

**ANALISIS REAKSI PASAR TERHADAP KEBIJAKSANAAN  
MULTI FRAKSI SAHAM YANG DIKELUARKAN  
PT. BURSA EFEK JAKARTA**



**TESIS**

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

**Oleh :  
R. Moses Sabowo Priyambodo, SE.Akt.  
NIM. C4A001227**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2003**

**UPT-PUSTAK-INDIP**

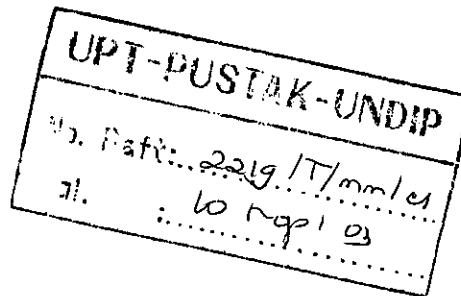


### Sertifikat

Saya, *R. Moses Sabowo Priyambodo, SE. Akt.*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

R. Moses Sabowo Priyambodo, SE.Akt.

April 2003

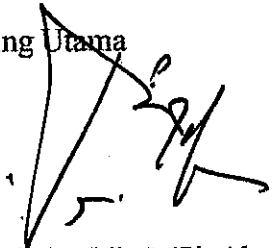


## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:  
**ANALISIS REAKSI PASAR TERHADAP KEBIJAKSANAAN  
MULTI FRAKSI SAHAM YANG DIKELUARKAN  
PT. BURSA EFEK JAKARTA**

Yang disusun oleh R. Moses Sabowo Priyambodo SE,Akt. NIM C4A001227  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 6 Mei 2003  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Dr. H.M. Chabachib, MSi.,Akt.

Pembimbing Anggota



Drs. A. Mulyo Haryanto, MSi

Semarang Mei 2003  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Manguwihardjo

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Jadikanlah sabar dan sholat sebagai penolongmu,  
Dan sesungguhnya yang demikian itu sungguh berat  
Kecuali bagi orang-orang yang khusyu\_

**(Q.S. Al-Baqarah: 45)**

Intisari Ilmu dan Manfaat dari Tesis ini  
Kuperuntukkan kepada Isteriku Tercinta  
Pratiwi Pinuh Utami, SE. dan Anak-Anakku Terkasih:  
Radjasa Fikri Priyambodo dan Irfan Balans Priyambodo

## ABSTRACT

*This research intended to analyze stock price reaction to a policy of multi tick price released by PT. Bursa Efek Jakarta on October 20, 2000.*

*Data used are daily closing stock prices, IHSG market index, trading volume and outstanding shares derived from The Bisnis Indonesia daily, and JSX Statistic monthly. The sample used in this research is all companies listed in Jakarta Stock Exchange and the time horizon, which includes 30 stock days as the estimation period while 11 stock days as the event period, covering 5 days before event, 1 day event moment day and 5 days after event. The determination of the sampel is conducted step by step by using method of stratified and judgement sampling, there are 40 only sampel firms at all tick price category in Jakarta Stock Exchange and investigated by using market model for calcuting the abnormal return and also paired sampel t test for analyze of statistical differences caused by the event.*

*The results show significant abnormal return for day +3 of the event window at tick price of Rp 25 and for day 0, +1 of the event window at tick price of Rp 50. Furthermore, the research found some significant differences in the trading volume activities between pre and post event day.*

**Keywords:** *Event Study, efficient market, abnormal return, trading volume activity, market model*

## ABSTRAKSI

Penelitian ini menguji reaksi pasar saham terhadap suatu peristiwa yang berkaitan dengan kebijaksanaan multi fraksi saham yang dikeluarkan PT. Bursa Efek Jakarta pada tanggal 20 Oktober 2000.

Data penelitian yang digunakan adalah data harga penutupan saham harian, indeks pasar saham IHSG, volume perdagangan dan jumlah saham yang beredar yang diperoleh dari harian Bisnis Indonesia, dan *JSX monthly Statistic*. Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, dengan periode pengamatan yang terdiri dari periode estimasi selama 30 hari bursa dan periode peristiwa selama 11 hari bursa, meliputi 5 hari sebelum peristiwa, 1 hari saat peristiwa dan 5 hari sesudah peristiwa. Penentuan sampel dilakukan secara bertahap dengan menggunakan metode *stratified sampling* dan *judgement sampling* sehingga terpilih 40 sampel pada semua kategori fraksi saham yang diberlakukan di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini menggunakan *market model* dalam menghitung *abnormal return* dan uji t untuk dua sampel yang berpasangan untuk menganalisis perbedaan statistik akibat pengumuman.

Hasil penelitian ini menunjukkan adanya *abnormal return* untuk hari ke +3 di periode jendela pada saham dengan fraksi Rp 5 dan untuk hari ke 0 dan +1 di periode jendela pada saham dengan fraksi Rp 50. Lebih lanjut, ditemukan perbedaan yang signifikan terhadap *trading volume activity* di antara sebelum dan sesudah tanggal pengumuman.

**Kata kunci:** *event study*, efisiensi pasar, *abnormal return*, *trading volume activity*, *market model*

## KATA PENGANTAR

Bismillahirrohmaanirrohiim,

Puji syukur ke hadirat Allah SWT atas segala rahmat dan ridlo-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan judul:

**“ANALISIS REAKSI PASAR TERHADAP KEBIJAKSANAAN MULTI FRAKSI SAHAM YANG DIKELUARKAN PT. BURSA EFEK JAKARTA”**

Tesis ini disusun dalam rangka melengkapi tugas dan syarat untuk menyelesaikan studi sarjana S-2 Magister Manajemen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Hanya dengan kesungguhan hati, bantuan, bimbingan, serta pengarahan pihak-pihak yang terkait, akhirnya penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Maka pada kesempatan ini, ucapan terima kasih yang sedalam-dalamnya penulis sampaikan kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku Ketua Program Studi Pascasarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang beserta seluruh dosen dan karyawan yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menambah ilmu;
2. Bapak Dr. HM. Chabachib, MSi.,Akt., selaku Dosen Pembimbing Utama dan Bapak Drs. Mulyo Haryanto, MSi selaku Dosen Pembimbing Anggota yang dengan sabar telah banyak memberikan bimbingan, dorongan, kritik dan saran yang berguna dalam penulisan tesis ini;

3. Isteriku tercinta Pratiwi Pinuh Utami, SE. dan anak-anakku terkasih: Radjasa Fikri Priyambodo dan Irfan Balans Priyambodo yang selalu memberikan doa, perhatian, motivasi dan kasih sayang selama ini;
4. Bapak dan Ibuku tercinta serta kakakku tersayang semuanya yang selalu memberikan dukungan moril;
7. Rekan-rekan MM Akt-16 Sore Undip Semarang atas persahabatan dan kebersamaannya selama ini;
8. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu yang telah membantu dalam menyelesaikan tesis ini.

Tanpa bermaksud mengecilkan arti bantuan yang penulis terima, penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna, karena pengetahuan dan kemampuan penulis yang masih terbatas. Namun penulis berharap, tesis ini dapat memberikan manfaat kepada pihak-pihak yang membutuhkan dan bagi pembaca yang budiman.

Semarang, April 2003

Penulis



R. Moses S. Priyambodo, SE.Akt.

## DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	ii
Halaman Motto/Persembahan	iv
Abstract	v
Abstraksi	vi
Kata Pengantar	vii
Daftar Tabel	xii
Daftar Gambar	xiv
Daftar Lampiran	xv
<b>Bab I. Pendahuluan</b>	
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	1
1.3 Tujuan Penelitian .....	7
1.4 Kegunaan Penelitian .....	8
1.5 Sistematika Penulisan .....	9
<b>BAB II. Telaah Pustaka dan Pengembangan Model Penelitian</b>	
2.1 Konsep-Konsep Dasar .....	10
2.1.1 Harga Saham .....	10
2.1.2 Tingkat Keuntungan ( <i>Return</i> ) .....	11

2.1.3	<i>Trading Volume Activity (TVA)</i> .....	15
2.1.4	Fraksi Harga ( <i>Tick Size</i> ).....	15
2.2	Hubungan antara Teori Pasar Modal (Model Ekuilibrium) dengan Konsep Efisiensi Pasar .....	18
2.3	Pasar Modal yang Efisien dan Informasi yang Relevan .....	19
2.4	Studi Pengumuman ( <i>event study</i> ) .....	20
2.5	Penelitian Terdahulu .....	22
2.6	Kerangka Pemikiran Teoritis .....	26
2.7	Hipotesis .....	27
2.8	Definisi Operasional Variabel .....	29
 <b>BAB III. Metode Penelitian</b>		
3.1	Jenis dan Sumber Data .....	32
3.2	Populasi dan Pemilihan Sampel .....	33
3.3	Teknik Analisis Data .....	36
3.3.1	Pengujian Hipotesis .....	40
 <b>BAB IV. Analisis Data</b>		
4.1	Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif .....	48
4.1.1	<i>Jakarta Automated Trading System (JATS)</i> .....	48
4.1.2	Sistem Perdagangan di Bursa Efek Jakarta .....	49
4.1.3	Gambaran Umum Perusahaan yang Menjadi Sampel .....	50
4.1.4	Analisis Deskriptif Data .....	56

4.2 Pengujian Hipotesis 1,2 dan 3 .....	60
4.2.1 Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Multi Fraksi pada Saham dengan Fraksi Rp 5 .....	62
4.2.2 Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Multi Fraksi pada Saham dengan Fraksi Rp 25 .....	64
4.2.3 Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Multi Fraksi pada Saham dengan Fraksi Rp 50 .....	66
4.2.4 Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Multi Fraksi pada Semua Fraksi Harga .....	69
4.3 Pengujian Hipotesis 4, 5 dan 6 .....	70
4.4 Pengujian Hipotesis 7, 8 dan 9 .....	72

## **BAB V. Simpulan dan Implikasi Kebijakan**

5.1 Simpulan.....	74
5.2 Implikasi Kebijakan .....	77
5.3 Keterbatasan Penelitian .....	79
5.4 Agenda Penelitian Mendatang .....	79

## **Referensi**

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Rentang Harga dan Penggunaan Besaran Fraksi dalam Tawar Menawar Saham di Bursa Efek Jakarta per 20 Oktober 2000 .....	2
Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian Terdahulu .....	25
Tabel 3.1	Gambaran Sampel Penelitian dan Fraksi Harga Saham .....	35
Tabel 3.2	Data Saham yang Dijadikan Sampel .....	36
Tabel 4.1	Perkembangan Transaksi Perdagangan Saham di BEJ 1997-2000 ...	50
Tabel 4.2	Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Fraksi Harga .....	51
Tabel 4.3	Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Sektor .....	52
Tabel 4.4	Data Perbandingan Nilai Kapitalisasi pada Perusahaan Sampel di PT. BEJ (bulan Juni, Juli, Oktober dan November 2000) .....	53
Tabel 4.5	Data Perbandingan Besarnya Kepemilikan Investor Asing pada Perusahaan Sampel di PT. BEJ (bulan Juni, Juli, Oktober dan November 2000) .....	54
Tabel 4.6	Klasifikasi Silang antara Kepemilikan Investor Asing dan Nilai Kapitalisasi pada Perusahaan Sampel di PT. BEJ periode bulan Oktober 2000 .....	56
Tabel 4.7	Hasil Analisis Deskriptif <i>Abnormal Return</i> (AR) dan <i>Trading Volume Activity</i> (TVA) pada Saham dengan Fraksi Rp 5 .....	57
Tabel 4.8	Hasil Analisis Deskriptif <i>Abnormal Return</i> (AR) dan <i>Trading Volume Activity</i> (TVA) pada Saham dengan Fraksi Rp 25 .....	58
Tabel 4.9	Hasil Analisis Deskriptif <i>Abnormal Return</i> (AR) dan <i>Trading</i>	

<i>Volume Activity</i> (TVA) pada Saham dengan Fraksi Rp 50 .....	59
Tabel 4.10 Hasil Analisis Deskriptif <i>Abnormal Return</i> (AR) dan <i>Trading</i> <i>Volume Activity</i> (TVA) pada Keseluruhan Fraksi .....	60
Tabel 4.11 Hasil Uji AAR pada Saham dengan Fraksi Rp 5 .....	63
Tabel 4.12 Hasil Uji AAR pada Saham dengan Fraksi Rp 25 .....	65
Tabel 4.13 Hasil Uji AAR pada Saham dengan Fraksi Rp 50 .....	67
Tabel 4.14 Hasil Uji AAR pada Keseluruhan Fraksi .....	69
Tabel 4.15 Hasil Uji Beda antara AAR Sebelum dan Sesudah Pengumuman Multi Fraksi Saham.....	70
Tabel 4.16 Hasil Uji Beda antara ATVA Sebelum dan Sesudah Pengumuman Multi Fraksi Saham.....	72

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Grafik Rata-Rata Return Saham dan Aktivitas Volume Perdagangan di Seputar Pengumuman Multi Fraksi Saham Tanggal 20 Oktober 2000 .....	3
Gambar 2.1	Skema Kerangka Pemikiran Teoritis .....	27
Gambar 3.1	Estimate Period dan Event Window .....	38

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran A-1 Data Return, Intercept, Rata-Rata Return, Deviasi Standar dan Return Indeks Pasar Selama Periode Estimasi pada Saham dengan Fraksi Rp 5
- Lampiran A-2 Data Return dan Return Indeks Pasar di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 5
- Lampiran A-3 Expected Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 5
- Lampiran A-4 Abnormal Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 5
- Lampiran A-5 Rata-Rata Abnormal Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 5  
T-Hitung yang Merupakan Standardized Abnormal Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 5
- Lampiran B-1 Data Return, Intercept, Rata-Rata Return, Deviasi Standar dan Return Indeks Pasar Selama Periode Estimasi pada Saham dengan Fraksi Rp 25
- Lampiran B-2 Data Return dan Return Indeks Pasar di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 25
- Lampiran B-3 Expected Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 25
- Lampiran B-4 Abnormal Return di *Event Window* pada Saham dengan

Fraksi Rp 25

- Lampiran B-5 Rata-Rata Abnormal Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 25
- T-Hitung yang Merupakan Standardized Abnormal Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 25
- Lampiran C-1 Data Return, Intercept, Rata-Rata Return, Deviasi Standar dan Return Indeks Pasar Selama Periode Estimasi pada Saham dengan Fraksi Rp 50
- Lampiran C-2 Data Return dan Return Indeks Pasar di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 50
- Lampiran C-3 Expected Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 50
- Lampiran C-4 Abnormal Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 50
- Lampiran C-5 Rata-Rata Abnormal Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 50
- T-Hitung yang Merupakan Standardized Abnormal Return di *Event Window* pada Saham dengan Fraksi Rp 50
- Lampiran D-1 Output Signifikansi Rata-Rata Abnormal Return (AAR) pada Saham dengan Fraksi Rp 5
- Lampiran D-2 Output Signifikansi Rata-Rata Abnormal Return (AAR) pada Saham dengan Fraksi Rp 25
- Lampiran D-3 Output Signifikansi Rata-Rata Abnormal Return (AAR) pada

Saham dengan Fraksi Rp 50

- Lampiran D-4 Output Signifikansi Rata-Rata Abnormal Return (AAR) pada Keseluruhan Fraksi Saham
- Lampiran E-1 Output Signifikansi Rata-Rata Trading Volume Activity (ATVA) pada Saham dengan Fraksi Rp 5
- Lampiran E-2 Output Signifikansi Rata-Rata Trading Volume Activity (ATVA) pada Saham dengan Fraksi Rp 25
- Lampiran E-3 Output Signifikansi Rata-Rata Trading Volume Activity (ATVA) pada Saham dengan Fraksi Rp 50
- Lampiran E-4 Output Signifikansi Rata-Rata Trading Volume Activity (ATVA) pada Keseluruhan Fraksi Saham

## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Upaya menggantikan posisi perbankan sebagai penyedia dana kini dicoba oleh pasar modal. Sejak krisis ekonomi melanda Indonesia perbankan nasional seolah-olah tidak lagi mampu untuk menyalurkan kredit. Posisi itu kini kemudian dicoba digantikan melalui pasar modal, emiten yang semula ingin mencari dana melalui bank kini ditangguhkan dulu dan mencoba untuk mengandalkannya dari pasar modal.

Beberapa langkah memang telah diambil oleh pelaku-pelaku pasar modal untuk menggairahkan pasar, mulai dari pembenahan peraturan hingga penerapan perdagangan tanpa warkat (*scripless trading*). Namun kini untuk mendongkrak pasar modal agar lebih bergairah kembali, maka salah satu kebijaksanaan yang diambil PT. Bursa Efek Jakarta adalah dengan mengubah satuan perubahan harga (fraksi) dalam tawar menawar saham di Bursa Efek Jakarta. Dengan memperhatikan kondisi perdagangan di Bursa, Bursa dapat mengubah satuan perubahan harga (fraksi) tersebut setelah mendapat persetujuan dari Bapepam. Hal ini dituangkan dalam Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-331/BEJ/10-2000 pada tanggal 16 Oktober 2000 yang mencabut Keputusan Direksi Nomor: Kep-314/BEJ/06-2000, sehingga fraksi saham di Bursa Efek Jakarta berubah mulanya diberlakukan sistem fraksi tunggal yaitu 1 poin Rp 5 menjadi sistem multi fraksi (Rp 5, Rp 25 dan Rp 50).

Perubahan fraksi tersebut diumumkan di Bursa sebelum jam perdagangan dan mulai berlaku pada tanggal 20 Oktober 2000.

Fraksi yang menentukan berapa harga boleh berubah dalam tawar menawar saham yang mulai diberlakukan di Bursa Efek Jakarta per 20 Oktober 2000, yaitu dengan sistem multi fraksi ditetapkan sebagaimana tampak dalam tabel 1.1 di bawah ini.

**Tabel 1.1: Rentang Harga dan Penggunaan Besaran Fraksi dalam Tawar Menawar Saham di Bursa Efek Jakarta per 20 Oktober 2000**

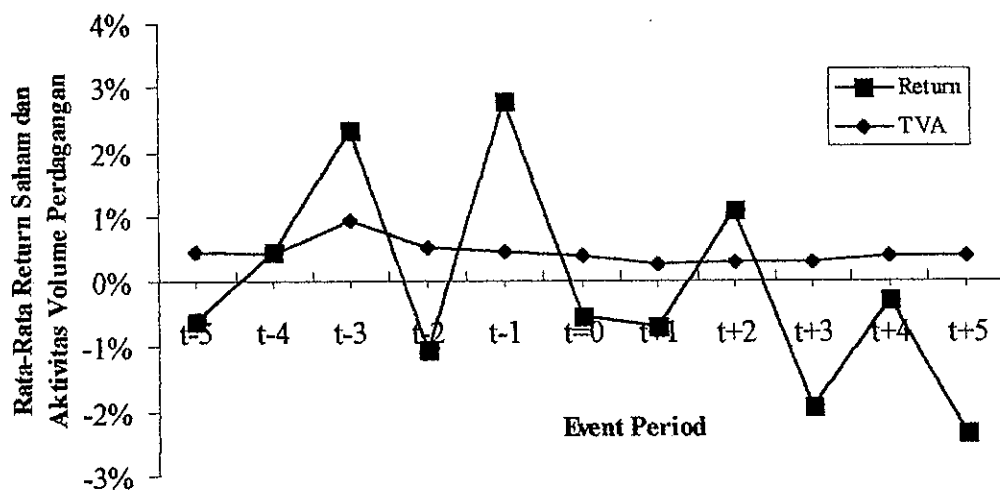
Harga Saham	Fraksi Harga
< Rp 500	Rp 5
Rp 500 s/d < Rp 5000	Rp 25
≥ Rp 5000	Rp 50

Sumber: Kep-331/BEJ/10-2000, tanggal 16 Oktober 2000

Penyesuaian fraksi harga baru yang bersifat multi fraksi berdasarkan kisaran harga tertentu bertujuan untuk mengakomodasi rentang harga yang berbeda. Khususnya memenuhi kebutuhan banyak investor yang enggan bertransaksi pada saham berharga tinggi ( $\geq$  Rp 5.000) dengan fraksi terlalu kecil. Keadaan yang diharapkan segera terwujud dari kebijaksanaan multi fraksi adalah terjadinya peningkatan likuiditas saham serta mewujudkan pasar yang efisien, wajar dan teratur di Bursa (Asia Ghani; Mas Achmad Daniri dalam Investor, 2000).

Untuk melihat dampak perubahan kebijaksanaan dari fraksi tunggal menjadi multi fraksi, di bawah ini disajikan grafik rata-rata *return* saham dan aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi pada tanggal 20 Oktober 2000 di Bursa Efek Jakarta.

**Gambar 1.1: Grafik Rata-Rata *Return* Saham dan Aktivitas Volume Perdagangan di Seputar Pengumuman Multi Fraksi Saham Tanggal 20 Oktober 2000 di Bursa Efek Jakarta**



Sumber : Harian Bisnis Indonesia dan JSX *Statistic Monthly* 2000, diolah

Gambar 1.1 di atas menunjukkan pergerakan *return* saham dan aktivitas volume perdagangan secara agregat di seputar tanggal pengumuman, selama lima hari sebelum tanggal pengumuman dan lima hari sesudah tanggal pengumuman. Tampak kondisi pergerakan *return* saham mengalami gejolak tajam pada hari ke  $t_3$  sebelum pengumuman berupa kenaikan dan kemudian hari ke  $t_1$  hingga hari ke  $t_{+1}$  sesudah pengumuman berupa penurunan. Selanjutnya, pada hari ke  $t_{+3}$  pergerakan *return*

saham mengalami kembali gejolak tajam berupa penurunan. Hal ini mengidentifikasi adanya dampak pengumuman multi fraksi di Bursa Efek Jakarta bagi investor.

Untuk pergerakan aktivitas volume perdagangan cenderung mengalami peningkatan, yang mencapai puncaknya pada hari ke  $t_3$  sebelum pengumuman. Dan selanjutnya, setelah informasi perubahan fraksi saham benar-benar diumumkan cenderung mengalami pergerakan aktivitas volume perdagangan yang menurun. Dari parameter aktivitas volume perdagangan inipun mengindikasikan bahwa ada dampak pengumuman multi fraksi bagi aktivitas investor di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan pergerakan *return* saham dan aktivitas volume perdagangan saham secara umum mengidentifikasi bahwa pasar bereaksi secara agregat terhadap adanya informasi yang mereka terima dalam hal ini pengumuman multi fraksi saham di Bursa Efek Jakarta. Hal ini mengindikasikan bahwa reaksi pasar sangat ditentukan adanya informasi. Foster (1986) menyatakan bahwa salah satu item informasi yang digunakan oleh pasar modal dalam menilai sekuritas adalah dampak dari peraturan baru dan keputusan-keputusan regulator (*government related announcements*).

Bagi investor, informasi merupakan kebutuhan yang mendasar dalam pengambilan keputusan. Pengambilan keputusan ini berkaitan dengan pemilihan portofolio investasi yang paling menguntungkan dengan tingkat risiko tertentu. Informasi dapat mengurangi ketidakpastian yang terjadi, sehingga keputusan yang

diambil diharapkan akan sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai (Marwan Asri, 1999). Pengumuman multi fraksi harga perdagangan saham dianggap sebagai informasi yang berarti bagi investor untuk melakukan keputusan. Dengan pengumuman multi fraksi maka akan meningkatkan likuiditas perdagangan saham, alasannya telah mengakomodir saham-saham berharga tinggi ( $\geq$  Rp 5.000) maupun berharga murah (di bawah Rp 500) dengan fraksi yang relevan (Prananda Herdiawan, 2000). Likuiditas saham penting bagi investor untuk memastikan bahwa saham dapat mudah diperdagangkan secara kontinyu tanpa mengakibatkan penurunan harga yang berarti, pada biaya murah. Dengan adanya informasi berupa pengumuman multi fraksi saham investor mengantisipasinya dengan membeli saham dengan harapan memperoleh *return* yang lebih tinggi, yaitu sesudah informasi tersebut benar-benar diumumkan. Dengan naiknya permintaan dan jumlah saham yang tetap mengakibatkan harga saham naik setelah pengumuman.

Atas dasar uraian di atas, maka menarik untuk dikaji bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman multi fraksi saham di Bursa Efek Jakarta. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi positif dan negatif dari pengumuman tersebut tercermin melalui perubahan harga saham dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah tanggal pengumuman (Zaki Baridwan, 1999). Untuk itu, akan dilakukan pengujian kandungan informasi (*information content*) dengan metodologi studi peristiwa (*event study*), selama lima hari sebelum

dan lima hari sesudah tanggal pengumuman untuk menghindari adanya *confounding effect*. Pada penelitian ini nantinya akan melihat reaksi pasar yang tercermin dari *return* sebagai perubahan harga dan aktivitas volume perdagangan akibat informasi yang bersifat makroekonomi. Oleh karena itu, judul dalam penelitian ini adalah ***analisis reaksi pasar terhadap kebijaksanaan multi fraksi saham yang dikeluarkan PT. Bursa Efek Jakarta.***

Penelitian ini mempunyai perbedaan dengan penelitian terdahulu di luar negeri yang umumnya menaruh perhatian pada penelitian pengaruh *tick price* terhadap variabel-variabel likuiditas pasar di antaranya seperti *bid-ask spread*, *depth* (jumlah lembar saham yang tersedia pada harga *ask* dan *bid* terbaik), dan volume perdagangan, yang dilakukan oleh Harris (1994); Chakravart dan Wood (2000) serta Goldstein dan Kavajecz, (2000) dalam Lukas Purwoto, 2001.

## **1.2 Perumusan Masalah**

Fraksi harga (*tick price*) perdagangan saham yang terlalu kecil, sebagai hasilnya menyebabkan transaksi di pasar modal turun, dan ini adalah kejadian yang diakibatkan keengganan investor bertransaksi pada saham berharga tinggi karena tingkat keuntungan yang diperoleh semakin kecil. Pada akhirnya, berdampak pada turunnya likuiditas saham. Sinyalemen ini senada dengan Lukas Purwoto (2001).

Transaksi yang meningkat atau menurun tersebut akan tercermin melalui perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham. Dalam konteks *event study*, yang melihat reaksi dari pasar terhadap suatu pengumuman, berdasarkan

penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Marwan Asri dan Faizal (1996); Susiyanto (1999) perubahan tersebut dapat dilihat dengan indikator *abnormal return* (AR) dan indikator *Trading Volume Activity* (TVA).

Dengan demikian, sebagai permasalahan pokok dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- a. Apakah kebijaksanaan multi fraksi saham menimbulkan *abnormal return* (AR) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman?
- b. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham?
- c. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *Trading Volume Activity* (ATVA) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Adapun untuk menjawab latar belakang dan perumusan masalah di atas, tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis kebijaksanaan multi fraksi saham menimbulkan *abnormal return* (AR) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.
2. Untuk menganalisis perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham.
3. Untuk menganalisis perbedaan yang signifikan antara rata-rata *Trading Volume Activity* (ATVA) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham.

#### **1.4 Kegunaan Penelitian**

Hasil penelitian diharapkan dapat berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan khususnya mengenai reaksi dari pasar modal terhadap pengumuman multi fraksi saham. Adapun kegunaan penelitian ini adalah:

1. Bagi PT. Bursa Efek Jakarta dan Bapepam sebagai tambahan informasi yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi akibat pelaksanaan kebijaksanaan baru dalam tawar menawar saham yang mulanya diberlakukan sistem fraksi tunggal yaitu 1 poin Rp 5 selanjutnya diberlakukan perubahan sistem multi fraksi.
2. Bagi investor dan calon investor dapat menggunakan informasi dari penelitian ini untuk mengambil keputusan berinvestasi apabila terjadi perubahan fraksi dalam tawar menawar saham di masa mendatang.
3. Bagi peneliti di bidang pasar modal akan menambah pengetahuan mereka mengenai dampak dari perubahan fraksi dalam tawar menawar saham.

#### **1.5. Sistematika Penulisan**

Penulisan dalam penelitian ini dilakukan secara sistematis agar apa yang dikemukakan peneliti mudah dipahami. Adapun sistematika penulisan ini sebagai berikut:

Bab I : Pendahuluan, bab ini berisi latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian

- Bab II : Telaah pustaka, bab ini berisi konsep-konsep dasar, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran teoritis, hipotesis yang diajukan dan definisi operasional variabel
- Bab III : Metode penelitian, bab ini meliputi jenis dan sumber data, populasi dan pemilihan sampel, metode pengumpulan data, dan teknik analisis data
- Bab IV : Analisis data, bab ini meliputi gambaran umum obyek penelitian, proses dan hasil analisis, serta pengujian hipotesis yang diajukan
- Bab V : Simpulan dan implikasi kebijakan, bab ini meliputi simpulan, implikasi kebijakan, keterbatasan penelitian dan agenda penelitian mendatang

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA**

#### **2.1 Konsep-Konsep Dasar**

##### **2.1.1 Harga Saham**

Di pasar sekunder atau dalam aktivitas perdagangan saham sehari-hari di Bursa Efek ditunjukkan oleh semakin semaraknya fluktuasi harga saham. Semakin meningkatnya harga saham merupakan kondisi ekonomi baik sehingga para pemodal menilai investasi dalam bentuk saham akan sangat menguntungkan, karena tidak menghadapi risiko. Sebaliknya, dalam kondisi ekonomi buruk, harga saham akan merosot jatuh dan keadaan demikian tidak menguntungkan, dan para pemodal akan berhadapan dengan risiko lebih besar, sebab berhubungan dengan ketidakpastian yang lebih besar.

Naik dan turunnya harga saham merupakan cermin dari fluktuasi harga saham yang setiap detik mengalami perubahan. Harga saham yang cenderung naik, akan menciptakan *capital gain*. Harga saham yang cenderung turun, menciptakan *capital loss*. Perubahan harga saham secara kumulatif akan membentuk kumulasi netto harga saham dengan arah positif atau negatif. Naiknya harga saham yang lebih besar dari turunnya harga saham, secara kumulatif membentuk kumulasi netto harga saham bertanda positif. Sebaliknya turunnya harga saham yang lebih besar dari naiknya harga saham, secara kumulatif membentuk kumulasi netto harga saham bertanda negatif.

Fluktuasi harga saham dicerminkan oleh adanya naik dan turunnya harga saham, karena perubahan kekuatan permintaan dan penawaran di pasar modal. Pasar modal merupakan salah satu instrumen dari investasi. Pembentukan harga saham tergantung pada emiten sebagai kekuatan penawaran dan para pialang sebagai kekuatan permintaan. Karenanya harga saham menunjukkan gerakan naik dan turun. Sedangkan, pembentukan harga saham wajar, berdasarkan prospektus yang dibuat emiten tanpa *mark up*, dan pialang tidak menggoreng sebuah saham agar harganya naik dan investor menyerbu pasar modal. Jadi pembentukan harga saham harus *fair price*, untuk semua saham yang diperdagangkan di Bursa Efek (Soejoto, 2002).

Harga saham, dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal (Brigham dan Gapenski, 1994). Faktor internal yang mempengaruhi harga saham berkaitan dengan sifat spesifik atas saham tersebut (kinerja perusahaan dan industri di mana perusahaan tersebut bergerak). Di samping itu, juga dipengaruhi faktor eksternal yang sifatnya makro meliputi kondisi makro ekonomi atau kondisi teknis pasar, kondisi sosial dan politik, rumor-rumor yang berkembang, maupun adanya regulasi termasuk diantaranya kebijaksanaan baru yaitu multi fraksi harga perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta yang menjadi subyek penelitian tesis ini.

### **2.1.2 Tingkat Keuntungan (*Return*)**

Para pemodal tentunya termotivasi untuk melakukan investasi pada suatu instrumen yang diinginkan dengan harapan untuk mendapatkan kembalian investasi yang sesuai. *Return* (keuntungan) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh

pemodal atas suatu investasi yang dilaksanakannya. Tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi, tentunya pemodal tidak akan mau repot-repot melaksanakan investasi, yang pada akhirnya tidak ada hasilnya. Jadi jelas setiap investasi jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama mendapatkan keuntungan yang disebut *return*, secara langsung maupun tidak langsung (Ang, 1997).

*Return* dari suatu investasi tergantung pada instrumen investasinya. Ada yang menjamin tingkat keuntungan (*return*) yang akan diterima misalnya sertifikat deposito bank dan obligasi yang menjanjikan kupon bunga yang akan dibayarkan secara periodik atau sekaligus, tidak tergantung dari profitabilitas perusahaan. Lain halnya dengan saham, saham tidak menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi para pemodal. Namun, beberapa komponen *return* pada saham yang memungkinkan pemodal meraih tingkat keuntungan, kebanyakan investor mengharapkan diperolehnya hasil dari pembelian saham terhadap dua hal yaitu: (1) Kenaikan modal, para investor mengharapkan adanya kenaikan modal dalam bentuk kenaikan harga saham yang telah dibelinya (*capital gain*); (2) Dividen, para investor sampai pada tahun tertentu akan mengharapkan adanya pembagian laba yang diperoleh perusahaan.

Di samping tingkat keuntungan (*return*) yang diharapkan, juga terkandung risiko yang akan dihadapi oleh investor. Investasi dalam saham memang menjanjikan tingkat keuntungan yang tinggi, namun risiko juga dapat terjadi. Hal ini dikarenakan

realisasi penghasilan yang diterima berbeda dari penghasilan yang diharapkan, dikarenakan harga saham menjadi turun dan pembagian dividen tidak sesuai harapan.

Tingkat keuntungan (*return*) dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi ataupun *return* ekspektasi yang belum terjadi, akan tetapi diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi ini dihitung berdasarkan data historis dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* realisasi ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan risiko di masa yang akan datang. *Return* realisasi dapat diukur dengan pendekatan *return total*, *return relative*, *return cumulative*, dan *adjusted return*. *Return* realisasi yang merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke- $t$  adalah selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya (Jogiyanto, 1998).

Sedangkan *return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh di masa yang akan datang. *Return* ekspektasi ini muncul karena adanya ketidakpastian (*uncertainty*) perolehan *return* di masa yang akan datang yang dapat diperoleh investor. *Return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi dengan menggunakan model estimasi. Menurut Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (1998) terdapat berbagai model estimasi *return* yang dapat digunakan yaitu: *mean adjusted return*, *market model* dan *market-adjusted return*.

Model rata-rata yang disesuaikan (*mean adjusted model*) menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan dan sama dengan nilai rata-rata *return* realisasi

sebelumnya selama periode estimasi. Dengan model rata-rata yang disesuaikan, *return* ekspektasi dihitung dengan cara membagi *return* realisasi suatu perusahaan pada periode estimasi dengan lamanya periode estimasi.

Bentuk model pasar (*market model*) serupa dengan model indeks tunggal (*single index model*). Dalam model pasar (*market model*) *return* ekspektasi dihitung melalui dua tahap (Jogiyanto, 1998), yaitu: membentuk model ekspektasi dengan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi selama *periode windows*. Model ekspektasi dihitung dengan menjumlahkan nilai *return* ekspektasi yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar, tingkat keuntungan indeks pasar, dan bagian *return* yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar.

Sedangkan model pasar yang disesuaikan (*market adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat itu. Dengan menggunakan model ini tidak diperlukan periode estimasi untuk membentuk model estimasi. Oleh karena itu *return* ekspektasi adalah *return* indeks pasar pada periode peristiwa tertentu, dan *return* ekspektasi untuk semua sekuritas pada periode peristiwa tertentu besarnya sama.

*Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* realisasi terhadap *return* normal. Sedangkan *return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor (*return* ekspektasi). Maka *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* realisasi dengan *return* ekspektasi (Jogiyanto, 1998).

### **2.1.3 Trading Volume Activity (TVA)**

*Trading volume Activity (TVA)* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume di pasar. Ditinjau dari fungsinya, maka dapat dikatakan bahwa TVA merupakan suatu variasi dari *event study*. Perbedaannya adalah pada parameter yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu *event*.

Pendekatan TVA ini dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Hal ini karena pasar yang belum efisien atau efisien dalam bentuk setengah kuat, perubahan harga belum dengan segera mencerminkan informasi yang ada, sehingga hanya dapat diamati reaksi pasar melalui pergerakan volume perdagangan pada pasar modal yang diteliti.

Perhitungan TVA dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama.

### **2.1.4 Fraksi Harga (*Tick Price*)**

Fraksi harga merupakan satuan perubahan harga saham dalam aktivitas tawar-menawar di pasar reguler, yang ditentukan oleh pihak Bursa Efek. Misalnya fraksi harga saham diberlakukan 25, maka aktivitas tawar menawar saham hanya diperbolehkan menawar ke atas atau ke bawah sebesar nilai tersebut. Misalnya harga saham yang ditawarkan Rp 1500, maka dalam aktivitas tawar menawar berlaku dengan kelipatan 25, yaitu dapat berupa 1.475, 1.450 dan seterusnya. Kenaikan atau

penurunan atas satu kelipatan fraksi harga disebut poin. Maka, misalnya suatu saham awalnya berharga 400 kemudian naik menjadi 425 maka disebut naik sebesar 1 poin dan seterusnya. Di Bursa Efek Jakarta mulanya diberlakukan sistem fraksi tunggal yaitu 1 poin Rp 25 dan maksimal untuk setiap kali tawar menawar adalah sebesar 8 poin atau 200 (yaitu  $8 \times 25$ ).

Selanjutnya, dengan diterbitkannya Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-314/BEJ/06-2000 tanggal 27 Juni 2000, terhitung mulai tanggal 3 Juli 2000, satuan perubahan harga (fraksi) dalam melakukan tawar-menawar saham di Bursa Efek Jakarta berubah dari fraksi tunggal 1 poin Rp 25 menjadi 1 poin Rp 5.

Perkembangan lebih lanjut, dalam kurun waktu yang berdekatan kurang dari empat bulan, PT. Bursa Efek Jakarta menetapkan untuk memberlakukan sistem fraksi harga yang baru yaitu sistem multi fraksi, terhitung mulai tanggal 20 Oktober 2000 berdasarkan Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-331/BEJ/10-2000 tanggal 16 Oktober 2000. Satuan perubahan harga (fraksi) dalam melakukan tawar-menawar saham di Bursa Efek Jakarta ditetapkan dalam tiga kategori berikut ini:

1. Harga saham kurang dari Rp 500, ditetapkan fraksi sebesar Rp 5 dengan setiap kali maksimum perubahan sebesar Rp 50.
2. Harga saham Rp 500 sampai dengan kurang dari Rp 5.000, ditetapkan fraksi sebesar Rp 25 dengan setiap kali maksimum perubahan sebesar Rp 250.
3. Harga saham Rp 5.000 atau lebih, ditetapkan fraksi sebesar Rp 50 dengan setiap kali maksimum perubahan sebesar Rp 500.

Penggunaan besaran fraksi dan maksimum perubahan sebagai acuan dalam tawar menawar saham di Bursa terhadap suatu saham yang berada dalam suatu rentang harga sebagaimana tabel 1.1 di atas, dimulai pada sesi I Perdagangan efek di Bursa dan berlaku penuh selama satu hari Bursa tanpa memperhatikan terlampauinya batasan rentang harga tersebut.

Apabila pada akhir Hari Bursa harga suatu saham (harga penutupan) melampaui batasan rentang harga sebagaimana dimaksud tabel 1.1 di atas, maka penggunaan maksimum perubahan sesuai dengan batasan rentang harga dari saham yang bersangkutan mulai berlaku pada Hari Bursa berikutnya. Perubahan fraksi atas suatu saham sebagai akibat perubahan rentang harga saham tersebut mengakibatkan harga saham tersebut harus merupakan kelipatan dari fraksi harga yang baru yang berlaku pada rentang harga tersebut.

Dengan demikian, harga saham yang menjadi patokan untuk menentukan fraksi harga adalah harga penutupan hari sebelumnya. Contohnya, pada tanggal 19-12-2000, MPPA (Matahari Putra Prima Tbk) ditutup pada harga Rp 485, sehingga pada hari bursa berikutnya tanggal 20-12-2000, digunakan fraksi saham Rp 5. Pada tanggal 20-12-2000, MPPA ditutup pada harga Rp 510, maka pada keesokan harinya, tanggal 21-12-2000, digunakan fraksi saham Rp 25. Transaksi yang terjadi pada tanggal 21-12-2000 itu adalah pada harga Rp 475, Rp 500, dan Rp 525 (fraksi 25-an) dengan harga penutupan Rp 475. Maka pada tanggal 22-12-2000 kembali digunakan fraksi Rp 5 karena harga penutupan sebelumnya Rp 475.

## **2.2 Hubungan antara Teori Pasar Modal (Model Ekuilibrium) dengan Konsep Efisiensi Pasar**

Dalam pasar yang kompetitif, harga ekuilibrium suatu aktiva ditentukan oleh tawaran yang tersedia dan permintaan agregat. Harga keseimbangan ini mencerminkan konsensus bersama antara semua partisipan pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva yang bersangkutan. Akibatnya adalah kemungkinan pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. Harga ekuilibrium ini akan tetap bertahan sampai suatu informasi baru lainnya mengubahnya kembali ke ekuilibrium yang baru.

Bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien. Jadi ada hubungan antara teori pasar modal yang menjelaskan tentang keadaan ekuilibrium dengan konsep pasar efisien yang mencoba menjelaskan bagaimana pasar memproses informasi untuk menuju ke posisi ekuilibrium yang baru. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*information efficient market*) yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia (Jogiyanto, 1998).

### 2.3 Pasar Modal yang Efisien dan Informasi yang Relevan

Pengertian pasar modal yang efisien menurut Fama (1970) dalam Jogiyanto (1998) adalah:

*“A security market is efficient if security prices “fully reflect” the information available”* (suatu pasar modal sebagai pasar modal yang efisien jika harga dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada).

Sedangkan Beaver (1989) dalam Jogiyanto (1998) mendefinisikan pasar modal yang efisien yang didasarkan pada distribusi informasi sebagai berikut:

*“The market is efficient with respect to some specified information system, if and only if security prices act as if everyone observes the information system”* (pasar dikatakan efisien terhadap suatu sistem informasi, jika dan hanya jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut).

Suad Husnan (1994) mendefinisikan pasar modal yang efisien adalah pasar modal yang harga sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang selalu dicari oleh para pelaku pasar modal dalam upaya untuk melaksanakan pengambilan keputusan investasi. Namun tidak semua informasi tersebut merupakan informasi yang berharga. Ada sebagian informasi yang merupakan informasi yang berharga dan ada informasi yang tidak relevan dengan aktivitas pasar modal. Oleh karena itu, para pelaku pasar modal harus secara tepat memilih informasi yang layak.

Marston (1996) mengemukakan bahwa kurang bermaknanya suatu informasi bagi investor yang pertama disebabkan oleh kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*) dan yang kedua adalah karena distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar. Kualitas informasi sangat terkait erat dengan muatan informasi (*information content*) yang terkandung dalam informasi itu sendiri, apakah cukup relevan dan bermakna bagi aktivitas pasar modal atau tidak. Sedangkan dari segi distribusi informasi sangat tergantung dari kemudahan para investor untuk mendapatkan kemudahan dalam mengakses informasi dengan biaya yang murah.

#### 2.4 Studi Pengumuman (*Event Study*)

Berdasarkan Peterson (1989) dalam Jogiyanto (1998) *event study* adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham, di pasar modal untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari pengumuman tertentu. Sedangkan menurut Kritman (1994) dalam Jogiyanto (1998) *event study* bertujuan untuk mengukur hubungan antara suatu pengumuman yang mempengaruhi surat berharga dan *return* dari surat berharga tersebut.

Berdasarkan pengertian di atas tampak bahwa *event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu pengumuman yang informasinya dipublikasikan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan harga atau *return* dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi 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 memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya bila tidak mengandung informasi, maka tidak akan memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Sedangkan jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini adalah pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisiensi 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 untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju harga keseimbangan yang baru.

Selain terdapatnya *abnormal return* reaksi pasar dapat juga diindikasikan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham. Perubahan volume perdagangan saham di pasar modal menunjukkan aktivitas perdagangan saham di bursa dan mencerminkan keputusan investasi investor di pasar modal. Menurut

Marwan Asri dan Faizal A. Setiawan (1998) menjelaskan bahwa aktivitas volume perdagangan (TVA) merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan saham di pasar modal.

## 2.5 Penelitian Terdahulu

Penelitian *event study* terdahulu yang dilakukan untuk meneliti efisiensi pasar modal dilakukan Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969) di *New York Stock Exchange* (NYSE), yang meneliti pengaruh *stock split*. Penelitian tersebut menjadi acuan penting perkembangan metodologi *event study* dan mendorong peneliti lain untuk melakukan penelitian efisiensi pasar modal di negara-negara lain dengan menggunakan *event study*. Penelitian yang dilakukan oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969) menggunakan sampel sebanyak 940 peristiwa *stock split* dan pengumuman dividen saham yang terjadi di NYSE antara tahun 1927 sampai 1959. Fama, Fisher, Jensen dan Roll (FFJR) menghitung kumulatif *abnormal return* mulai tiga puluh bulan sebelum pengumuman *stock split* dan 30 bulan setelah pengumuman *stock split*. FFJR 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*.

Para peneliti di Indonesia mulai menggunakan pendekatan *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 *right issue* dan *bonus share*) pada periode pengamatan 1993-1995 dengan sampel sejumlah 155 emiten. Namusisi tidak menemukan adanya *abnormal return* yang konsisten saat terjadinya emisi saham baru, sehingga Namusisi menarik kesimpulan bahwa Bursa Efek Jakarta (BEJ) sudah mencapai bentuk setengah kuat.

Susiyanto (1997), juga menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan *event* pengumuman dividen (yang dipisahkan dengan pengumuman dividen turun, dividen tetap dan dividen naik) pada periode 1994-1996. 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 BEJ sudah mencapai efisiensi bentuk setengah kuat.

Sedangkan penelitian yang menggunakan pendekatan *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* (TVA) antara lain adalah penelitian yang dilakukan Muhammad Fendi Susiyanto (1999). Pendekatan *abnormal return* menggunakan perhitungan selisih antara *actual return* dengan *expected return* (dengan *single index market model*) untuk melihat adanya *abnormal return* akibat event pengumuman restrukturisasi perbankan. Kemudian pendekatan TVA menggunakan perhitungan beda rata-rata TVA sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan. Penelitian serupa dilakukan oleh Marwan dan Faizal (1998) yang meneliti mengenai reaksi pasar modal terhadap peristiwa politik yang berupa pengambilalihan kantor PDI tanggal 27 Juli 1996. Saham yang dijadikan sampel adalah sebanyak 37 saham

yang aktif dan likuid di Bursa Efek Jakarta. 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 (*rebound*) pada *abnormal return* menjadi positif, sebagai reaksi atas pernyataan pemerintah bahwa kerusuhan sudah terkendali dan memberikan jaminan akan kestabilan politik, sehingga semua kegiatan bisa berlangsung lagi.

Penelitian ini mempunyai perbedaan dengan penelitian terdahulu di luar negeri yang umumnya menaruh perhatian pada penelitian pengaruh *tick price* terhadap variabel-variabel likuiditas pasar di antaranya seperti *bid-ask spread*, *depth* (jumlah lembar saham yang tersedia pada harga *ask* dan *bid* terbaik), dan volume perdagangan, yang dilakukan oleh Harris (1994); Chakravart dan Wood (2000) serta Goldstein dan Kavajecz, (2000) dalam Lukas Purwoto (2001). Di samping itu, perbedaan dengan penelitian terdahulu lainnya adalah penelitian ini jenis *event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Dalam hal ini, *event* yang diambil adalah peristiwa adanya kebijaksanaan baru berupa multi fraksi pada tanggal 20 Oktober 2000 di Bursa Efek Jakarta. Selanjutnya, penelitian ini menggunakan *market model* dalam menghitung *abnormal return* dengan periode pengamatan terdiri atas periode estimasi selama 30 hari bursa dan periode peristiwa selama 11 hari bursa, meliputi 5 hari sebelum, 1 hari saat pengumuman dan 5 hari setelah pengumuman. Selain itu

menggunakan uji t untuk dua sampel yang berpasangan (*paired sample*) untuk menganalisis perbedaan statistik akibat pengumuman (*event*). Sampel yang dipilih meliputi saham yang masuk dalam semua kategori fraksi yang diberlakukan di Bursa Efek Jakarta, yaitu pada saham fraksi Rp 5, Rp 25 dan Rp 50 di Bursa Efek Jakarta.

Dengan demikian berdasarkan konsep teori dan penelitian terdahulu maka variabel yang akan dipergunakan dalam penelitian ini adalah variabel *abnormal return* (AR) dan aktivitas volume perdagangan (*Trading Volume Activity* atau TVA).

**Tabel 2.1: Ringkasan Penelitian Terdahulu**

Peneliti	Variabel	Model Analisis	Hasil
Marwan Asri & Faizal (1996)	CAR; ATVA	Market Model; Uji beda dua Rata-rata	Tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata <i>return</i> sebelum dan sesudah peristiwa politik. Tetapi terdapat perbedaan yang signifikan dalam TVA antara sebelum dan sesudah peristiwa
Susiyanto (1999)	CAAR; ATVA	Market Model; Uji-t ( <i>paired samples</i> )	Tidak ada perbedaan yang signifikan antara <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah <i>event date</i> restrukturisasi perbankan. Tapi ditemukan TVA setelah <i>event date</i> signifikan lebih besar dibandingkan sebelum <i>event date</i>
Zaki Baridwan (1999)	AAR; ATVA	Market Adjusted; Uji t	Terdapat indikasi tidak signifikannya perbedaan antara <i>return</i> saham, AR, dan TVA diseperti tanggal pengumuman <i>right issue</i>
Rini Mahgianti (2001)	CAR; CATVA	Market Model; Uji-t ( <i>unpaired samples</i> ); ANOVA	Pengumuman penundaan bantuan IMF memiliki kandungan informasi negatif yang terlihat dari adanya

Peneliti	Variabel	Model Analisis	Hasil
			penurunan CAR dan CATVA yang signifikan sebelum dan setelah pengumuman
Rini dan Hanung (2002)	TVA; Security Return Variability	Uji beda dua mean (t-test); ANOVA one way (F-test)	Tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata Security Return Variability dan volume perdagangan diantara ukuran perusahaan untuk kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun kecuali untuk hari ketiga, kedua sebelum dan satu hari setelah pengumuman perubahan dividen
Ardiansyah (2002)	TVA	Uji t	Terdapat indikasi <i>event</i> pengumuman saham bonus berdampak pada volume perdagangan seluruh perusahaan dan untuk perusahaan non manufaktur serta untuk periode krisis

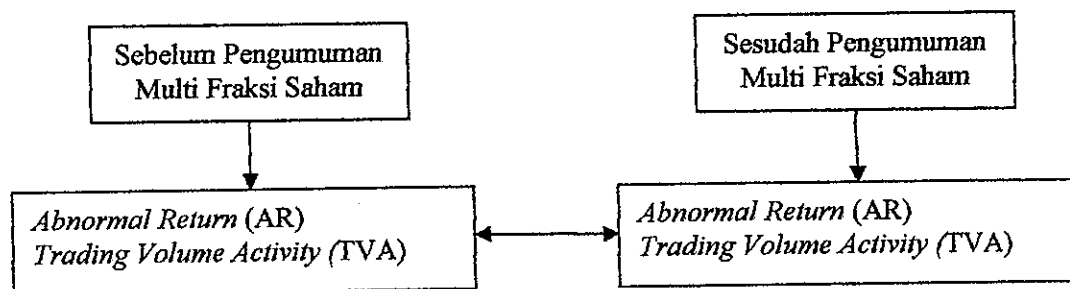
Sumber: Berbagai literatur dan jurnal, diolah

## 2.6 Kerangka Pemikiran Teoritis

Dalam penelitian ini yang akan diamati adalah peristiwa perubahan fraksi saham dari fraksi tunggal yaitu 1 poin Rp 5 menjadi multi fraksi. Peristiwa tersebut dalam penelitian ini diasumsikan akan menyebabkan reaksi dari pasar yang diproksikan dengan *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* (TVA). Hal ini berarti variabel yang akan diuji adalah variabel *abnormal return* (AR) dan *Trading Volume Activity* (TVA). Adapun rancangan penelitian yang akan dilaksanakan adalah melakukan pengujian kandungan informasi untuk mengetahui reaksi dari suatu peristiwa (*event*) yang dipublikasikan sebagai pengumuman yaitu, pengumuman multi fraksi saham dengan metodologi *event study*. Reaksi pasar terhadap kandungan

informasi nantinya akan ditunjukkan dengan indikator *abnormal return*. Maka, dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Kemudian, menganalisis perbedaan rata-rata dari *abnormal return* (AAR) dan *Trading Volume Activity* (ATVA) diantara sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa publikasi multi fraksi berdasarkan fraksi pergerakan harganya baik secara parsial maupun keseluruhan. Sehingga, akan dihasilkan suatu kesimpulan analisis mengenai reaksi pasar terhadap kandungan informasi yang terjadi melalui indikator *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* (TVA), akibat pengumuman multi fraksi saham yang dikeluarkan PT. Bursa Efek Jakarta pada semua kategori saham dengan fraksi Rp 5, Rp 25 dan Rp 50 di Bursa Efek Jakarta.

**Gambar 2.1: Skema Kerangka Pemikiran Teoritis**



## 2.7 Hipotesis

Hipotesis adalah suatu pernyataan tentang konsep yang diperkirakan sebagai kebenaran ataupun kesalahan tentang suatu fenomena yang sedang diamati (disebut

proposisi) yang kemudian diformulasikan untuk pengujian yang bersifat empirik (Emory, 1996 dalam Sugiyono, 1999). Jadi hipotesis merupakan suatu rumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu antar dua variabel atau lebih. Hipotesis ini bersifat sementara dalam arti dapat diganti dengan hipotesis yang lebih tepat dan lebih benar berdasarkan pengujian.

Dengan demikian, sesuai dengan permasalahan dan tujuan penelitian di atas, maka disusun sembilan hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

- 1) Hipotesis 1: Pengumuman multi fraksi saham menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar pengumuman pada saham fraksi Rp 5
- 2) Hipotesis 2: Pengumuman multi fraksi saham menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar pengumuman pada saham fraksi Rp 25
- 3) Hipotesis 3: Pengumuman multi fraksi saham menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar pengumuman pada saham fraksi Rp 50
- 4) Hipotesis 4: Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham pada saham dengan fraksi Rp 5
- 5) Hipotesis 5: Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham pada saham dengan fraksi Rp 25.

- 6) Hipotesis 6: Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham pada saham dengan fraksi Rp 50.
- 7) Hipotesis 7: Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *Trading Volume Activity* (ATVA) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham pada saham dengan fraksi Rp 5
- 8) Hipotesis 8: Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *Trading Volume Activity* (ATVA) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham pada saham dengan fraksi Rp 25
- 9) Hipotesis 9: Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *Trading Volume Activity* (ATVA) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham pada saham dengan fraksi Rp 50

## 2.8 Definisi Operasional Variabel

1. *Return* realisasi (*realized return*) adalah tingkat keuntungan yang telah diperoleh investor pada masa lalu atas suatu investasi yang dilaksanakannya, yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya atau dapat dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

di mana:

- $P_{it}$  = harga saham i pada hari ke t  
 $P_{it-1}$  = harga saham i pada hari ke t-1  
 $R_{it}$  = *actual return* saham i hari ke t

2. *Return* pasar (*market return*) mencerminkan situasi perdagangan di bursa efek pada suatu periode tertentu. *Market return* yang bernilai negatif mengidentifikasikan bahwa situasi perdagangan di bursa efek pada periode tersebut cenderung kurang bergairah atau tidak atraktif, sedangkan *market return* yang positif mengidentifikasikan bahwa situasi perdagangan di bursa efek pada periode tersebut atraktif. Dalam penelitian ini *return* IHSG digunakan sebagai *proxy return* pasar. Secara matematis, dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_{it} - IHSG_{it-1}}{IHSG_{it-1}}$$

di mana:

$IHSG_{it}$  = indeks pasar pada hari ke t

$IHSG_{it-1}$  = indeks pasar pada hari ke t-1

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

3. *Return* yang diharapkan (*expected return*) merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan investor atas investasi yang ditanamkannya. Dalam penelitian ini, perhitungan *expected return* diestimasi menggunakan *market model* serupa dengan *single index model* dengan persamaan:

$$E(R_{it}) = \alpha_1 + \beta_1 R_{mt} + U_{it}$$

di mana:

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

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

$\beta_1$  = beta saham i pada hari ke t

$\alpha_1$  = konstanta

Besarnya  $\alpha_1$  dan  $\beta_1$  ditetapkan dengan mempergunakan *Ordinary Least Square* (OLS) dengan persamaan:

$$\beta_1 = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

$$\alpha_1 = \frac{n(\sum Y) - \beta(\sum X)}{n}$$

di mana:

X = tingkat *return* pasar hari ke t ( $R_{mt}$ )

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

n = periode pengamatan

4. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* realisasi (*realized return*) yang terjadi dengan *return* ekspektasi (*expected return*). *Abnormal return* saham i pada hari ke t dapat dihitung dengan rumus:

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

di mana:

AR<sub>it</sub> = *Abnormal return* saham i pada hari ke t

R<sub>it</sub> = realisasi *return* saham i pada hari ke t

R(R<sub>it</sub>) = *expected return* saham I pada hari ke t

5. *Trading Volume Activity* (TVA) merupakan perbandingan antara jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar pada kurun waktu yang sama.

$$TVA = \frac{\sum \text{Saham } i \text{ yang ditransaksikan pada waktu } t}{\sum \text{Saham } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

## BAB III METODE PENELITIAN

### 3.1 Jenis dan Sumber Data.

Ditinjau dari segi penelitian yang bersifat non eksperimen, penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian kasus (*case studies*), yaitu obyek penelitian berupa kasus perubahan harga saham yang hanya terjadi di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini juga merupakan studi peristiwa (*event study*), yaitu mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan dan dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (Jogiyanto, 1998). Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Di samping itu, penelitian ini juga merupakan studi empirik, karena struktur penelitian disusun dengan tujuan membuktikan atau menguji hipotesis secara empiris.

Data merupakan keterangan yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Data yang diperoleh perlu diolah untuk dapat menjawab persoalan penelitian yang sedang dirumuskan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Daftar perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan tahun 2000

2. Harga saham harian seluruh perusahaan sampel yang tercatat di Bursa Efek Jakarta dan dipublikasikan pada harian Bisnis Indonesia. Menurut Mckinlay, berdasarkan kriteria *the power of test* (kemampuan model dalam mendeteksi *abnormal return*) data harian merupakan pilihan yang tepat dalam melakukan *event study*. Data yang digunakan mulai 35 hari sebelum dan 35 hari sesudah tanggal pengumuman multi fraksi (*event date* tanggal 20 Oktober 2000), yaitu dari tanggal 31 Agustus 2000 hingga 30 Oktober 2000.
3. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) harian selama periode penelitian yang akan digunakan sebagai *return* pasar guna mencari *expected return* dengan menggunakan *market model*. Data yang digunakan untuk *event date* tanggal 20 Oktober 2000, dari tanggal 31 Agustus 2000 hingga 30 Oktober 2000.

Berdasarkan cara memperolehnya, jenis data yang dipakai dalam penelitian adalah data sekunder. Data harga saham harian dan IHSG harian diperoleh dari harian Bisnis Indonesia dan JSX *Statistic Monthly* dan *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD). Data penunjang lainnya diperoleh dari jurnal-jurnal, literatur dan sumber lainnya yang berkaitan dengan penelitian.

### **3.2 Populasi dan Pemilihan Sampel**

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas: obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 1999). Populasi yang ditetapkan dalam penelitian ini adalah perusahaan (emiten) yang *listed* atau menjual

sahamnya di Bursa Efek Jakarta hingga bulan November 2000 berjumlah 284 perusahaan. Pemilihan Bursa Efek Jakarta sebagai pasar bursa dalam penelitian ini disebabkan karena Bursa Efek Jakarta adalah bursa terbesar di Indonesia dan posisinya di ibukota Jakarta yang mengindikasikan sebagai barometernya perdagangan efek di Indonesia.

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Sugiyono, 1999). Dengan diterbitkannya Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-331/BEJ/10-2000 tanggal 16 Oktober 2000 mengenai pemberlakuan sistem fraksi yang baru, yaitu dengan sistem multi fraksi di BEJ, menjadikan populasi berstrata sesuai dengan fraksi pergerakan harga sahamnya yang terdiri atas fraksi Rp 5, fraksi Rp 25 dan fraksi Rp 50. Untuk mempermudah dan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditetapkan maka penentuan sampel akan dilakukan secara bertahap dengan menggunakan metode sampling sebagai berikut:

1. Dengan menggunakan *stratified sampling*, dipilih saham-saham berdasarkan fraksi pergerakan harganya secara proporsional, yang diharapkan dalam masing-masing fraksi yang ada akan diwakili oleh suatu sampel yang representatif. Menurut Supranto (1994), untuk populasi lebih dari 100 maka jumlah sampel minimum adalah 10-15%. Dengan demikian, dari masing-masing fraksi yang ada diambil jumlah sampel sesuai dengan perbandingan/rasio jumlah emiten saham masing-masing fraksi. Maka diperoleh 40 perusahaan sebagai total sampel yang dipilih, mewakili masing-

masing fraksi yang ada. Hal tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut (Cooper dan Emory, 1998).

Jumlah sampel yang dipilih setiap fraksi diperoleh dengan cara:

$$\frac{\text{Populasi Emiten Setiap Fraksi}}{\text{Populasi Seluruhnya}} \times \text{Total Sampel yang Dipilih}$$

**Tabel 3.1: Gambaran Sampel Penelitian dan Fraksi Harga Saham**

No.	Jenis Fraksi Harga	Populasi Emiten Setiap Fraksi	Jumlah Sampel yang Dipilih Setiap Fraksi
1.	Fraksi Rp 5	145	20
2.	Fraksi Rp 25	117	16
3.	Fraksi Rp 50	22	4
<b>Total Populasi</b>		<b>284</b>	
<b>Total Sampel yang Dipilih (14% dari Total Populasi)</b>			<b>40</b>

Sumber: Harian Bisnis Indonesia, diolah

2. Sampel dari saham-saham yang terpilih pada poin 1 kemudian diseleksi dengan menggunakan *judgement sampling*. Pada tahap ini yang dipilih saham-saham berdasarkan kriteria yang ditetapkan sebagai berikut:
  - Termasuk saham-saham yang paling aktif diperdagangkan. Aktif didefinisikan bahwa saham yang bersangkutan dalam *event period* yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah *event date* selalu diperdagangkan.
  - Emiten saham tidak mengumumkan pembagian dividen, saham bonus, *right issue*, *stock split*, *merger*, atau akuisisi selama periode kejadian (*event period*) yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah *event date*. Alasan penggunaan *event period* yang pendek adalah untuk memperkecil

terjadinya *counfounding effect* yang memungkinkan terpengaruhnya perilaku data, diantaranya *return* dan volume perdagangan saham yang bersangkutan dapat mengalami perubahan.

Sampel dari saham-saham yang terpilih yang selanjutnya akan diteliti dapat dilihat pada tabel 3.2 berikut.

**Tabel 3.2: Data Saham yang Dijadikan Sampel**

No	Fraksi Rp 5		Fraksi Rp 25.		Fraksi Rp 50.	
	1.	TMPI	AGIS	ANTM	Aneka Tambang	GGRM
2.	BNII	Bank Int'l Indonesia	ASII	Astra Int'l.	HMSP	HM Sampoerna
3.	APLI	Asiaplast	BBCA	Bank central Asia	ISAT	INDOSAT
4.	ELTY	Bakrieland	BMTR	Bimantara	SMGR	Semen Gresik
5.	PNBN	Bank Pan	INKP	Indah Kiat.		
6.	BUNI	Bank Universal	INTP	Indocement		
7.	CTRA	Ciputra	INDF	Indofood		
8.	CMNP	Citra Marga Nusaphala	KLBF	Kalbe Farma		
9.	CFIN	Clipan Finance	MKDO	Makindo		
10.	MYRX	Hanson Industries	MPPA	Matahari		
11.	LPPS	Lippo securities	MEDC	Medco		
12.	MLIA	Mulia Industrindo	MTDL	Metrodata		
13.	MLPL	Multipolar Corp.	TKIM	Tjiwi Kimia		
14.	PNIN	Panin Insurance	TLKM	Telkom		
15.	PANS	Panin Sekuritas	TINS	Tambang Timah		
16.	PTRA	Putra Surya	SIMA	Van Der Horst		
17.	SMCB	Semen Cibinong				
18.	SIPD	Sierad Produce				
19.	MITI	Siwani Trimitra				
20.	TRIM	Trimegah				

Sumber : Jakarta Stock Exchange, *JSX Monthly* 2000, diolah

### 3.3 Teknik Analisis Data

Pada garis besarnya ada tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini. Tujuan tersebut adalah untuk menguji hipotesis yang telah diajukan dalam penelitian ini. Untuk mencapai tujuan penelitian tersebut di atas, maka data yang sudah diperoleh perlu dianalisis. Data tersebut diolah dengan pelbagai cara sesuai dengan tujuan yang hendak dicapai.

Analisis yang dilakukan adalah:

1. Analisis studi peristiwa (*event study*) untuk melihat reaksi pasar terhadap kandungan informasi pada waktu pengumuman multi fraksi saham diterima oleh pasar, dengan model yang dikembangkan oleh Fama dan Fisher, Jensen dan Roll (1969) dalam (Mackinlay, 1997 dan Peterson, 1989).

Dari data yang diperoleh akan dilakukan pengujian reaksi pasar dengan menggunakan indikator *abnormal return* pada semua kategori fraksi pergerakan harga saham yang diberlakukan di Bursa Efek Jakarta per 20 Oktober 2000. Maka, dapat dikatakan bahwa pengumuman multi fraksi saham mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Langkah-langkah analisis menggunakan *event study* adalah sebagai berikut:

- a. Menetapkan tanggal pengumuman sebagai *event date* ( $t=0$ ), yaitu 20 Oktober 2000
- b. Menetapkan periode waktu penelitian yang terdiri dari:
  - Periode estimasi (*estimation period*) adalah 30 hari yaitu hari  $t_{-35}$  hingga  $t_{-5}$  sebelum tanggal pengumuman. Periode estimasi ini dipilih untuk menghindari bias yang dapat ditimbulkan dari fluktuasi nilai beta, dimana sebaiknya dipilih beta dengan periode estimasi yang mendekati *event period*, yaitu selama 30 hari pengamatan (Gatot Rustamadji, 2001). Sedangkan *Expcted return*

dirumuskan dengan menggunakan *market model* yang diestimasi serupa dengan *single index model* dengan persamaan:

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

di mana:

$E(R_{it})$  = *Expected return* saham i pada periode t

$\alpha_i$  = konstanta

$\beta_i$  = koefisien beta saham j

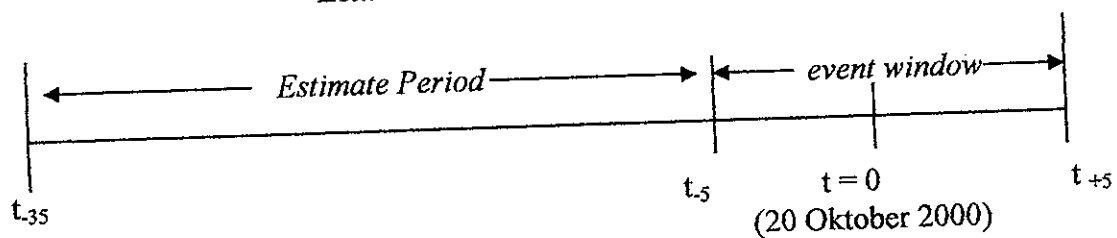
$R_{mt}$  = *return* pasar pada periode t

$U_{it}$  = residual

- *Event window* atau periode dimana reaksi pasar terhadap pengumuman akan diukur, yaitu hari  $t_{-5}$  hingga hari  $t_{+5}$  (sebelas hari). Periode kejadian ini dipilih dengan harapan pasar telah melaksanakan reaksi secara penuh dan dapat dilihat kecepatan reaksinya sesuai dengan penelitian Rini dan Hanung (2002).

**Gambar 3.1.**

***Estimate Period dan Event Window***



- c. Mengestimasi *expected return* dan *abnormal return*

Berdasarkan *market model*, *return* suatu saham diasumsikan dipengaruhi oleh *return* pasar (*market return*), dimana pengaruh pasar berbeda-beda antara satu saham dengan yang lain: ada saham yang sangat sensitif terhadap perubahan pasar, sebaliknya ada saham yang tidak banyak dipengaruhi perubahan pasar

(Untung Affandi dan Siddharta Utama, 1998). *Market model* dapat digunakan untuk mengetahui apakah *return* yang diperoleh investor tergolong normal/abnormal. Koefisien beta merupakan ukuran risiko sistematis. Oleh karena itu, komponen *return* yang diwakili nilai yang merupakan hasil perhitungan dengan *market model* dianggap sebagai *normal return (expected return)*, yaitu *return* yang diperoleh karena menanggung risiko sistematis. Sedangkan nilai residual mewakili *abnormal return*, yaitu *return* untuk risiko unik yang seharusnya tidak diperoleh investor pada pasar yang efisien (Jogiyanto, 1998).

- d. Mencari standar deviasi *abnormal return* saham individual pada periode estimasi
  - e. Mencari signifikansi rata-rata *abnormal return* seluruh saham secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari selama *event window*.
2. Analisis beda terhadap rata-rata *abnormal return* (AAR) dan rata-rata *Trading Volume Activity* (ATVA) antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman multi fraksi saham pada tanggal 20 Oktober 2000.

Dari data yang diperoleh dilakukan pengujian perbedaan terhadap AAR dan ATVA antara sebelum pengumuman dan setelah pengumuman pada semua kategori fraksi pergerakan harga saham yang diberlakukan di Bursa Efek Jakarta per 20 Oktober 2000. Pengujian perbedaan dilakukan dengan uji statistik parametrik t-test dua sampel berpasangan (*paired sample*). Model yang digunakan:

$$t = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{S_d / \sqrt{n}}$$

di mana:

$\bar{x}_1$  = rata-rata X sebelum pengumuman;

$\bar{x}_2$  = rata-rata X sesudah pengumuman

n = jumlah data

Dalam analisis ini langkah-langkah yang dilakukan adalah:

- a. Analisis terhadap rata-rata *abnormal return* (AAR) dan *Trading Volume Activity* (ATVA)

Ho :  $\bar{x}_1 = \bar{x}_2$  (tidak ada perbedaan)

Ha :  $\bar{x}_1 \neq \bar{x}_2$  (ada perbedaan)

- b. Menentukan tingkat signifikansi  $\alpha$  5% (*two tail test*) guna menentukan nilai t-tabel
- c. Menghitung nilai t-tabel dengan bantuan paket program komputer SPSS for MS *Windows release 10.0*, program analisis parametrik uji t *paired sample test*.
- d. Membandingkan nilai t hitung dan t tabel, dengan ketentuan:  
t hitung > t tabel berarti Ha diterima dan Ho ditolak  
t hitung < t tabel berarti Ho diterima dan Ha ditolak

### 3.3.1 Pengujian Hipotesis

Untuk pengujian hipotesis 1, 2 dan 3 digunakan model yang dikembangkan oleh Ball dan Brown (1968) dalam Jogiyanto (1998) yang menguji pengaruh isi informasi terhadap pendapatan (*information content of earning*) dan model yang dikembangkan oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969) dalam studinya mengenai

pengaruh dari *Stock Split*, yaitu pengujian terhadap *abnormal return* saham (Mackinlay, 1997 dan Peterson, 1989).

Untuk pengujian hipotesis 4 hingga 9 dengan menggunakan uji t dua sampel berpasangan (*paired samples*). Pendekatan pengujian ini untuk menemukan perbedaan diantara nilai pasangan, dan selanjutnya pengujian hipotesis nol terhadap perbedaan rata-rata (perbedaan *mean*) dalam populasi adalah nol ( $\bar{x}_1 = \bar{x}_2$ ).

### - Pengujian Hipotesis 1, 2, 3

*Abnormal return* dari saham *i* pada hari ke *t* dapat dirumuskan sebagai berikut:

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

di mana:

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

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

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

Perhitungan *expected return* dengan *market model* dilaksanakan dengan dua tahap, yaitu:

1. Membentuk model ekspektasi menggunakan data realisasi di periode estimasi.
2. Menggunakan model ekspektasi tersebut untuk mengestimasi *expected return* pada periode peristiwa.

Model ekspektasi dapat dibentuk dengan *Single Index Market Model* (SIMM), menggunakan teknik OLS (*Ordinary Least Square*) dengan bentuk persamaan:

$$E(R_{it}) = \alpha_1 + \beta_1 \cdot R_{mt} + U_{it}$$

di mana:

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

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

$U_{it}$  = residual

Koefisien  $\beta_1$  dapat dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$\beta_1 = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

Koefisien  $\alpha_1$  dapat dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$\alpha_1 = \frac{\sum Y - \beta(\sum X)}{n}$$

di mana:

X = *tingkat return* indeks pasar hari ke t ( $R_{mt}$ )

Y = *realized return* saham individu ( $R_{it}$ ) saat *estimation period*

n = periode pengamatan

Dengan  $\alpha_1$  dan  $\beta_1$  tersebut dihasilkan suatu model ekspektasi. *Expected return* tiap-tiap saham pada periode peristiwa atau  $E(R_i)$  dapat dihitung dengan mensubstitusikan *tingkat return* indeks pasar ( $R_{mt}$ ) pada periode peristiwa ( $t_{-5}$  sampai  $t_{+5}$ ), sehingga dapat diperoleh *expected return* untuk periode peristiwa. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* realisasi ( $R_{it}$ ) dengan *return* ekspektasi ( $E[R_{it}]$ ). Setelah diperoleh *abnormal return* untuk setiap saham, maka berdasarkan fraksi pergerakan harganya, yaitu saham dengan fraksi Rp 5, fraksi Rp 25 dan fraksi Rp 50, kemudian dihitung rata-rata atau *average abnormal return* (AAR) harian selama periode peristiwa ( $t = -5$  hingga  $t = +5$ ), dapat dihitung sebagai berikut:

$$AAR_t = \frac{\sum_{j=1}^{j=n} AR_{jt}}{n}$$

di mana:

n = jumlah saham pada masing-masing fraksi

Nilai rata-rata *abnormal return* (AAR) tersebut kemudian diuji dengan t statistik untuk tujuan melihat signifikansi rata-rata *abnormal return* (AAR) yang ada di hari periode peristiwa. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa rata-rata *abnormal return* tersebut secara statistik signifikan tidak sama dengan nol.

Sedangkan pengujian statistik dilakukan dengan cara standarisasi dari *abnormal return*. Langkah perhitungan dengan menggunakan *market model* adalah sebagai berikut:

1. Standarisasi dilakukan untuk *abnormal return* dengan cara membagi nilai *abnormal return* dengan nilai kesalahan standar estimasinya (*standar error of the estimate*). Kesalahan standar estimasi merupakan kesalahan standar pada waktu mengestimasi nilai *abnormal return*nya. *Abnormal return* standarisasi (*abnormal return standardized*) untuk saham i dapat ditulis sebagai berikut:

$$ARS_{it} = \frac{AR_{it}}{KSE_i}$$

di mana:

$ARS_{it}$  = *abnormal return standardized* saham i hari ke t di periode peristiwa

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

$KSE_i$  = kesalahan standar estimasi untuk saham i

2. Kesalahan standar estimasi dapat dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$KSE = \frac{\sum_{i=1}^k STD_i}{k} \times \frac{1}{\sqrt{k}}$$

di mana:

$KSE_i$  = kesalahan standar estimasi saham  $i$

$STD_i$  = deviasi standar pada saham  $i$  selama periode estimasi

$k$  = jumlah emiten saham

3. *Abnormal return Standardized* ( $ARS_{it}$ ) ini dapat diartikan sebagai nilai  $t$  hitung untuk masing-masing *abnormal return* saham  $i$ , hari ke  $t$ . Nilai  $t$  hitung yang akan dibandingkan dengan nilai  $t$  tabel umumnya dilaksanakan untuk *return* portofolio (rata-rata *return* semua  $k$  saham) pada hari ke  $t$  di periode peristiwa. Besarnya *abnormal return standardized* untuk portofolio  $k$  buah saham untuk hari ke  $t$  adalah sebesar:

$$t_t = ARS_t = \frac{\sum_{i=1}^k ARS_{it}}{\sqrt{k}}$$

di mana:

$t_t$  =  $t$ -hitung untuk masing-masing hari ke  $t$  di periode peristiwa

$ARS_t$  = *abnormal return standardized* portofolio hari  $t$  di periode peristiwa

$ARS_{it}$  = *abnormal return standardized* saham  $i$  hari ke  $t$  di periode peristiwa

$k$  = jumlah emiten saham

4. Bandingkan  $t$  hitung ( $ARS_{it}$ ) dengan  $t$  tabel pada tingkat kesalahan 5%. Kriteria penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_a$ ) adalah sebagai berikut:

- Ho ditolak jika  $t \text{ hitung} < -t(\alpha/2; k-1)$  atau  $t \text{ hitung} > t(\alpha/2; k-1)$
- Ho diterima jika  $-t(\alpha/2; k-1) < t \text{ hitung} \leq t(\alpha/2; k-1)$

- **Pengujian Hipotesis 4, 5 dan 6**

1. Menghitung rata-rata *abnormal return* saham (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham pada saham dengan fraksi Rp 5, fraksi Rp 25 dan fraksi Rp 50, sebagai berikut:

$$AAR_{\text{before}} = \frac{\sum_{i=-5}^{t=-1} AR_i}{n_1} \quad \text{dan} \quad AAR_{\text{after}} = \frac{\sum_{i=+1}^{t=+5} AR_i}{n_2}$$

di mana:

- $n_1$  = jumlah periode pengamatan sebelum
- $n_2$  = jumlah periode pengamatan sesudah

2. Menghitung standar deviasi rata-rata *return* sebelum dan sesudah pengumuman

$$\delta_{\text{before}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=-5}^{-1} (AR_{it} - \overline{AR}_{i \text{ before}})^2}{n_1 - 1}} \quad \text{dan} \quad \delta_{\text{after}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=+1}^{+5} (AR_{it} - \overline{AR}_{i \text{ after}})^2}{n_2 - 1}}$$

3. Menghitung uji statistik t untuk  $n \leq 30$  (pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ )

$$t = \frac{AAR_{\text{after}} - AAR_{\text{before}}}{\sqrt{\frac{(n_1 - 1)\delta_{\text{after}}^2 + (n_2 - 1)\delta_{\text{before}}^2}{n_1 + n_2}}} \times \sqrt{\frac{n_1 n_2 (n_1 + n_2 - 2)}{n_1 + n_2}}$$

Hasil dari t hitung ini kemudian dibandingkan dengan t tabel

Ho ditolak jika  $t \text{ hitung} < -t(\alpha/2; n_1+n_2-2)$  atau  $t \text{ hitung} > t(\alpha/2; n_1+n_2-2)$

Ho diterima jika  $-t(\alpha/2; n_1+n_2-2) < t \text{ hitung} \leq t(\alpha/2; n_1+n_2-2)$

- **Pengujian Hipotesis 7, 8 dan 9**

1. Menghitung *Trading Volume Activity* (TVA) saham i pada periode t pada saham dengan fraksi Rp 5, fraksi Rp 25 dan fraksi Rp 50, sebagai berikut:

$$TVA = \frac{\sum \text{ Saham } i \text{ yang ditransaksikan pada waktu } t}{\sum \text{ Saham } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

2. Menghitung rata-rata aktivitas volume perdagangan (ATVA) sebelum dan sesudah pengumuman

$$ATVA_{\text{before}} = \frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} TVA_i}{n_1} \quad \text{dan} \quad ATVA_{\text{after}} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} TVA_i}{n_2}$$

di mana:

$n_1$  = jumlah periode pengamatan sebelum

$n_2$  = jumlah periode pengamatan sesudah

2. Menghitung standar deviasi rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman

$$\delta_{\text{before}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-5}^{-1} (TVA_{it} - \overline{TVA}_i \text{ before})^2}{n_1 - 1}} \quad \text{dan} \quad \delta_{\text{after}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{+5} (TVA_{it} - \overline{TVA}_i \text{ after})^2}{n_2 - 1}}$$

3. Menghitung uji statistik t untuk  $n \leq 30$  (pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ )

$$t = \frac{ATVA_{after} - ATVA_{before}}{\sqrt{(n_1 - 1)\delta_{after}^2 + (n_2 - 1)\delta_{before}^2}} \times \frac{\sqrt{n_1 n_2 (n_1 + n_2 - 2)}}{n_1 + n_2}$$

Hasil dari t hitung ini kemudian dibandingkan dengan t tabel

Ho ditolak jika t hitung  $< -t(\alpha/2; n_1 + n_2 - 2)$  atau t hitung  $> t(\alpha/2; n_1 + n_2 - 2)$

Ho diterima jika  $-t(\alpha/2; n_1 + n_2 - 2) < t \text{ hitung} \leq t(\alpha/2; n_1 + n_2 - 2)$

## **BAB IV**

### **ANALISIS DATA**

#### **4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif**

##### **4.1.1 *Jakarta Automated Trading System (JATS)***

Sistem otomatisasi yang diterapkan di Bursa Efek Jakarta diberi nama *Jakarta Automated Trading System (JATS)* dan mulai dioperasikan pada tanggal 22 Mei 1995. Sistem perdagangan baru yang terpasang dan bersifat otomatis ini akan memberikan fasilitas yang memungkinkan frekuensi perdagangan saham yang lebih besar dan menjadikan pasar lebih andil serta praktek pasar lebih transparan dibandingkan sistem manual.

Dengan frekuensi perdagangan yang lebih besar, sehingga memungkinkan JATS untuk memberikan fasilitas mobilisasi sumber daya yang lebih besar dalam ekonomi Indonesia. Sistem otamatisasi ini memungkinkan distribusi informasi yang lebih akurat kepada semua pelaku bursa dengan efisien dan *real time*. JATS memungkinkan sampai 50.000 transaksi per hari dibandingkan dengan 3.800 transaksi dengan sistem manual. Di samping itu, JATS juga terintegrasi dengan sistem kliring dan Penyelesaian. Dengan demikian lambat laun JATS akan membantu merealisasi visi Bursa Efek Jakarta untuk menjadi satu dari bursa efek terbesar di regional Asia Pasifik dengan jumlah investor domestik dan asing cukup kuat.

#### 4.1.2 Sistem Perdagangan di Bursa Efek Jakarta

Transaksi perdagangan di Bursa Efek Jakarta menggunakan *order-driven market system* dan sistem lelang kontinyu (*continous auction system*). Dengan *order-driven market system* berarti bahwa pembeli dan penjual sekuritas yang ingin melakukan transaksi harus melalui broker. Investor tidak dapat langsung melakukan transaksi jual beli di lantai bursa. Hanya broker yang dapat melakukan transaksi jual beli di lantai bursa berdasarkan order dari investor. Di samping itu, broker dapat juga melakukan transaksi untuk dirinya sendiri untuk membentuk portofolio. Masing-masing perusahaan broker mempunyai staff yang ditugaskan di lantai bursa yang disebut *Security dealer –Broker Representative*.

Dengan sistem lelang kontinyu maksudnya harga transaksi ditentukan oleh penawaran (*supply*) dan permintaan (*demand*) dari investor. Untuk sistem manual, harga penawaran pejualan terendah (*ask price*) dan harga penawaran pembelian tertinggi (*bid price*) dari investor diteriakkan oleh broker di lantai bursa. Seperti pasar lelang, harga transaksi ditentukan jika ada pertemuan antara harga penawaran dan permintaan. Untuk sistem otamatisasi dengan JATS, Broker, memasukkan order dari investor ke *workstation* JATS di lantai bursa. Kemudian order ini akan diproses oleh komputer JATS yang akan menemukan harga transaksi yang cocok dengan mempertimbangkan waktu urutan dari order. Sistem lelang ini akan terus dilakukan secara kontinyu selama jam kerja bursa sampai ditemukan harga kesepakatan. Berikut ini adalah perkembangan transaksi perdagangan saham di BEJ mulai periode

orde baru yang merupakan awal aktifnya pasar modal yaitu tahun 1977 sampai dengan saat ini, tahun 2000.

**Tabel 4.1: Perkembangan Transaksi Perdagangan Saham di BEJ 1977-2000**

Tahun	Jumlah hari Transaksi	Volume Perdagangan (juta saham)	Nilai Perdagangan (milyar rupiah)	Rata-rata nilai perdagangan per hari (milyar rupiah)
1977	98	0,014477	0,1531	0,0016
1978	250	0,019451	0,2185	0,0009
1979	279	0,119310	1,3335	0,0054
1980	251	1,656290	5,7334	0,0228
1981	254	2,981290	7,6517	0,0301
1982	249	5,018826	12,6248	0,0507
1983	250	3,505748	10,1076	0,0404
1984	246	1,218833	2,1390	0,0087
1985	244	1,610914	3,2064	0,0131
1986	247	1,610914	1,8160	0,0073
1987	246	1,428228	5,1843	0,0214
1988	251	2,523674	30,5915	4,9914
1989	248	6,944562	989,8768	29,9695
1990	243	96,088726	7.282,5873	23,5051
1991	245	699,866311	5.757,8671	32,2245
1992	247	1.006,22486	7.959,4500	77,6000
1993	246	1.706,7000	19.086,0000	77,5854
1994	245	5.293,0000	25.483,0000	104,0122
1995	246	10.646,4000	32.358,0000	132,0734
1996	249	29.528,0000	75.073,0000	301,4980
1997	246	76.599,0000	120.385,0000	489,3699
1998	247	90.621,0000	99.685,0000	403,5830
1999	247	178.487,0000	147.880,0000	598,7044
2000	239	134.531,0000	122.775,0000	513,7029

Sumber: Jakarta Stock Exchange, JSX Statistic, diolah

#### 4.1.3 Gambaran Umum Perusahaan yang Menjadi Sampel

Seperti yang telah disebutkan di muka bahwa populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan go publik yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Jakarta hingga bulan November 2000, yaitu sejumlah 284 perusahaan. Kemudian dengan teknik *sampling* secara bertahap diperoleh 40 perusahaan sampel yang terpilih. Di

bawah ini gambaran umum perusahaan yang menjadi sampel penelitian berdasarkan klasifikasi yang ditentukan.

- **Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Fraksi Harga**

Dengan diterbitkannya Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-331/BEJ/10-2000 tanggal 16 Oktober 2000 mengenai pemberlakuan multi fraksi di Bursa Efek Jakarta, menjadikan populasi berstrata sesuai dengan fraksi pergerakan harga sahamnya yang terbagi menjadi fraksi Rp 5, Rp 25 dan Rp 50. Untuk itu populasi yang ada akan dibagi menjadi tiga kategorisasi yaitu perusahaan dengan fraksi Rp 5, Rp 25 dan Rp 50. Jumlah sampel sejumlah 40 perusahaan dengan 20 perusahaan masuk dalam fraksi Rp 5, 16 perusahaan masuk dalam fraksi Rp 25 dan 4 perusahaan masuk dalam fraksi Rp 50.

Hasil pengumpulan sampel tersebut seperti pada tabel 4.2 di bawah ini:

**Tabel 4.2: Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Fraksi Harga**

Jenis Fraksi	Jumlah	%
Perusahaan fraksi Rp 5	20	50
Perusahaan fraksi Rp 25	16	40
Perusahaan fraksi Rp 50	4	10
Total	40	100

Sumber: Harian Bisnis Indonesia, diolah

- **Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Sektor Saham**

Saham-saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta dapat dikelompokkan ke dalam 9 sektor menurut klasifikasi industri yang ditetapkan JASICA (*Jakarta Stock Exchange Industrial Classification*). Sedangkan bila perusahaan-perusahaan sampel

tersebut diklasifikasikan berdasarkan sektor saham tersebut, tampak pada tabel 4.3 sebagai berikut:

**Tabel 4.3: Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Sektor**

Sektor	Jumlah	%
Agriculture	0	0
Mining	3	7,5
Basic Industry and Chemicals	9	22,5
Misc. Industry	2	5
Consumer Goods Industry	4	10
Prop., Real Estate dan Bldg. Constn.	3	7,5
Infrastructure	3	7,5
Finance	11	27,5
Trade, Investment dan Service	5	12,5
Total	40	100

Sumber: Jakarta Stock Exchange, JSX Monthly, diolah

Dari tabel 4.3 di atas tampak di mana sektor saham yang paling banyak digunakan dalam penelitian adalah sektor *finance* yaitu sebesar 27,5% dari total sampel. Sedangkan paling sedikit digunakan dalam penelitian adalah sektor *miscellaneous industry* yaitu sebesar 5% dari total sampel dan sektor *agriculture* sama sekali tidak terwakili (sebesar 0%).

- **Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Kapitalisasi Pasar**

Dalam hal kapitalisasi pasar, perusahaan sampel di Bursa Efek Jakarta sebagian memiliki nilai kapitalisasi lebih dari 5 trilyun rupiah, namun juga sebagian lainnya memiliki nilai kapitalisasi di antara 1 trilyun rupiah dan 5 trilyun rupiah juga nilai kapitalisasi kurang dari 1 trilyun rupiah pada semua kategori fraksi pergerakan harga. Dengan nilai kapitalisasi yang besar maka akan memberikan kontribusi yang besar pula bagi kapitalisasi pasar di Bursa Efek Jakarta termasuk dapat menaikkan

dan menurunkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau sebagai *index mover stocks*. Nilai kapitalisasi pasar saham dapat berubah-ubah sesuai dengan perubahan harga pasar. Nilai kapitalisasi yang dimiliki perusahaan sampel cenderung fluktuatif dari bulan ke bulan. Data perbandingan mengenai prosentase nilai kapitalisasi yang dimiliki perusahaan-perusahaan sampel untuk bulan Juni, Juli, Oktober dan November 2000 dengan melihat fraksi pergerakan harga sahamnya dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut.

**Tabel 4.4: Data Perbandingan Nilai Kapitalisasi pada Perusahaan Sampel di PT. Bursa Efek Jakarta (bulan Juni, Juli, Oktober dan November 2000)**

Fraksi Rp 5								
Nilai Kapitalisasi	Juni	%	Juli	%	Okt	%	Nov	%
≥ 5 trilyun	6	30	1	5	0	0	4	20
1 trilyun ≤ x < 5 trilyun	6	30	4	20	3	15	7	35
< 1 trilyun	8	40	15	75	17	85	9	45
Fraksi Rp 25								
Nilai Kapitalisasi	Juni	%	Juli	%	Okt	%	Nov	%
≥ 5 trilyun	3	18,75	5	31,25	4	25	2	12,5
1 trilyun ≤ x < 5 trilyun	7	43,75	9	56,25	7	43,75	5	31,25
< 1 trilyun	6	37,5	2	12,5	5	31,25	9	56,25
Fraksi Rp 50								
Nilai Kapitalisasi	Juni	%	Juli	%	Okt	%	Nov	%
≥ 5 trilyun	1	25	3	75	3	75	0	0
1 trilyun ≤ x < 5 trilyun	2	50	1	25	1	25	2	50
< 1 trilyun	1	25	0	0	0	0	2	50

Sumber: Jakarta Stock Exchange, JSX Monthly, diolah

- **Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Kepemilikan Asing**

Daya tarik investor asing memiliki pengaruh yang signifikan terhadap aktivitas perdagangan di Bursa. Seringkali dalam suatu Bursa, saham-saham yang diperdagangkan menjadi reaktif dalam perdagangannya karena para investor asing

tertarik untuk menanamkan modalnya pada bursa tersebut. Hal serupa juga dialami di Bursa Efek Jakarta, dimana seringkali para pelaku pasar memperhatikan sikap dari para investor asing dalam memilih porofolio mereka di Bursa. Adapun data perbandingan porsi kepemilikan pihak asing pada perusahaan sampel di Bursa Efek Jakarta untuk bulan Juni, Juli, Oktober dan Nopember 2000 berdasarkan fraksi pergerakan harga sahamnya dapat dilihat pada tabel 4.5 di bawah ini.

**Tabel 4.5: Data Perbandingan Besarnya Kepemilikan Investor Asing pada Perusahaan Sampel di PT. Bursa Efek Jakarta (bulan Juni, Juli, Oktober dan November 2000)**

Fraksi Rp 5								
Kepemilikan Asing	Juni	%	Juli	%	Okt	%	Nov	%
>50%	4	20	4	20	2	10	3	15
25% <x≤ 50%	8	40	8	40	10	50	9	45
≤ 25%	8	40	8	40	8	40	8	40
Fraksi Rp 25								
Kepemilikan Asing	Juni	%	Juli	%	Okt	%	Nov	%
>50%	5	31,2 5	5	31,2 5	3	18,7 5	3	18,7 5
25% <x≤ 50%	5	31,2 5	5	31,2 5	6	37,5 0	7	43,7 5
≤ 25%	6	37,5 0	6	37,5 0	7	43,7 5	6	37,5 0
Fraksi Rp 50								
Kepemilikan Asing	Juni	%	Juli	%	Okt	%	Nov	%
>50%	0	0	0	0	0	0	0	0
25% <x≤ 50%	3	75	3	75	3	75	3	75
≤ 25%	1	25	1	25	1	25	1	25

Sumber: Jakarta Stock Exchange, JSX Monthly, diolah

Berdasarkan tabel 4.5 jika diperhatikan porsi kepemilikan pihak asing pada perusahaan sampel semakin lama semakin berkurang prosentasenya, mereka

cenderung meninggalkan pasar karena suatu hal. Hal ini dialami pada semua kategori fraksi pergerakan harga saham yang diberlakukan di Bursa Efek Jakarta khususnya yang sahamnya dimiliki investor asing lebih dari 50%. Misalnya, pada saham dengan fraksi Rp 5 di bulan Juni 2000 tingkat kepemilikan asing di atas 50%, ada 4 emiten (20%) namun pada bulan Oktober 2000 menjadi 2 emiten (10%). Keadaan ini memberikan kecenderungan bahwa para investor asing sedikit demi sedikit meninggalkan pasar karena mereka menganggap bahwa pasar sudah tidak menarik lagi untuk arena berinvestasi yang menguntungkan namun apabila kondisi menurut mereka membaik, kemungkinan besar para investor asing akan kembali berinvestasi di pasar modal .

- **Klasifikasi Silang antara Kapitalisasi Pasar dan Kepemilikan Asing pada Perusahaan Sampel**

Dari profil perusahaan sampel di atas dapat dilakukan klasifikasi silang (tabel 4.4 dan tabel 4.5) guna mendukung interpretasi pembahasan dan hasil akhir penelitian. Klasifikasi silang perusahaan sampel akan dilakukan antara kepemilikan investor asing dan nilai kapitalisasi pada semua kategori fraksi pergerakan harga saham yang diberlakukan di Bursa Efek Jakarta untuk periode Oktober 2000, tampak pada tabel 4.6 di bawah ini.

**Tabel 4.6: Klasifikasi Silang antara Kepemilikan Investor Asing dan Nilai Kapitalisasi pada Perusahaan Sampel di PT. Bursa Efek Jakarta, periode bulan Oktober 2000**

Fraksi Rp 5							
Keterangan		Kepemilikan asing					
		>50%	%	25%<x≤50%	%	<25%	%
Nilai Kapitalisasi	≥5 Trilyun	0	0	0	0	1	5
	1Trilyun≤x<5 trilyun	0	0	1	5	1	5
	<1 trilyun	2	10	9	45	6	30
Fraksi Rp 25							
Nilai Kapitalisasi	≥5 Trilyun	1	6,25	1	6,25	3	18,75
	1Trilyun≤x<5 trilyun	2	12,5	1	6,25	3	18,75
	<1 trilyun	0	0	4	25	1	6,25
Fraksi Rp 50							
Nilai Kapitalisasi	≥5 Trilyun	0	0	2	50	1	25
	1Trilyun≤x<5 trilyun	0	0	1	25	0	0
	<1 trilyun	0	0	0	0	0	0

Sumber: Jakarta Stock Exchange, JSX Monthly diolah

#### 4.1.4 Analisis Deskriptif Data

Untuk memberikan gambaran atau deskripsi data dalam penelitian ini maka dilakukan analisis *descriptive statistics* terhadap variabel penelitian, yaitu *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* di periode peristiwa dengan melihat fraksi pergerakan harga sahamnya. Gambaran atau deskripsi suatu data tersebut berupa rata-rata, standar deviasi, variance, maksimum dan minimum seperti terlihat pada tabel 4.7, tabel 4.8, tabel 4.9 dan 4.10 berikut.

**Tabel 4.7: Hasil Analisis Deskriptif *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* (TVA) pada Saham dengan Fraksi Rp 5**

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
Abnormal_Return	20	-.02523	.01986	-3.1E-03	1.073963E-02	1.153E-04
TVA	20	.00010	.03224	5.12E-03	7.749549E-03	6.006E-05
Valid N (listwise)	20					

Sumber: Data sekunder yang sudah diolah

Berdasarkan tabel 4.7 dapat dilihat jumlah data yang digunakan dalam penelitian adalah 20 data saham. Nilai rata-rata *abnormal return* selama *event window* adalah sebesar -0,31% dengan standar deviasi sebesar 1,07%. Nilai *abnormal return* tertinggi selama *event window* adalah sebesar 1,99% sedangkan nilai *abnormal return* terendah adalah sebesar -2,52%. Standar deviasi yang sangat besar dari nilai *abnormal return* adalah sebesar 345% dari nilai mean, menunjukkan adanya variasi yang besar dari nilai *abnormal return* terendah dan tertinggi.

Lebih lanjut, nilai rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) selama *event window* adalah sebesar 0,51% dengan standar deviasi sebesar 0,77%. Nilai TVA tertinggi selama *event window* adalah sebesar 3,22% sedangkan nilai TVA terendah adalah sebesar 0,01%. Standar deviasi yang sangat besar dari nilai TVA adalah sebesar 150% dari nilai mean, menunjukkan adanya variasi yang besar dari nilai TVA terendah dan tertinggi.

**Tabel 4.8: Hasil Analisis Deskriptif *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* (TVA) pada Saham dengan Fraksi Rp 25**

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
Abnormal_Return	16	-.04772	.01748	-2.6E-03	1.606940E-02	2.582E-04
TVA	16	.00040	.03868	4.14E-03	9.364690E-03	8.770E-05
Valid N (listwise)	16					

Sumber: Data sekunder yang sudah diolah

Berdasarkan tabel 4.8 dapat dilihat jumlah data yang digunakan dalam penelitian adalah 16 data saham. Nilai rata-rata *abnormal return* selama *event window* adalah sebesar -0,26% dengan standar deviasi sebesar 1,61%. Nilai *abnormal return* tertinggi selama *event window* adalah sebesar 1,75% sedangkan nilai *abnormal return* terendah adalah sebesar -4,77%. Standar deviasi yang sangat besar dari nilai *abnormal return* adalah sebesar 619% dari nilai mean, menunjukkan adanya variasi yang besar dari nilai *abnormal return* terendah dan tertinggi.

Lebih lanjut, nilai rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) selama *event window* adalah sebesar 0,41% dengan standar deviasi sebesar 0,94%. Nilai TVA tertinggi selama *event window* adalah sebesar 3,87% sedangkan nilai TVA terendah adalah sebesar 0,04%. Standar deviasi yang sangat besar dari nilai TVA adalah sebesar 229% dari nilai mean, menunjukkan adanya variasi yang besar dari nilai TVA terendah dan tertinggi.

**Tabel 4.9: Hasil Analisis Deskriptif *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity (TVA)* pada Saham dengan Fraksi Rp 50**

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
Abnormal_Return	4	.00864	.04691	2.66E-02	1.976821E-02	3.908E-04
TVA	4	.00099	.00374	1.95E-03	1.258605E-03	1.584E-06
Valid N (listwise)	4					

Sumber: Data sekunder yang sudah diolah

Berdasarkan tabel 4.9 dapat dilihat jumlah data yang digunakan dalam penelitian adalah 4 data saham. Nilai rata-rata *abnormal return* selama *event window* adalah sebesar 2,66% dengan standar deviasi sebesar 1,98%. Nilai *abnormal return* tertinggi selama *event window* adalah sebesar 4,69% sedangkan nilai *abnormal return* terendah adalah sebesar 0,86%. Standar deviasi yang besar dari nilai *abnormal return* adalah sebesar 74% dari nilai mean, menunjukkan adanya variasi yang besar dari nilai *abnormal return* terendah dan tertinggi.

Lebih lanjut, nilai rata-rata *Trading Volume Activity (TVA)* selama *event window* adalah sebesar 0,19% dengan standar deviasi sebesar 0,12%. Nilai TVA tertinggi selama *event window* adalah sebesar 0,37% sedangkan nilai TVA terendah adalah sebesar 0,10%. Standar deviasi yang besar dari nilai TVA adalah sebesar 63% dari nilai mean, menunjukkan adanya variasi yang besar dari nilai TVA terendah dan tertinggi.

**Tabel 4.10: Hasil Analisis Deskriptif *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* (TVA) pada Keseluruhan Fraksi**

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
Abnormal_Return	40	-.04772	.04691	5.25E-05	1.630721E-02	2.659E-04
TVA	40	.00010	.03868	4.41E-03	8.000915E-03	6.401E-05
Valid N (listwise)	40					

Sumber: Data sekunder yang sudah diolah

Berdasarkan tabel 4.10 dapat dilihat jumlah data yang digunakan dalam penelitian adalah 40 data saham. Nilai rata-rata *abnormal return* selama *event window* adalah sebesar 0,05% dengan standar deviasi sebesar 1,63%. Nilai *abnormal return* tertinggi selama *event window* adalah sebesar 4,69% sedangkan nilai *abnormal return* terendah adalah sebesar -4,77%. Standar deviasi yang sangat besar dari nilai *abnormal return* adalah sebesar 3260% dari nilai mean, menunjukkan adanya variasi yang besar dari nilai *abnormal return* terendah dan tertinggi.

Lebih lanjut, nilai rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) selama *event window* adalah sebesar 0,44% dengan standar deviasi sebesar 0,08%. Nilai TVA tertinggi selama *event window* adalah sebesar 3,87% sedangkan nilai TVA terendah adalah sebesar 0,01%. Standar deviasi yang kecil dari nilai TVA adalah sebesar 18% dari nilai mean, menunjukkan adanya variasi yang kecil dari nilai TVA terendah dan tertinggi.

#### 4.1 Pengujian Hipotesis 1, 2 dan 3

Pengujian hipotesis 1, 2 dan 3 dari penelitian ini adalah untuk menganalisis apakah kebijaksanaan multi fraksi saham pada tanggal 20 Oktober 2000

menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Oleh karena itu, terhadap pengumuman tersebut diuji efek isi informasinya terhadap pendapatan (*information content of earning*). Yakni, dilakukan pengujian statistik apakah terdapat *abnormal return* selama periode peristiwa berdasarkan fraksi pergerakan harga sahamnya. Selanjutnya, dalam pembahasan perusahaan sampel yang akan diteliti adalah pada semua kategori fraksi pergerakan harga saham yang diberlakukan di Bursa Efek Jakarta, yang dibagi menjadi tiga fraksi yaitu, saham dengan fraksi Rp 5, Rp 25 dan Rp 50 di Bursa Efek Jakarta. Maksud dari pembagian ini adalah untuk mencapai tujuan penelitian tersebut di atas.

Pengujian hipotesis 1, 2 dan 3 menggunakan pendekatan model pasar (*market model*). Model perhitungan ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode peristiwa (*event period*). Dalam penelitian *event study* ini periode pengamatan terdiri atas 30 hari bursa sebagai periode estimasi dan 11 hari bursa sebagai periode peristiwa (5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman).

Langkah selanjutnya adalah pengujian statistik apakah terdapat *abnormal return* selama periode peristiwa. Pengujian statistik menggunakan uji t dengan pengujian dua sisi (*two tailed*) yang dilakukan untuk *return* portofolio (rata-rata *return* semua k-sekuritas) pada hari ke t di periode peristiwa, bukan untuk tiap-tiap sekuritas. Portofolio sekuritas ini merupakan jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh

pengumuman peristiwa sebanyak 20, 16 dan 4 data perusahaan sampel dengan fraksi saham Rp 5, Rp 25 dan Rp 50.  $H_0$  ditolak, jika  $t \text{ hitung} < -t (\alpha/2; k-1)$  atau  $t \text{ hitung} > t (\alpha/2; k-1)$  sedangkan  $H_0$  diterima, jika  $-t (\alpha/2; k-1) < t \text{ hitung} \leq t (\alpha/2; k-1)$ . Sistematis pengolahan data mulai dari *return* sampai menjadi *abnormal return* serta penentuan kesalahan standar estimasi (*standard error of estimate*) dapat dilihat pada lampiran.

#### **4.2.1 Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Multi Fraksi pada Saham dengan Fraksi Rp 5**

Hasil di tabel 4.11 berikut merupakan hasil t-test dari pengujian hipotesis 1 yang didasarkan pada hipotesis nol ( $H_0$ ) yang menyatakan rata-rata *abnormal return* (AAR) secara statistik adalah sama dengan nol ( $\bar{x}_1 = \bar{x}_2$ ). Dari tabel 4.11 dapat diketahui terdapat AAR secara statistik signifikan tidak sama dengan nol terjadi pada hari ke +3 di periode peristiwa. Hal ini dapat dilihat dari nilai t-hitung AAR lebih besar daripada nilai t-tabel dengan tingkat signifikansi pada  $\alpha = 10\%$  sebesar 1,729. Untuk hari ke +3 dengan nilai t-hitung sebesar -1,946 merupakan nilai yang signifikan pada  $\alpha = 10\%$  (t-tabel = 1,729). Hal ini berarti kemungkinan nilai AAR hari ke +3 sebesar -0,022659 secara statistik signifikan tidak sama dengan nol sebesar 90%. Maka, hipotesis 1 yang menyatakan bahwa kebijaksanaan multi fraksi saham menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 5, diterima. Sedangkan  $H_{01}$  yang menyatakan bahwa kebijaksanaan multi fraksi saham tidak menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 5, ditolak.

Pada tabel 4.11 berikut ini dapat dilihat hasil perhitungan *abnormal return* untuk masing-masing hari ke-t di periode peristiwa pada saham dengan fraksi Rp 5.

**Tabel 4.11: Hasil Uji AAR selama *Event Window* pada Saham Fraksi Rp 5**

Hari ke	AAR	STD AAR	t-hitung	Signifikan/ Tidak Signifikan
t <sub>5</sub>	-0,00451	0.02970	-0.387	Tidak Signifikan
t <sub>4</sub>	-0,00902	0.02905	-0.775	Tidak Signifikan
t <sub>3</sub>	0,01239	0.05303	1.064	Tidak Signifikan
t <sub>2</sub>	-0,01515	0.03501	-1.301	Tidak Signifikan
t <sub>1</sub>	0,01310	0.04731	1.125	Tidak Signifikan
t=0	-0,01440	0.02529	-1.236	Tidak Signifikan
t <sub>+1</sub>	-0,01259	0.03693	-1.081	Tidak Signifikan
t <sub>+2</sub>	0,01051	0.05601	0.902	Tidak Signifikan
t <sub>+3</sub>	-0,02266 **	0.04701	-1.946	<b>Signifikan</b>
t <sub>+4</sub>	0,00623	0.04106	0.535	Tidak Signifikan
t <sub>+5</sub>	0,00205	0.05743	0.176	Tidak Signifikan

\*\* = Signifikan pada  $\alpha$  10%, df, 19, two tail test ( $t > 1,729$  atau  $t < -1,729$ )

Sumber: Harian Bisnis Indonesia, diolah

Signifikansi AAR yang ada di sekitar tanggal pengumuman pada hari ke +3 menunjukkan bahwa pengumuman multi fraksi mengandung informasi. Disebut mengandung informasi karena pengumuman tersebut menyebabkan terjadinya reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang terjadi. *Abnormal return* dalam kasus ini sifatnya adalah lama dan berkepanjangan (yaitu, sampai hari +5). Terjadinya *abnormal return* yang berkepanjangan menunjukkan bahwa pasar tersebut tidak efisien secara informasi (Jogiyanto, 1998).

Pada hari ke t<sub>+3</sub> sesudah publikasi kebijaksanaan multi fraksi benar-benar diumumkan terhadap saham yang masuk fraksi Rp 5, ditemukan *abnormal return* yang negatif signifikan sebesar -0,02266 (tingkat signifikansi  $\alpha$  =10%). Penurunan AAR yang signifikan bahkan mencapai nilai negatif tersebut menunjukkan bahwa

pengumuman tersebut direaksi secara negatif oleh pasar, yang mana hal ini dapat diindikasikan sebagai berita buruk (*bad news*) bagi pasar khususnya investor saham-saham berharga murah (di bawah Rp 500). Pada hari publikasi tersebut para investor melakukan aksi jual saham yang menyebabkan penurunan harga yang signifikan. Penurunan harga yang menimbulkan *abnormal return* negatif yang signifikan ini dapat terjadi karena fraksi pergerakan harga yang ada memungkinkan terjadinya perubahan harga secara drastis. Maka, tindakan investor melakukan aksi jual saham adalah dalam rangka melindungi diri dari potensi kerugian yang sangat besar karena kemungkinan terjadinya penurunan harga saham yang semakin drastis. Temuan ini juga membuktikan bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah sesuai dengan hasil penelitian Husnan (1994) dalam Rini dan Hanung (2002).

#### **4.2.2 Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Multi Fraksi pada Saham dengan Fraksi Rp 25**

Hasil di tabel 4.12 merupakan hasil t-test dari pengujian hipotesis 2 yang didasarkan pada hipotesis nol ( $H_0$ ) yang menyatakan AAR secara statistik adalah sama dengan nol. Dari tabel 4.12 dapat diketahui tidak terdapat AAR yang signifikan di periode peristiwa pada saham dengan fraksi Rp 25. Hal ini dapat dilihat dari nilai t-hitung AAR pada hari sebelum dan sesudah pengumuman yang semuanya lebih kecil daripada nilai t tabel dengan tingkat signifikansi pada  $\alpha$  10% sebesar 1,746. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis 2 yang menyatakan bahwa kebijaksanaan multi fraksi saham menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal

pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 25, ditolak. Sedangkan  $H_0$  yang menyatakan bahwa kebijaksanaan multi fraksi saham menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pada saham fraksi Rp 25, diterima.

Pada tabel 4.12 berikut ini dapat dilihat hasil perhitungan *abnormal return* untuk masing-masing hari ke-t di periode peristiwa pada saham fraksi Rp 25.

**Tabel 4.12: Hasil Uji AAR selama *Event Window* pada Saham Fraksi Rp 25**

Hari ke	AAR	STD AAR	t-hitung	Signifikan/ Tidak Signifikan
$t_5$	-0,01068	0.03105	-0.410	Tidak Signifikan
$t_4$	0,00503	0.03845	0.192	Tidak Signifikan
$t_3$	0,01461	0.04818	0.560	Tidak Signifikan
$t_2$	-0,00667	0.02089	-0.256	Tidak Signifikan
$t_1$	0,02197	0.06310	0.843	Tidak Signifikan
$t=0$	-0,01153	0.04349	-0.442	Tidak Signifikan
$t_{-1}$	-0,01111	0.03765	-0.426	Tidak Signifikan
$t_{-2}$	0,00709	0.03324	0.272	Tidak Signifikan
$t_{-3}$	-0,00164	0.07943	-0.063	Tidak Signifikan
$t_{-4}$	-0,00436	0.03076	-0.167	Tidak Signifikan
$t_{-5}$	-0,03185	0.08500	-1.222	Tidak Signifikan

Tidak Signifikan pada  $\alpha$  10%, df, 15, two tail test  $(-1,753 \leq t \leq 1,753)$

Sumber: Harian Bisnis Indonesia, diolah

Pada hari pengumuman multi fraksi, AAR saham yang masuk fraksi Rp 25 dengan kisaran harga Rp 500 sampai dengan di bawah Rp 5.000, secara umum ditemukan *abnormal return* yang memiliki tanda negatif namun tidak signifikan secara statistik. Hal ini berbeda dengan hasil yang ditemukan pada pengujian yang sama pada saham dengan fraksi Rp 5, di mana terjadi penurunan yang signifikan pada saham dengan fraksi Rp 5 (di bawah Rp 500). Pada kondisi tersebut mengindikasikan bahwa pada hari pengumuman multi fraksi para investor melakukan aksi jual untuk meminimalisir kerugian, namun tidak menyebabkan penurunan harga yang

signifikan. Penurunan harga yang tidak menimbulkan AAR negatif negatif yang signifikan ini dapat terjadi karena fraksi pergerakan yang ada tidak memungkinkan terjadinya perubahan harga secara drastis. Di samping itu, juga berarti bahwa informasi asimetris yang sebelumnya terjadi, setelah pengumuman justru menjadi simetris sehingga pasar tidak bereaksi setelah pengumuman. Kemungkinan yang terjadi adalah investor yang sebelumnya tidak menangkap informasi tersebut atau kurang canggih dalam mengolah informasi, dengan adanya informasi kebijaksanaan multi fraksi yang benar-benar diumumkan menyebabkannya telah bereaksi sama dengan investor lainnya yang sebelumnya telah memperoleh informasi, seperti investor saham berharga murah (di bawah Rp 500).

#### **4.2.3 Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Multi Fraksi pada Saham dengan Fraksi Rp 50**

Hasil di tabel 4.13 merupakan hasil t-test dari pengujian 3 yang didasarkan pada hipotesis  $H_0$  yang menyatakan rata-rata *abnormal return* (AAR) secara statistik adalah sama dengan nol. Dari tabel 4.13 dapat diketahui terdapat AAR yang signifikan pada hari 0,+1 di periode peristiwa pada saham dengan fraksi Rp 50. Hal ini dapat dilihat dari nilai t-hitung AAR lebih besar daripada nilai t-tabel dengan tingkat signifikansi pada  $\alpha$  5% sebesar 3,182. Untuk hari ke 0, +1 dengan nilai t-hitung sebesar 5,483 dan 4,554 merupakan nilai yang signifikan pada  $\alpha = 5\%$  (t-tabel = 3,182). Hal ini berarti peluang nilai AAR hari ke 0, +1 sebesar 0,10872 dan 0,09030 secara statistik signifikan tidak sama dengan nol sebesar 95%. Berdasarkan

hal tersebut maka hipotesis 3 yang menyatakan bahwa kebijaksanaan multi fraksi saham menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 50, diterima. Sedangkan  $H_03$  yang menyatakan bahwa kebijaksanaan multi fraksi saham menimbulkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman pada saham fraksi Rp 50, ditolak.

Pada tabel 4.13 berikut ini dapat dilihat hasil perhitungan *abnormal return* untuk masing-masing hari ke-t di periode peristiwa pada saham fraksi Rp 50.

**Tabel 4.13: Hasil Uji AAR selama *Event Window* pada Saham Fraksi Rp 50**

Hari ke	AAR	STD AAR	t-hitung	Signifikan/ Tidak Signifikan
t <sub>5</sub>	0,01024	0.01564	0.517	Tidak Signifikan
t <sub>4</sub>	0,00758	0.02008	0.382	Tidak Signifikan
t <sub>3</sub>	0,01230	0.02799	0.620	Tidak Signifikan
t <sub>2</sub>	0,00813	0.01519	0.410	Tidak Signifikan
t <sub>1</sub>	0,02222	0.03784	1.121	Tidak Signifikan
t=0	0,10872 *	0.52867	5.483	<b>Signifikan</b>
t <sub>-1</sub>	0,09030 *	0.55885	4.554	<b>Signifikan</b>
t <sub>-2</sub>	0,00680	0.00611	0.343	Tidak Signifikan
t <sub>-3</sub>	0,00468	0.00771	0.236	Tidak Signifikan
t <sub>-4</sub>	0,00074	0.02419	0.037	Tidak Signifikan
t <sub>-5</sub>	0,02088	0.01308	1.053	Tidak Signifikan

\* = Signifikan pada  $\alpha$  5%, df, 3, two tail test ( $t > 3,182$  atau  $t < -3,182$ )  
 \*\* = Signifikan pada  $\alpha$  10%, df, 3, two tail test ( $t > 2,353$  atau  $t < -2,353$ )

Sumber: Harian Bisnis Indonesia, diolah

Pemberlakuan fraksi 1 poin Rp 5 secara umum ditanggapi secara negatif oleh pasar, karena hanya mengakomodasi sebagian saham terutama bagi saham-saham yang memiliki harga dibawah Rp 500, sedangkan saham-saham yang berharga mahal seperti HM Sampoerna, Indosat, Gudang Garam menjadi tidak sering diperdagangkan karena perubahan harga yang relatif kecil membuat para pelaku pasar hanya

memperoleh keuntungan dalam jumlah yang kecil. Untuk tipe investor dengan pilihan investasi jangka panjang, fraksi harga Rp 5 bukan suatu masalah, namun investor Indonesia pada umumnya tidak memiliki tipe seperti tersebut, mereka mayoritas adalah *trader* dan *gambler*, sehingga jika kondisi pasar dianggap tidak menguntungkan mereka lebih memilih untuk meninggalkan pasar dan bermain di pasar uang. Akan hal tersebut Bursa Efek Jakarta dengan pertimbangan yang mendalam dan masukan dari berbagai pihak pada akhirnya menerapkan perubahan fraksi harga baru yang bersifat multi fraksi berdasarkan kisaran harga tertentu agar mengakomodasi rentang harga yang berbeda. Perubahan harga tersebut ditanggapi positif oleh pasar, namun hal tersebut pada dasarnya adalah suatu keharusan yang dilakukan oleh pihak Bursa untuk memperlancar proses perdagangan.

Adanya respon positif oleh para investor atas realisasi informasi kebijaksanaan multi fraksi dapat diketahui dari signifikansi AAR positif yang ada di sekitar tanggal pengumuman, yaitu pada hari ke 0, +1. Dalam hal ini, sesudah pengumuman multi fraksi para investor pada saham berharga mahal (di atas Rp 5.000) mengambil posisi untuk membeli saham yang berdampak pada perubahan kenaikan harga saham yang drastis. Kenaikan harga yang menimbulkan AAR positif signifikan ini dapat terjadi karena fraksi pergerakan harga yang ada memungkinkan terjadinya perubahan harga yang drastis. Di samping itu, menunjukkan bahwa pengumuman multi fraksi mengandung informasi. Disebut mengandung informasi karena pengumuman tersebut menyebabkan terjadinya reaksi pasar yang ditunjukkan

dengan adanya *abnormal return* yang terjadi pada saham dengan fraksi Rp 50. *Abnormal return* dalam kasus ini sifatnya adalah lama dan berkepanjangan (yaitu, sampai hari +5). Secara umum temuan tersebut konsisten dengan hasil penelitian Husnan (1994) dalam Rini dan Hanung (2002) bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah.

#### 4.2.4 Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Multi Fraksi pada Semua Fraksi Harga

Pada bagian ini akan dilakukan analisis reaksi dari pasar terhadap informasi yang dipublikasikan mengenai kebijaksanaan multi fraksi pada semua fraksi harga. Hal ini dilakukan guna melihat gambaran menyeluruh mengenai dampak publikasi perubahan kebijaksanaan multi fraksi di Bursa Efek Jakarta selama *event window* pada semua fraksi harga. Hasil analisis dapat dilihat pada tabel 4.14 berikut ini.

**Tabel 4.14: Hasil Uji AAR selama *Event Window* pada Keseluruhan Fraksi Saham**

Hari ke	AAR	STD AAR	t-hitung	Signifikan/ Tidak Signifikan
t <sub>5</sub>	-0.00550	0.029	-0.485	Tidak Signifikan
t <sub>4</sub>	-0.00174	0.033	-0.154	Tidak Signifikan
t <sub>3</sub>	0.01327	0.048	1.170	Tidak Signifikan
t <sub>2</sub>	-0.00943	0.029	-0.832	Tidak Signifikan
t <sub>1</sub>	0.01756 **	0.052	1.548	Signifikan
t=0	-0.00094	0.155	-0.083	Tidak Signifikan
t <sub>+1</sub>	-0.00171	0.162	-0.150	Tidak Signifikan
t <sub>+2</sub>	0.00877	0.044	0.773	Tidak Signifikan
t <sub>+3</sub>	-0.01152	0.060	-1.016	Tidak Signifikan
t <sub>+4</sub>	0.00145	0.035	0.128	Tidak Signifikan
t <sub>+5</sub>	-0.00963	0.069	-0.849	Tidak Signifikan

\* = Signifikan pada α 5%, df, 39, two tail test (t> 1,685 atau t<-1,685)  
 \*\* = Signifikan pada α 10%, df, 39, two tail test (t>1,304 atau t<-1,304)

Sumber : Harian Bisnis Indonesia, diolah

Berdasarkan analisis yang dilakukan seperti hasil di tabel 4.14, maka diketahui ditemukan adanya AAR yang signifikan pada semua fraksi saham perusahaan pada hari ke -1 sebesar 0.01756. Hal ini dapat dilihat dari nilai t-hitung AAR lebih besar daripada nilai t-tabel dengan tingkat signifikansi 10% sebesar 1,304. Dengan demikian, hasil tersebut konsisten dengan kesimpulan pada masing-masing fraksi harga saham yang telah dijelaskan sebelumnya.

### 4.3 Pengujian Hipotesis 4, 5 dan 6

Analisis perbedaan antara rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah publikasi kebijaksanaan multi fraksi dilakukan dengan menggunakan uji beda dua rata-rata (*paired sample*). Hasil uji beda ini dapat dilihat pada tabel 4.15 berikut ini.

**Tabel 4.15: Hasil Uji Beda antara AAR Sebelum dan Sesudah Pengumuman Multi Fraksi Saham**

Keterangan	AAR Sebelum	AAR Sesudah	t-hitung	Signifikan/ Tidak Signifikan
Fraksi Rp 5	-0,00064	-0,00329	0,252	Tidak Signifikan
Fraksi Rp 25	0,00485	-0,00837	1,234	Tidak Signifikan
Fraksi Rp 50	0,01209	0,02468	-0,744	Tidak Signifikan
Keseluruhan	0,00283	-0,00253	0,628	Tidak Signifikan

Tidak Signifikan pada  $\alpha$  10%, df, 4, two tail test (-2,132 < t ≤ 2,132)

Sumber: Harian Bisnis Indonesia, diolah

Dari tabel 4.15 di atas, dapat dilihat bahwa pada keseluruhan fraksi yang ada di Bursa Efek Jakarta ternyata AAR sebelum dan sesudah publikasi kebijaksanaan multi fraksi tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hal ini dapat dilihat dari nilai t

hitung yang lebih kecil daripada nilai t-tabel dengan tingkat signifikansi sebesar 5%; 10% sebesar 2,776 dan 2,132. Hal ini terjadi diduga karena informasi publikasi kebijaksanaan multi fraksi yang dikeluarkan PT. Bursa Efek Jakarta telah direspon sebelumnya, yang berarti bahwa pasar telah melakukan antisipasi sehingga pengumuman multi fraksi benar-benar diumumkan justru tidak menimbulkan kejutan bagi pelaku pasar.

Berdasarkan hal tersebut maka dapat disimpulkan bahwa

1. Hipotesis 4 yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara AAR pada periode sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi pada saham dengan fraksi Rp 5, ditolak.
2. Hipotesis 5 yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara AAR pada periode sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi pada saham dengan fraksi Rp 25, ditolak
3. Hipotesis 6 yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara AAR pada periode sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi pada saham dengan fraksi Rp 50, ditolak

Di samping itu, dari uji beda AAR secara keseluruhan untuk saham-saham di Bursa Efek Jakarta pada semua fraksi harga ditemukan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara AAR pada periode sebelum atau sesudah pengumuman multi fraksi. Secara umum temuan ini konsisten dengan temuan penelitian Marwan Asri (1998); Zaki Baridwan (1999).

#### 4.4 Pengujian Hipotesis 7, 8 dan 9

Analisis perbedaan antara rata-rata *Trading Volume Activity* (ATVA) sebelum dan sesudah publikasi kebijaksanaan multi fraksi dilakukan dengan menggunakan uji beda dua rata-rata (*paired sample*). Hasil uji beda dilihat pada tabel 4.16 berikut ini.

**Tabel 4.16: Hasil Uji Beda antara ATVA Sebelum dan Sesudah Pengumuman Multi Fraksi Saham**

Keterangan	ATVA Sebelum	ATVA Sesudah	t-hitung	Signifikan/ Tidak Signifikan
Fraksi Rp 5	0,00622	0,00426	0,862	Tidak Signifikan
Fraksi Rp 25	0,00588	0,00237	2,717 **	Signifikan
Fraksi Rp 50	0,00170	0,00187	-0,356	Tidak Signifikan
Keseluruhan	0,00564	0,00327	2,230 **	Signifikan

\* = Signifikan pada  $\alpha$  5%, df, 4, two tail test ( $t > 2,776$  atau  $t < -2,776$ )  
\*\* = Signifikan pada  $\alpha$  10%, df, 4, two tail test ( $t > 2,132$  atau  $t < -2,132$ )

Sumber: Harian Bisnis Indonesia, diolah

Dari tabel 4.16 di atas, dapat dilihat bahwa pada fraksi pergerakan harga saham Rp 25 dan dengan keseluruhan fraksi yang ada di Bursa Efek Jakarta ternyata ATVA sebelum dan sesudah publikasi kebijaksanaan multi fraksi terdapat perbedaan yang signifikan. Hal ini dapat dilihat dari nilai t hitung yang lebih besar daripada nilai t-tabel dengan tingkat signifikansi sebesar 10% sebesar 2,132. Uji beda ATVA sebelum dan sesudah pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 25 menurun secara signifikan yaitu, sebelum pengumuman sebesar 0,588% menjadi 0,237% sesudah pengumuman. Hal ini mengindikasikan akibat reaksi negatif oleh investor dari sebelum pengumuman ternyata masih terjadi setelah pengumuman. Menurunnya aktivitas investor tersebut memunculkan dugaan bahwa keengganan investor untuk

memainkan posisi spekulatif disebabkan oleh menurunnya kepercayaan para pelaku pasar dengan lebih memilih menahan diri untuk membeli saham dengan fraksi Rp 25 (harga saham kisaran Rp 500 sampai dengan < Rp 5.000).

Sedangkan ATVA pada saham dengan fraksi Rp 5 dan ATVA pada saham dengan fraksi Rp 50 secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan, meskipun ATVA pada saham dengan fraksi Rp 5 mengalami penurunan dan ATVA pada saham dengan fraksi Rp 50 mengalami kenaikan. Hal ini mengisyaratkan banyaknya informasi yang diterima investor baik yang bersifat positif dan negatif, sehingga dinilai investor membingungkan. Namun demikian investor tidak merespon keadaan tersebut dengan kepanikan dalam melakukan aktivitas perdagangannya.

Berdasarkan hal tersebut maka dapat disimpulkan bahwa

1. Hipotesis 7 yang menyatakan terdapat perbedaan yang signifikan antara ATVA sebelum dan sesudah pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 5, ditolak.
2. Hipotesis 8 yang menyatakan terdapat perbedaan yang signifikan antara ATVA sebelum dan sesudah pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 25, diterima
3. Hipotesis 9 yang menyatakan terdapat perbedaan yang signifikan antara ATVA sebelum dan sesudah pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 50, ditolak

Dari uji beda ATVA secara keseluruhan untuk saham-saham di Bursa Efek Jakarta pada semua fraksi harga ditemukan perbedaan yang signifikan antara ATVA sebelum atau sesudah pengumuman multi fraksi. Secara umum temuan ini konsisten dengan temuan penelitian Marwan Asri (1998) dan Zaki Baridwan (1999).

## BAB V

### SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

#### 5.1 Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji bagaimana reaksi pasar modal terhadap pengumuman multi fraksi saham yang dikeluarkan PT. Bursa Efek Jakarta. Reaksi pasar modal diuji dengan mengamati *abnormal return* (AR) dan *Trading Volume Activity* (TVA) melalui metode *event study*. Berdasarkan analisis data yang telah dilakukan maka berikut ini adalah simpulan yang dapat diberikan oleh penelitian ini:

1. Berdasarkan pembuktian hipotesis 1, 2 dan 3 mengenai apakah kebijaksanaan multi fraksi saham menghasilkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman, didapatkan hasil bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan akibat peristiwa kebijaksanaan multi fraksi di Bursa Efek Jakarta di hari ke +3 pada saham dengan fraksi Rp 5 dan di hari ke 0, +1 pada saham dengan fraksi Rp 50 namun signifikansi tidak terjadi di sekitar tanggal pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 25. Dan jika dilihat dari kecepatan reaksi pasar dalam menyerap informasi perubahan kebijakan multi fraksi dapat dikatakan bahwa pasar bereaksi dengan lambat (signifikansi *abnormal return* untuk hari ke +3 pada saham dengan fraksi Rp 5 dan hari ke 0, +1 pada saham dengan fraksi Rp 50), karena informasi perubahan kebijakan multi fraksi mungkin cukup lama untuk dievaluasi oleh investor.

Oleh karena investor mungkin masih membutuhkan informasi yang lain seputar perubahan. Untuk *abnormal return* yang signifikan di hari ke +3 sesudah pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 5 adalah bertanda negatif karena kandungan informasi pada pengumuman multi fraksi adalah negatif tidak sesuai dengan yang diharapkan khususnya bagi investor saham berharga murah (di bawah Rp 500). Di sisi lain, *abnormal return* yang signifikan di hari ke 0, +1 sesudah pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 50 adalah bertanda positif sesuai dengan yang diharapkan karena kandungan informasi pada pengumuman multi fraksi tersebut adalah positif bagi investor saham berharga mahal ( $\geq$  Rp 5.000). Berdasarkan temuan tersebut juga menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta berada dalam kondisi efisien dalam bentuk lemah. Secara umum temuan tersebut konsisten dengan temuan penelitian Husnan (1994) dalam Rini dan Hanung (2002); Untung Affandi dan Siddarta Utama (1998) yang menemukan bahwa pasar modal di Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah di mana harga sekuritas belum mencerminkan informasi publik.

2. Berdasarkan pembuktian hipotesis 4, 5 dan 6 mengenai apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham, didapatkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* (AAR) yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi pada semua kategori fraksi pergerakan harga saham yang diberlakukan di Bursa Efek Jakarta. Ini

menunjukkan bahwa pasar tidak menanggapi peristiwa kebijaksanaan multi fraksi yang dikeluarkan PT. Bursa Efek Jakarta. Hal ini bisa terjadi karena pasar telah merespon sebelumnya yang berarti pasar telah melakukan antisipasi sehingga pengumuman multi fraksi benar-benar diumumkan justru tidak menimbulkan kejutan bagi pelaku pasar.

3. Berdasarkan pembuktian hipotesis 7, 8 dan 9 mengenai apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *Trading Volume Activity* (ATVA) sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi saham, didapatkan hasil bahwa terdapat perbedaan rata-rata *Trading Volume Activity* (ATVA) yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman multi fraksi pada saham dengan fraksi Rp 25, namun tidak terdapat perbedaan yang signifikan ATVA pada saham dengan fraksi Rp 5 dan ATVA pada saham dengan fraksi Rp 50. Ditemukan signifikansi perbedaan antara ATVA sebelum dan sesudah pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 25 kemungkinan akibat reaksi yang negatif investor dari sebelum pengumuman masih terjadi sesudah pengumuman. Penurunan aktivitas investor memunculkan sinyalemen bahwa keengganan investor untuk memainkan posisi spekulatif disebabkan oleh menurunnya kepercayaan para pelaku pasar dengan lebih memilih menahan diri daripada membeli saham dengan fraksi Rp 25 (harga saham dengan kisaran Rp 500 sampai dengan < Rp 5.000). Sedangkan antara ATVA sebelum dan sesudah pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 5 dan Rp 50

secara statistik tidak ditemukan perbedaan yang signifikan. Meskipun demikian antara ATVA sebelum dan sesudah pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 5 mengalami penurunan, sementara antara ATVA sebelum dan sesudah pengumuman pada saham dengan fraksi Rp 50 mengalami kenaikan. Hal ini mengisyaratkan banyaknya informasi yang diterima investor baik yang bersifat positif dan negatif, sehingga dinilai investor membingungkan. Namun demikian investor tidak merespon keadaan tersebut dengan kepanikan (masih dalam batas kewajaran) dalam melakukan aktivitas perdagangannya.

## 5.2 Implikasi Kebijakan

1. PT. Bursa Efek Jakarta sebagai fasilitator dan regulator dalam perdagangan efek di Indonesia agar lebih meningkatkan peranannya dalam mewujudkan pasar saham yang efisien, wajar dan teratur. Hal ini karena dari hasil temuan mengindikasikan bahwa Bursa Efek Jakarta masih merupakan pasar yang efisien dalam bentuk lemah. Padahal kalau Bursa Efek Jakarta sudah memenuhi efisiensi pasar bentuk setengah kuat semestinya harga cepat berubah pada tanggal pengumuman dan tak ada strategi apapun yang dapat dilakukan investor untuk menghasilkan *abnormal return* yang signifikan setelah penyesuaian tersebut.
2. Investor dan calon investor dalam berinvestasi hendaknya memperhatikan peristiwa adanya publikasi kebijaksanaan baru di Bursa Efek Jakarta karena

dengan memanfaatkan peristiwa seperti ini dapat memperoleh *abnormal return*. Meskipun demikian harus diperhatikan kandungan informasi yang mungkin terdapat dalam peristiwa tersebut agar tidak mengalami kerugian. Berdasarkan hasil temuan menunjukkan bahwa publikasi kebijaksanaan multi fraksi saham pada tanggal 20 Oktober 2000 di Bursa Efek Jakarta telah menimbulkan reaksi di pasar modal dan memberikan *abnormal return* negatif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman bagi investor saham berharga murah ( $< \text{Rp } 500$ ) dengan fraksi Rp 5. Maka, dapat disimpulkan bahwa pengumuman multi fraksi saham menyebabkan terjadinya pengurangan kekayaan investor atau mengandung risiko sehingga harus diantisipasi oleh para investor. Kemudian publikasi kebijaksanaan tersebut juga memberikan *abnormal return* positif yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman bagi investor saham berharga mahal ( $\geq \text{Rp } 5.000$ ) dengan fraksi Rp 50, berarti memberikan keuntungan *abnormal* bagi investor. Sedangkan bagi investor saham dengan fraksi Rp 25, kebijaksanaan tersebut tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan namun demikian ditemukan memberikan *abnormal return* negatif berarti tetap ada risiko walaupun tidak menyebabkan penurunan harga yang signifikan. Oleh karena itu, investor disarankan untuk tidak melakukan investasi yang bersifat jangka pendek dengan melakukan spekulasi menjelang peristiwa publikasi dan sebaiknya mengubah horizon investasinya menjadi jangka panjang pada sistem multi fraksi. Hal ini dapat

melindungi investor dari potensi kerugian yang sangat besar karena kemungkinan terjadinya kenaikan atau penurunan harga saham yang drastis dapat diminimalkan dengan adanya aturan tersebut.

### **5.3 Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini hanya melakukan kajian pada satu peristiwa saja yaitu kebijaksanaan 20 Oktober 2000 mengenai diberlakukannya perubahan fraksi saham di BEJ dari fraksi tunggal Rp 5 menjadi multi fraksi (Rp 5, Rp 25 dan Rp 50). Maka, kesimpulan penelitian ini hanya dapat diterapkan pada *event* tersebut. Lebih lanjut, penelitian ini memiliki keterbatasan dari sampel yang diteliti di mana jumlah sampel penelitian yang terbatas 40 perusahaan paling aktif pada semua kategori fraksi pergerakan harga saham yang diberlakukan di Bursa Efek Jakarta. Di samping itu, penentuan perusahaan sampel belum mempertimbangkan keberadaan kepemilikan investor asing yang mempunyai peranan penting dalam aktivitas perdagangan di Bursa sejak terwujudnya kebijaksanaan 4 September 1997 (perihal pembebasan batas kepemilikan porsi asing).

### **5.4 Agenda Penelitian Mendatang**

Para peneliti yang berminat dan tertarik untuk melakukan penelitian di pasar modal di pandang perlu mengkaji *event* lebih dari satu dengan cara membuat komparasi dengan peristiwa selain kebijaksanaan 20 Oktober 2000, misalnya peristiwa kebijaksanaan 3 Juli 2000 mengenai perubahan fraksi tunggal menjadi lebih

kecil yaitu, dari Rp 25 menjadi Rp 5. Kemudian, memperbanyak jumlah sampel dan penentuan perusahaan sampel juga perlu lebih memperhatikan porsi kepemilikan asing apalagi sejak terwujudnya kebijaksanaan 4 September 1997, perilaku investor asing semakin berpengaruh besar pada keadaan pasar modal Indonesia (khususnya di Bursa Efek Jakarta).

## REFERENSI

- Ang, 1997, **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia**, Mediasoft Indonesia
- Ardiansyah, 2002, "Pengaruh Pengumuman Saham Bonus Terhadap Volume Perdagangan Saham", **Media Riset akuntansi**, Vol.2, No.2, Agustus, p.1-26
- Brigham dan Gapenski, 1994, **Financial Management**, Seventh Edition, Florida: The Dryden Press, p.8: 716-717
- Chakravart, Sugato dan Robert A Wood, 2000, **The Effect of Decimal Trading on Market Liquidity**, Working Paper, Purdue University dan University of Memphis
- Cooper, Donald and Emory, William, 1997, **Metode Penelitian Bisnis**, Penerbit Erlangga Jakarta
- Detik. Com, 2000, **Untuk Redam Volatilitas, Jumat, BEJ Terapkan Multi Fraksi**
- Divisi Komunikasi PT BEJ, 2000, **BEJ Akan Melakukan Perubahan Fraksi Harga Saham**
- \_\_\_\_\_, **BEJ Berlakukan Multi Fraksi Pada Tanggal 20 Oktober 2000**
- Foster, 1986, **Financial Statement Analysis**, Englewood Cliffs, NJ:Prentice-Hall, Second Edition
- Frans S. Imung, 2000, **Fraksi Rp. 5 Jadi Bumerang Asing Enggan Bertransaksi**, Investor, 24 September
- \_\_\_\_\_, **Sistem Multi Fraksi Diberlakukan Agar Harga saham Bisa Terkerek**, Investor, 25 Oktober
- Gatot Rustamadji, 2001, "Analisis Ekspektasi Investor di Bursa Efek Jakarta Terhadap Peristiwa Politik (Event Study: Peristiwa Keputusan Memorandum oleh DPR dalam Kasus Buloggate dan Bruneigate)", **Usahawan**, No.8, Agustus, p.36-43
- Goldstein, M. Dan Kavajecz,K.,2000, "Eighths, Sixtenths and Market Depth: Changes in Tick Size and Liquidity Provision on The NYSE", **Journal of Financial Economics** 56, pp.125-149

- Harris, 1994, "Minimum Price Variations, Discrete Bid-Ask Spread, and Quotation Sizes", **Review of Financial Studies** 7 (1), p.149-178
- Jogiyanto, 1998, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, BPFE Yogyakarta
- Johanes Soetikno, 2000, **Pro Kontra Fraksi Harga**, Investor, 22 Juli
- Jakarta Stock Exchange, 2000, **JSX Statistic Monthly**
- Jurnal Pasar Modal Indonesia**, No.11. Nopember 1997
- Kritzman, Mark P., 1994, "What Practitioner Need to Know About Event Studies", **Financial Analyst Journal**, Nov-Des p.17-20
- Lukas Purwoto, 2001, "Penurunan Tick Size dan Likuiditas Pasar", **Usahawan**, No.1, Januari, p.3-7
- Marston, Felicia, 1996, "Differences in Information and Common Stock Return: Estimation Risk or Unequal Distribution of Information?", **The Financial Review**, November, p.831-857
- Marwan Asri, 1999, Pengaruh Stock Split Terhadap Likuiditas Saham Yang Diukur Dengan Besarnya Bid-Ask Spread di Bursa Efek Jakarta, **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol.14, No.4, p.93-110
- dan Faizal, 1998, "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996)", **KELOLA** Vol.7, No.18, pp.137-153
- Mackinlay, 1997, "Event Studies in Economics and Finance", **Journal of Economic Literature**, March 1997, pp.13-39
- Niemeyer, J., dan Sandas, 1995, **An Empirical Analysis of The Trading Structure at The Stockholm Stock Exchange**, Working Paper, Stockholm School of Economics
- Peterson, 1989, "Event Studies: A Review of Issues and Metodology", **Quarterly Journal of Business and Economic**, Summer, Vol.28, No.3
- Prananda Herdiawan, 2000, **Berharap Pada Lima Rupiah**, Warta Ekonomi, Vol.12, No.8, Juli
- **,Bongkar Pasar Demi Investor**, Warta Ekonomi, Vol.12, No.8, Agustus

- Putu Angreini, 2000, **Fraksi Rp 5 Sebaiknya Hanya Sementara**, Investor, 22 Juli
- Rini dan Hanung, 2002, "Pengaruh Pengumuman Perubahan Dividen Terhadap Volume Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham", **Perspektif**, Vol.7, No.1, Juni, p.9-17
- Rini Mahgianti, 2001, Perilaku Harga dan Volume Perdagangan (Studi Peristiwa Dampak Penundaan Pencairan Bantuan IMF pada Saham Dominasi Asing dengan Pendekatan Koreksi Beta), **Proceeding Simposium Nasional Akuntansi IV**, p.956-994
- Singgih Santoso, 2000, **Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik**, Elex Media Komputer
- Soejoto, 2002, "Analisa Harga Saham Perusahaan Manufaktur dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya di Pasar Modal Indonesia", **Ekuitas**, Vol.6, No.3, September, p.250-267
- SRO Link, 2000, **BEJ Berlakukan Fraksi Baru Harga Saham**, Juli
- Suad Husnan, 1994, **Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, Edisi 2, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Sugiyono, 1999, **Metode Penelitian dan Bisnis**, Alfabeta, Bandung
- Supranto, 1994, **Statistik Teori dan Aplikasi**, Penerbit Erlangga Jakarta
- Susiyanto, 1999, "The Impact of Bank Restructuring Announcement on The Banking Stock Prices: The Cases of Indonesia's Banking Reforms on March 13, 1999 and The Issuance of Government Bond on May 28 1999", **Gadjah Mada International Journal of Business**, Vol. 1 No.2, p.37-67
- Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, 2001, **Pasar Modal Indonesia**, Salemba Empat, Jakarta
- Untung Affandi dan Siddharta Utama, 1998, "Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat Pada Bursa Efek Jakarta", **Usahawan**, Vol.27, No.3, Maret
- Zaki Baridwan, 1999, "Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta periode 1994-1996", **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol.2, No.1, Januari, p.91-116