham oleh investor asing kurang dari 50%), masing-masing terbagi untuk 10 perusahaan yang volume perdagangannya diatas rata-rata sampel, sedangkan 27 perusahaan memiliki volume perdagangan dibawah rata-rata sampel.

10 perusahaan yang volume perdagangannya diatas rata-rata sampel terbagi atas: 1 perusahaan di sektor *agriculture*, 1 perusahaan di sektor *mining*, 1 perusahaan di sektor *basic industry and chemical*, 1 perusahaan di sektor *miscellenous industry*, 2 di sektor *consumer goods*, 1 di sektor *infrastructure utilities and transportation*, 3 di sektor *finance*.

27 perusahaan yang volume perdagangannya dibawah rata-rata sampel, terbagi atas: 1 perusahaan di sektor *agriculture*, 1 perusahaan di sektor *mining*, 7 perusahaan di *basic industry and chemical*, 3 perusahaan di sektor *miscellaneous industry*, 3 perusahaan di sektor *consumer goods*, 1 perusahaan di sektor *property and real estate*, 2 perusahaan di sektor *infrastructure, utilities and transportation*, 3 perusahaan di sektor *finance*, dan yang terakhir 6 perusahaan di sektor *trade, services and investment*.

Tabel 4.8
Klasifikasi Silang Jenis Perusahaan, Kepemilikan saham oleh investor asing, Volume perdagangan

Jenis perusahaan	Kepemilikan saham oleh asing diatas 50%				Kepemilikan saham oleh asing dibawah 50%			
	Volume perdagangan diatas rata-rata		Volume perdagangan dibawah rata-rata		Volume perdagangan diatas rata-rata		Volume perdagangan dibawah rata-rata	
	Jml	%	Jml	%	Jml	%	Jml	%
AGRICULTURE	0	0	0	0	1	10	1	4
MINING	0	0	1	25	1	10	1	4
BASIC INDUSTRY AND CHEMICAL	0	0	0	0	1	10	7	26
MISCELLANEOUS INDUSTRY	0	0	0	0	1	10	3	11
CONSUMER GOODS	0	0	1	25	2	20	3	11
PROPERTY AND REAL ESTATE	0	0	0	0	0	0	1	4
INFRASTRUCTURE, UTILITIES, TRANSPORTATION	0	0	0	0	1	10	2	7
FINANCE	0	0	1	25	3	30	3	11

TRADE, SERVICES, INVESTMENT	1	100	1	25	0	0	6	22
TOTAL	1	100	4	100	10	100	27	100

(sumber: JSX monthly Agustus 2000)

BAB V

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

5. Hasil Penelitian

Dalam penelitian ini, fokus pembahasan akan diarahkan kepada ada tidaknya return tidak normal (abnormal return) dan peningkatan volume perdagangan, disekitar tanggal pengumuman Kabinet oleh Presiden Abdurrahman Wachid.

Sesuai dengan perumusan masalah dan hipotesa yang telah tertera pada bab sebelumnya, maka pada bab ini akan ditampilkan hasil penelitian serta analisa hasil penelitian tersebut.

5.1 Pengujian Normalitas Data

Untuk pasar modal yang sedang berkembang, data return diduga mempunyai distribusi yang tidak normal. Jika distribusi data return itu tidak normal, maka ini akan melanggar asumsi dasar dari alat statistik yang digunakan. Oleh karena itu, distribusi return perlu diuji normalitasnya

Pengujian normalitas data return dengan membandingkan nilai Z hitung dengan nilai Z tabel. Bila nilai Z hitung lebih besar dari nilai Z tabel, maka sample itu berdistribusi tidak normal. Sebaliknya bila nilai Z hitung lebih kecil dari nilai Z tabel, maka sample tersebut berdistribusi normal. Pada pengujian distribusi normal ini, digunakan nilai Z tabel ± 2.33 ($\alpha = 0.01$). Alasan pengambilan nilai $\alpha =$

0.01 karena hasil uji pada taraf 1% dikatakan sebagai hasil uji sangat berarti atau sangat signifikan

Hasil pengujian normalitas data dapat dilihat pada tabel 5.1 berikut ini:

**TABEL 5.1
HASIL UJI DISTRIBUSI SAMPEL**

Sampel berdistribusi Normal					
	skewness	Z hitung	□□□	Z tabel	
KOMI	0.41	1.68	0.01	2.33	NORMAL
LPPS	0.07	0.27	0.01	2.33	NORMAL
BUDI	0.53	2.14	0.01	2.33	NORMAL
PNBN	0.07	0.28	0.01	2.33	NORMAL
HMSP	0.14	0.56	0.01	2.33	NORMAL
GGRM	-0.42	-1.70	0.01	2.33	NORMAL
LTLS	0.37	1.51	0.01	2.33	NORMAL
CMNP	-0.55	-2.26	0.01	2.33	NORMAL
UNTR	0.22	0.92	0.01	2.33	NORMAL
LPLI	0.20	0.82	0.01	2.33	NORMAL
BMTR	-0.08	-0.34	0.01	2.33	NORMAL
CPIN	-0.32	-1.30	0.01	2.33	NORMAL
FASW	0.23	0.94	0.01	2.33	NORMAL
MEDC	-0.53	-2.17	0.01	2.33	NORMAL
LSIP	0.48	1.98	0.01	2.33	NORMAL
RAIS	0.46	1.87	0.01	2.33	NORMAL
LPBN	-0.41	-1.69	0.01	2.33	NORMAL
Sampel berdistribusi Tdk Normal					
	skewness	Z hitung	□□□	Z tabel	
AALI	6.83	2.6	0.01	2.33	Tdk Norm
TKIM	8.41	3.1	0.01	2.33	Tdk Norm
BNI	6.49	2.4	0.01	2.33	Tdk Norm
BRPT	9.15	-2.9	0.01	2.33	Tdk Norm
INDF	8.96	4.7	0.01	2.33	Tdk Norm
INDR	3.04	-4.2	0.01	2.33	Tdk Norm
ISAT	6.96	-2.9	0.01	2.33	Tdk Norm
JHD	0.32	4.5	0.01	2.33	Tdk Norm
KLBF	8.13	-2.4	0.01	2.33	Tdk Norm
MKDO	7.43	-5.1	0.01	2.33	Tdk Norm
MPPA	9.33	4.6	0.01	2.33	Tdk Norm
TSPC	5.22	2.7	0.01	2.33	Tdk Norm

TINS	7.88	2.5	0.01	2.33	Tdk Norm
SMCB	0.69	3.3	0.01	2.33	Tdk Norm
TLKM	6.52	5.6	0.01	2.33	Tdk Norm
DNKS	6.57	5.9	0.01	2.33	Tdk Norm
INKP	2.88	6.1	0.01	2.33	Tdk Norm
ASGR	1.59	6.48	0.01	2.33	Tdk Norm
ANTM	4.50	18.37	0.01	2.33	Tdk Norm
AUTO	1.79	7.29	0.01	2.33	Tdk Norm
BHIT	2.20	8.97	0.01	2.33	Tdk Norm
GJTL	-2.14	-8.73	0.01	2.33	Tdk Norm
MTDL	5.27	21.53	0.01	2.33	Tdk Norm
MLPL	1.68	6.86	0.01	2.33	Tdk Norm
SMGR	-7.95	-32.45	0.01	2.33	Tdk Norm

(Data diolah)

Dari hasil pengujian normalitas data return 42 sampel perusahaan, terdapat hasil sebagai berikut :

Ada 17 perusahaan yang memiliki data return yang BERDISTRIBUSI NORMAL, karena nilai Z hitungnya lebih kecil dari nilai Z tabel, sedangkan 25 sampel perusahaan lainnya ternyata tidak berdistribusi normal karena nilai z hitung yang lebih besar dari nilai Z tabel.

5.2 Pengujian Hipotesa Pertama

Untuk melakukan pengujian hipotesa pertama ini, diambil 17 data perusahaan sampel yang berdistribusi normal.

Dalam penelitian *event study* ini diambil 100 hari periode estimasi dan 11 hari periode event (5 hari sebelum penumuman dan 5 hari setelah pengumuman). Pengujian tingkat signifikansi AAR dan CAAR ini menggunakan uji t dengan

pengujian 2 sisi. Bila t hitung lebih besar atau sama dengan t kritis, maka H_0 ditolak, sedangkan bila t hitung berada diantara t kritis, maka H_0 berada didaerah penerimaan. Untuk sistematika pengolahan data mulai dari return sampai menjadi abnormal return, serta penentuan kesalahan standar estimasi (*Standard Error*), dapat dilihat pada lembar lampiran.

Pada tabel 5.2 berikut ini ditampilkan hasil signifikansi AAR dan CAAR selama periode event.

Tabel 5.2
SIGNIFIKANSI AAR DAN CAAR

Hari ke	AAR	CAAR	SARNn
-5	0.0086	0.0086	4.19*
-4	0.0010	0.0096	-0.04
-3	0.0017	0.0113	1.35***
-2	0.0051	0.0164	2.26*
-1	0.0086	0.0251	5.50*
0	-0.0076	0.0175	-3.55*
1	0.0061	0.0236	3.71*
2	-0.0001	0.0235	-1.66***
3	-0.0055	0.0180	4.12*
4	0.0005	0.0185	2.23*
5	0.0090	0.0275	3.52*

* Signifikansi pada $\alpha=5\%$ (pengujian 2 sisi)
*** signifikansi pada $\alpha= 20\%$ (pengujian 2 sisi)

(data diolah)

Hasil di tabel 5.2 merupakan hasil t test yang didasarkan pada hipotesis nol yang menyatakan rata-rata return tidak normal adalah sama dengan nol. Dari tabel 5.2, rata-rata return yang secara statistik tidak signifikan terjadi pada hari - 4 (untuk AAR) dimana nilai AARnya adalah 0.0010 dengan t hitung sebesar -0.04.

Rata-rata return yang secara statistik signifikan tidak sama dengan nol terjadi pada hari -5,-3,-2,-1,0, +1,+2, +3, +4, +5. Masing-masing nilai t hitung signifikansi ini lebih besar dari $\alpha=5\%$ maupun $\alpha=20\%$. Hari ke -5 dengan nilai t hitung sebesar 4.19, ini merupakan nilai yang signifikan pada $\alpha=5\%$ atau lebih ($t_{tabel}=2.210$). Dengan $\alpha=5\%$ berarti kemungkinan nilai AAR hari -5 sebesar 0.0086 tidak sama dengan nol (secara statistik) adalah 95%. Hari -2,-1,0,1,2,4,5 juga memiliki nilai t hitung yang signifikan dengan $\alpha=5\%$ atau lebih artinya peluang untuk menerima H_a (H_a = rata-rata abnormal return tidak sama dengan nol) adalah sebesar 95%. Untuk hari -3 dan +2, dengan nilai t hitung sebesar 1.35 dan - 1.66, tingkat signifikansi yang dipakai adalah $\alpha=20\%$. Ini berarti bahwa peluang menerima H_a adalah sebesar 80%.

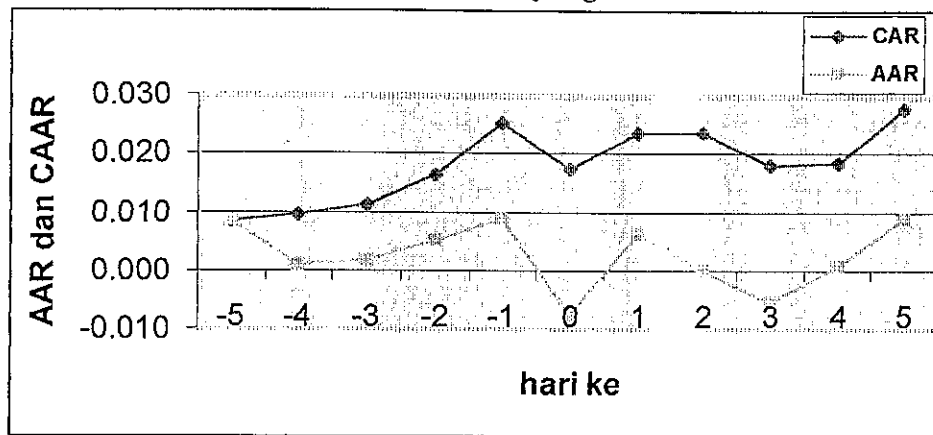
5.2.1 Analisa Hasil Pengujian hipotesa pertama

Signifikansi rata-rata return tidak normal sekitar tanggal pengumuman, yaitu pada hari -5,-3,-2,-1,+1,+2,+3,+4,+5, menunjukkan bahwa pengumuman tersebut mengandung informasi. Disebut mengandung informasi karena pengumuman tersebut menyebabkan terjadinya reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya return tidak normal yang terjadi. Return tidak normal yang terjadi, untuk kasus ini sifatnya adalah lama dan berkepanjangan (yaitu sampai hari +5). Terjadinya return tidak normal yang berkepanjangan menunjukkan bahwa pasar tersebut tidak efisien secara informasi (Jogiyanto;357).

Marwan dan Faizal (1998), dalam penelitiannya tentang reaksi pasar modal terhadap peristiwa politik 27 Juli, menemukan hanya ada 2 hari, yaitu hari ke 0 dan +3 yang memiliki nilai yang signifikan, ini berarti sedikit berbeda dengan hasil penelitian yang sekarang. Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Marwan dan Faizal, mereka tidak melihat adanya perubahan abnormal return sebelum terjadinya suatu peristiwa politik, dan juga setelah peristiwa politik terjadi, mereka hanya melihat reaksi abnormal return di hari +3, sedangkan dalam penelitian yang sekarang ini, terjadi abnormal return sebelum pengumuman kabinet dan setelah pengumuman pun masih terjadi.

Dari gambar 1 yang menunjukkan hubungan hari penelitian dan AAR, CAAR berikut ini, dapat dilihat bahwa secara abnormal return secara kumulatif tersebut terus mengalami kenaikan mulai dari hari -5 sampai +5. Kalau secara kumulatif, abnormal return itu terus naik, berarti peristiwa pengumuman menteri kabinet itu berdampak positif terhadap saham-saham yang sedang diteliti. Kenaikan yang ditunjukkan sebelum adanya pengumuman (mulai hari ke -5) menunjukkan bahwa pasar sudah mengantisipasi pengumuman kabinet tersebut sebelumnya.

Gambar 4:
**Rata-rata abnormal return dan kumulatif abnormal return sekitar
 pengumuman kabinet yang baru.**



5.3 Pengujian Hipotesa ke dua

Pada sub bab V.2 telah diteliti 17 sampel perusahaan yang berdistribusi normal, maka pada sub bab ini akan diteliti 17 sampel perusahaan yang tidak berdistribusi normal. Jumlah 17 sampel ini diambil secara acak dari 25 sampel yang tidak berdistribusi normal (nilai Z test > nilai Z tabel).

Tabel 5.3 dibawah ini menunjukkan 17 perusahaan berdistribusi tidak normal yang diambil secara acak untuk diteliti lebih lanjut.

Tabel 5.3
17 Perusahaan yang berdistribusi tidak normal

AALI	6.83	2.6	0.01	2.33	Tdk Norm
TKIM	8.41	3.1	0.01	2.33	Tdk Norm
BNII	6.49	2.4	0.01	2.33	Tdk Norm
BRPT	9.15	-2.9	0.01	2.33	Tdk Norm
INDF	8.96	4.7	0.01	2.33	Tdk Norm
INDR	3.04	-4.2	0.01	2.33	Tdk Norm
ISAT	6.96	-2.9	0.01	2.33	Tdk Norm

JIHD	0.32	4.5	0.01	2.33	Tdk Norm
KLBF	8.13	-2.4	0.01	2.33	Tdk Norm
MKDO	7.43	-5.1	0.01	2.33	Tdk Norm
MPPA	9.33	4.6	0.01	2.33	Tdk Norm
TSPC	5.22	2.7	0.01	2.33	Tdk Norm
TINS	7.88	2.5	0.01	2.33	Tdk Norm
SMCB	0.69	3.3	0.01	2.33	Tdk Norm
TLKM	6.52	5.6	0.01	2.33	Tdk Norm
DNKS	6.57	5.9	0.01	2.33	Tdk Norm
INKP	2.88	6.1	0.01	2.33	Tdk Norm

(data telah diolah)

Untuk menentukan AR, AAR dan CAAR, digunakan metode yang sama dengan yang dipakai pada sub bab V.2. Setelah melalui berbagai proses penghitungan yang bisa dilihat pada lembar lampiran, maka hasil penelitian itu dapat dilihat pada tabel 5.4 berikut ini.

Tabel 5.4
Signifikansi AAR dan CAAR

Hari ke	AAR	t hitung	CAAR	t hitung
-5	-0.0096	-2.71	0.0024	0.25
-4	0.0008	2.61	0.0032	1.04
-3	0.0017	1.94	0.0049	1.63
-2	-0.0042	-1.22	0.0007	1.26
-1	-0.0050	-2.89	-0.0044	0.39
0	-0.0217	-7.09	-0.0261	-1.75
1	0.0141	4.06	-0.0120	-0.53
2	-0.0059	-2.82	-0.0179	-1.38
3	-0.0089	4.12	-0.0267	-2.28
4	-0.0067	-6.03	-0.0334	-4.10
5	0.0131	2.39	-0.0203	-3.37

(Data diolah)

Untuk hipotesa kedua ini, penelitian lebih di fokuskan pada ada tidaknya beda yang signifikan antara CAAR dari data yang berdistribusi normal dan CAAR dari data yang berdistribusi tidak normal.

Hasil uji beda yang dilakukan dengan membandingkan CAAR berdistribusi normal dan CAAR berdistribusi tidak normal, dapat dilihat pada tabel 5.5 berikut ini:

Tabel 5.5

Uji beda CAAR berdistribusi normal dan tidak normal

<i>CAAR</i>	<i>Norm Dist Samp</i>	<i>Unnormal Dist Samp</i>
Mean	-0.003808362	-0.011778465
Variance	8.65793E-05	0.000191553
Observations	11	11
Pearson Correlation	0.968924154	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	10	
t Stat	4.945075103	
P(T<=t) one-tail	0.000291385	
t Critical one-tail	1.812461505	
P(T<=t) two-tail	0.00058277	
t Critical two-tail	2.228139238	

(Data telah diolah)

Dengan jumlah sampel yang sama besar yaitu masing-masing 17 perusahaan, hasil penelitian yang tertera pada tabel 5.5 menyatakan bahwa nilai t hitung 4.94 lebih besar dari nilai t kritis 1.81 untuk uji 1 sisi. Sesuai dengan H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada beda yang signifikan antara CAAR yang berdistribusi normal dan CAAR yang tidak berdistribusi normal, maka berdasarkan hasil t hitung yang lebih besar dari t kritis, ini berarti bahwa penelitian ini tidak bisa menerima H_0 . Kesimpulannya ada beda yang cukup signifikan antara data CAAR yang berdistribusi normal dan data CAAR yang tidak berdistribusi normal.

5.3.1 Analisa hasil pengujian hipotesa kedua

Adanya perbedaan antara CAAR berdistribusi normal dengan CAAR berdistribusi tidak normal disebabkan karena distribusi CAAR yang tidak normal itu

memiliki kecenderungan untuk condong ke kanan atau ke kiri, ini berbeda dengan kurva distribusi normal yang cenderung seimbang. Bila CAAR itu cenderung ke kanan atau ke kiri, berarti terjadinya abnormal return dari perusahaan berdistribusi tidak normal mungkin dipengaruhi oleh faktor-faktor yang lain misalnya return pasar, beta pasar atau mungkin standar estimasi.

5.4 Pengujian Hipotesa ketiga

Sub bab ini merupakan pembahasan hasil uji beda abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman kabinet (5 hari sebelum pengumuman dan 5 hari sesudah pengumuman).

Dari tabel 5.6 dibawah ini, rata-rata AAR sebelum pengumuman sebesar 0.00502 dan rata-rata-AAR sesudah pengumuman sebesar 0.001999, dengan varians sebelum pengumuman sebesar 0,0000132 dan varians sesudah pengumuman sebesar 0,000032. Adanya nilai varians ini mengindikasikan seberapa lebarnya penyebaran yang terjadi disekitar nilai rata-rata sebelum dan sesudah pengumuman.

Berdasarkan nilai t statistik sebesar 2,28 dimana nilai t stat ini lebih besar dari t kritis dengan nilai 2,13 (pengujian 1 sisi), maka dapat dikatakan bahwa uji beda secara statistik menolak H_0 . Dengan demikian, penelitian ini menerima H_a karena nilai t hitung nya lebih besar dari nilai t kritis, atau dengan kata lain penelitian pada sub bab ini menerangkan bahwa ada beda yang signifikan antara abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman Kabinet.

5.4.1 Analisa Hasil Pengujian Hipotesa Ketiga

Melihat hasil uji beda diatas, dimana hasil penelitian itu menyatakan ada beda yang signifikan antara abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman berarti pasar sudah mengantisipasi peristiwa pengumuman kabinet. Pasar sudah bersiap, seperti terlihat pada Gb.1 yang menunjukkan AAR dan CAAR disekitar tanggal pengumuman. Pada Gb 1 tersebut, terlihat kecenderungan garis AAR, semula memang sedikit menurun, lalu naik lagi. Tetapi secara kumulatif, terlihat garis CAAR itu cenderung naik, artinya abnormal return secara portofolio itu terus meningkat, dan itu berarti ada return yang bisa didapat oleh pemegang saham, baik saham secara individual maupun secara saham portofolio. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak kuatir dengan adanya pengumuman kabinet yang baru. Bahkan kalau semula pasar menguatirkan terpilihnya menteri-menteri yang kurang berkompeten dibidang ekonomi dan tidak dikenal oleh pasar, (hal ini memang sempat terjadi dimana grafik AAR hari ke -1,0, sempat mengalami penurunan, tetapi kemudian naik lagi), maka hal kekuatiran itu tidak berlangsung lama, sebab pasar sudah mengantisipasi kemungkinan-kemungkinan yang akan terjadi.

Tabel 5.6
Hasil Uji Beda Abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman kabinet

	Sebelum	sesudah
Mean	0.00502	0.001999
Variance	1.32E-05	3.2E-05
Observations	5	5
Pearson Correlation	0.887796	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	4	
t Stat	2.287827	
P(T<=t) one-tail	0.042029	
t Critical one-tail	2.131846	
P(T<=t) two-tail	0.084058	
t Critical two-tail	2.776451	

(data telah diolah)

5.5 Pengujian Hipotesa keempat

Pengujian hipotesis keempat ini hendak menguji adanya perbedaan rata-rata aktivitas perdagangan (av TVA) pada periode sebelum dan sesudah pengumuman kabinet. Penghitungan TVA dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang di perdagangan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar perusahaan tersebut dalam kurun waktu yang sama.

Dari hasil penghitungan TVA tersebut, kemudian dilakukan uji beda dua rata-rata TVA. Uji beda tersebut akan menunjukkan apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman kabinet. Hasil uji tersebut ditampilkan pada tabel 5.7.

Hasil uji beda antara TVA sebelum dan sesudah pengumuman kabinet, memberikan hasil nilai t hitung < dari nilai t tabel. Nilai t hitung -2.58 ternyata berada di daerah antara $-2,77$ dan $2,77$ (pengujian 2 sisi).

Tabel 5.7
Hasil Uji rata-rata TVA sebelum dan sesudah pengumuman

AV TVA	Sebelum	sesudah
Mean	0.1247	0.3373
Variance	0.0721	0.0137
Observations	5	5
Pearson Correlation	0.8256	
Hypothesized Mean Difference	0.0000	
df	4	
t Stat	-2.5837	
P(T<=t) one-tail	0.0305	
t Critical one-tail	2.1318	
P(T<=t) two-tail	0.0611	
t Critical two-tail	2.7765	

(Data telah diolah)

Jadi karena nilai t hitung itu masuk dalam daerah penerimaan H_0 , maka kesimpulan yang bisa diambil adalah tidak ada beda yang signifikan antara TVA sebelum pengumuman dan TVA sesudah pengumuman Kabinet.

5.5.1 Analisa Hasil Pengujian Hipotesa keempat

Pengumuman Kabinet itu tidak terlalu mempengaruhi pergerakan saham di pasar bursa, hal ini mungkin terjadi karena investor sudah mengantisipasi kemungkinan-kemungkinan yang mungkin terjadi termasuk adanya pengumuman kabinet tersebut. Kemungkinan lain adalah BEJ merupakan pasar dengan efisiensi bentuk lemah, karena elemen pasar tidak menanggapi atau kurang mampu menangkap secara cepat informasi yang masuk, sehingga gerakan perdagangan masih berkisar pada keadaan dimana tidak ada informasi yang masuk.

BAB VI

KESIMPULAN , IMPLIKASI STRATEGIS DAN SARAN

1. KESIMPULAN

Dari keseluruhan hasil penelitian, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan antara lain :

- a. Pasar saham di Indonesia tidak efisien secara informasi, karena terjadi abnormal return yang berkepanjangan setelah terjadinya pengumuman kabinet.
- b. Dengan menggunakan data berdistribusi normal, rata-rata abnormal return, secara pengujian statistik dinyatakan berbeda dengan nol. Ini berarti pengumuman kabinet itu memberikan kontribusi untuk terjadinya abnormal return disekitar hari pengumuman
- c. Penelitian menggunakan data berdistribusi normal memberikan hasil penelitian yang secara signifikan berbeda dengan hasil penelitian yang diambil dari data berdistribusi tidak normal.
- d. Reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman kabinet berbeda. Hal ini terlihat adanya beda abnormal return yang cukup signifikan antara periode sebelum pengumuman dan periode sesudah pengumuman. Pasar sudah mengantisipasi akan kemungkinan yang bakal terjadi.
- e. Tidak ada aktivitas perdagangan yang menonjol dan berbeda, baik sebelum pengumuman kabinet maupun sesudah pengumuman kabinet, artinya Pasar tidak terpengaruh untuk melakukan transaksi jual beli saham. Jadi sekalipun kabinet yang baru diumumkan, volume perdagangan cenderung tidak ada

perubahan yang signifikan dengan volume perdagangan sebelum pengumuman.

2. Implikasi Strategis

Dengan melihat dari penelitian ini tentang kemungkinan hasil abnormal return yang akan didapat saat ada peristiwa politik tertentu, maka investor dapat memperkirakan langkah apa yang harus diambil sekiranya ada peristiwa politik serupa di Indonesia.

Investor juga dapat melihat kemungkinan pergerakan perdagangan saham di tengah-tengah situasi politik yang tidak menentu, sehingga investor bias menentukan kapan dia harus melakukan perdagangan ataupun harus menghentikan perdagangan.

3. SARAN-SARAN

1. Dalam penelitian – penelitian lebih lanjut, sebaiknya dilakukan uji normalitas distribusi return saham, karena hasil penelitian yang akan didapat dapat lebih mendekati signifikan yang dimaksud.
2. Untuk penelitian lebih lanjut, sebaiknya digunakan jumlah data yang lebih besar dari jumlah data yang digunakan sekarang, sehingga bila ada uji normalitas data kemungkinan sampel yang diambil bisa bertambah banyak.

DAFTAR PUSTAKA

- Asri, Marwan (1996), "US Multinasional's Stock Price Reaction to Host Country's Governmental Change: The Case of Prime Minister Takeshita Resignation", *KELOLA Gajahmada University Business Review*, vol 5 no 11, MM UGM, Yogyakarta, h 126-137
- Ball,RJ, dan P. Brown," An Empirical Evaluation OF Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research* 6 (autumn 1968), hal 67-120
- Beaver, WH (1989), *Financial Reporting: an Accounting Revolution*, Englewood cliffs: Nj Prentice Hall, Second edition,
- Brown, SJ dan JB Warner,(1985), " Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, hal 3-31
- Charest, G, " Devidend Information, Stock Returns, and Market Effeciency II," *Journal Of Financial Economics* 6 (June/ September 1978), hal 297-330.
- Cutler,David M., James M. Poeterba, dan Lawrence H Summers, (1989)," what moves stocks prices", *journal of Portofolio management* 15, 4- 12.
- Dyckman,TR dan D Morse,(1986), *Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis*", Anglewood: NJ: Prentice Hall Contemporary Topics in Accounting Serries, Second edition
- E.A Koetin (1994), *Suatu Pedoman Investasi Dalam Efek di Indonesia*, Penerbit Mahkota, Jakarta
- Ederington, Louis H, Jae Ha Lee, (1993)," How Markets Process Information: News Releases and Volatility", *Journal of Finance* 48, h 1161 – 1191.

Fama, Eugene F (1991), "Efficient Capital Market: II," *Journal of finance*, Desember, Vol XLVI no 5, h, 1-21

_____, Lawrence Fischer, Michael Jensen, dan Richard MoLL (1969), "The Adjustment of Stock Prices to new Information," *International Economic Review*, Februari, vol 10 no 1. h 1 – 21.

_____, (1970) "Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance* 25, h 383-417

French, Kenneth, dan Richard Roll, (1986), "Stock return variances: the arrival of new information and the reaction of traders," *Journal of Financial Economics* 17, 5 –26

French, Kenneth R, Richard Leftwich, dan William Uhrig, (1989), "The Effect of Scheduled Announcements on Futures Markets," *Tidak dipublikasikan*, Universitas of Chicago.

Hanafi, Mamduh, dan Husnan, S (1991), *Prilaku Harga Saham DI Pasar Perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1990*, manajemen dan Usahawan Indonesia, November.

Harijono (1999), *Event Study*, Penerbit Fakultas Ekonomi UKSW

Harvey, Campbell R, dan Roger D Huang, (1991), "Volatility in The Foreign Currency Futures market," *Review Of Financial Studies* 4, h 543 –569

Houlthousen, R dan R. Verrechia (1990), "The Effect of Informedness and consensus on Prices and Trading Volume Behavior", *Accounting Review*, no 65, h191-208

Jogiyanto, HM, (1998), *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, BPFE, edisi pertama.

- Kalra, Rajiv, Gleen V Henderson Jr, dan Gary A Raines (1993), "Effect of The Chernobyl Nuclear Accident on Utility Share Prices," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Spring, Vol 32 no 2, h 52-57
- Kim, O dan R.E. Verrechia (1991a), "Trading Volume and Price Reaction to Public Announcement", *Journal Accounting*, no 29, h 302-321
- (1991b), "Market Reaction to Anticipated Announcement", *Journal of Financial Economics*, no 30, h 273-309
- Kritzman, Mark P. (1994), "What Practitioners Need To Know About Event Studies," *Financial Analyst Journal*, November – Desember, h.17-20.
- Lena, T C Y, (1999), "Pengaruh Informasi Arus Kas Terhadap Volume Perdagangan Saham Di Pasar Modal", *Jurnal Akutansi*, Simposium Nasional Akutansi II.
- Mansur, Iqbal, Stephen J. Cochran dan Gregory L Froiro (1989), "The Relationship between the Return Levels of Airline Companies and Unanticipated Events: the Case of the 1979 DC 10 Grounding," *Logistics and Transportation Review*, Desember 1989, h 355-365
- Mark L, Mitchell dan J Harold Mulherin, (1994), "The Impact Of Public Information On The Stock Market," *The Journal Of Finance*, vol XLIX, no 3, h 923- 950
- Marston, Felicia (1996), "Differences in Information and Common Stock Return: Estimation Risk or Unequal Distribution of Information ?", *The Financial Review*, November, h 831-857.
- Namusisi, Fatumah N (1996), "Analysist of Stock Price Response to Share Listing on Jakarta Stock Exchange: An Efficient Capital Market Test," *Thesis tidak dipublikasikan*, Universitas Gajahmada, Jogjakarta.
- Niederhoffer, Victor, (1971), "The Analysist of world events and stock prices," *Journal of Business* 44, 193- 219

Peterson, Pamela (1989), "Events Studies: A Review of Issues and Methodology," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Summer, vol 28 no 3, h 36-66

Robert Schweitzer,(1989), "How Do Stock Return React to Special Events", *Federal Reserve Bank Of Philadelphia*

Susiyanto,ME (1997), "Pengujian Effisiensi Pasar Modal Indonesia: Bentuk lemah dan Bentuk Setengah Kuat Pada Periode 1994-1996," *Intrenship, tidak dipublikasikan*, Magister Manajemen Universitas Gajahmada, Yogyakarta.

Schwert, G, William, (1981), "The Adjustment of Stock Prices to Information About Inflation", *Journal of Finance* 36, h 15-29.

Tatiek N, Mutaminah, Siyamtiyah (1999), "Reaksi Harga Saham Di BEJ Terhadap Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Soeharto," *Jurnal Bisnis Strategi*, vol 4, h 25-39.