

BAB III

GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN

III.1 Bursa Efek Indonesia

III.1.1 Sejarah

Bursa Efek Indonesia merupakan hasil dari penggabungan Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya pada tahun 2007. Sejarah Bursa Efek Indonesia diawali dengan didirikannya Bursa Efek di Batavia yang bernama *Vereniging Voon de Effectenhandel* pada tanggal 14 Desember 1912 oleh pemerintah kolonial Belanda. Perkembangan bursa efek di zaman penjajahan Belanda cukup baik. Hal tersebut digambarkan dengan didirikannya bursa efek di luar Batavia yaitu di Surabaya dan Semarang. Namun, karena pasar modal tersebut hanya digunakan untuk keuntungan pihak Belanda maka saat Indonesia dikuasai oleh Jepang bursa efek tersebut ditutup.

Setelah Indonesia merdeka, pemerintahan Orde Lama berupaya untuk menghidupkan kembali pasar modal nasional. Keputusan Menteri Keuangan No.28973/ UU tanggal 1 November 1951 dan UU No. 15 tahun 1952 memberikan pernyataan bahwa bursa efek di Indonesia diaktifkan kembali dengan Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE) sebagai penyelenggara dan Bank Indonesia sebagai penasihat⁴⁵.

Setelah berakhirnya masa pemerintahan Orde lama, surat berharga yang diperdagangkan dalam bursa efek pada masa pemerintahan Orde Baru adalah obligasi pemerintah RI serta obligasi bank industri negara. Pada awal diaktifkan

⁴⁵ Adler Haymans M. *Analisis Saham Indonesia*. Economic Student's Group. Jakarta. 1992. Hal 4

kembali, anggota bursa Indonesia sebagian besar diisi oleh warga Belanda, baik perorangan maupun perusahaan. Setelah adanya nasionalisasi perusahaan Belanda di tahun 1960, pemerintah melarang memperdagangkan aset-aset perusahaan Belanda. Oleh karena kebijakan tersebut, pasar modal Indonesia menjadi merosot.

Pada tanggal 10 Agustus 1977, Bursa Efek kembali diperdagangkan dan ditetapkan sebagai hari lahirnya kembali pasar modal Indonesia dengan nama Bursa Efek Jakarta. Pengawasan dan pelaksanaan kegiatan Bursa Efek dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM). Selama sepuluh tahun pertama Bursa Efek Jakarta, perdagangan saham relatif sepi karena hanya 24 saham yang diperdagangkan. Seiring dengan dikeluarkannya kebijakan pemerintah Paket Desember 1988 (PAKDES 1987) kegiatan perdagangan di bursa efek meningkat, hal ini berlanjut dengan adanya kebijakan Paket Desember 1988 (PAKDES 1988) yang mengatur deregulasi perbankan.

Pada tahun 1989 Bursa Efek Surabaya didirikan dan kegiatan bursa efek dilakukan oleh PT Bursa Efek Surabaya. Pada tanggal 13 Juli 1992, Bursa Efek Jakarta diprivatisasi, sehingga dualisme fungsi BAPEPAM berakhir. Kegiatan perdagangan efek meningkat dengan adanya otomatisasi perdagangan bursa dengan *Jakarta Automated Trading System (JATS)*. Pada tahun 2000 kegiatan perdagangan saham tanpa warkat (*scriptless trading system*) mulai diperkenalkan. Kegiatan perdagangan jarak jauh (*remote trading*) yang memungkinkan perdagangan saham tanpa melalui lantai bursa mulai diperkenalkan pada tahun 2002. Pada tahun 2007, Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya digabungkan dan menghasilkan Bursa Efek Indonesia yang sekarang kita kenal.

III.1.2 Mekanisme Perdagangan⁴⁶

Pelaksanaan perdagangan Efek di Bursa dilakukan dengan menggunakan fasilitas JATS. Perdagangan Efek di Bursa hanya dapat dilakukan oleh Anggota Bursa (AB) yang juga menjadi Anggota Kliring KPEI. Anggota Bursa Efek bertanggungjawab terhadap seluruh transaksi yang dilakukan di Bursa baik untuk kepentingan sendiri maupun untuk kepentingan nasabah. Dalam Bursa Efek Jakarta terdapat tiga segmen pasar, yaitu segmen pasar reguler, pasar tunai, dan pasar negosiasi.

Anggota Bursa Efek bertanggung jawab terhadap penyelesaian seluruh Transaksi Bursa atas nama Anggota Bursa Efek yang bersangkutan sebagaimana tercantum dalam DTB, termasuk Transaksi Bursa yang terjadi antara lain karena beberapa kelalaian seperti yang diatur dalam tata cara perdagangan efek dalam Peraturan BEI.

A. Pesanan Nasabah

Pesanan yang dapat dilaksanakan di Bursa oleh Anggota Bursa adalah hanya pesanan terbatas (limit order), yaitu pesanan yang dilaksanakan oleh Anggota Bursa sampai dengan batas harga yang ditetapkan oleh nasabahnya.

Penawaran jual dan atau permintaan beli nasabah atas Efek selain HMETD hanya boleh ditransaksikan oleh Anggota Bursa di Pasar Reguler, kecuali nasabah menginstruksikan atau menyetujui secara tertulis bahwa penawaran jual atau permintaan belinya ditransaksikan di Pasar Tunai atau Pasar Negosiasi.

⁴⁶ www.idx.co.id

B. Satuan Perdagangan

Perdagangan di Pasar Reguler dan Pasar Tunai harus dalam satuan perdagangan (round lot) Efek atau kelipatannya, yaitu 500 (lima ratus) Efek. Perdagangan di Pasar Negosiasi tidak menggunakan satuan perdagangan (tidak round lot).

Tabel III.1
Satuan Perubahan Harga (Fraksi)

Harga Efek	Fraksi Harga	Maksimum Jenjang Perubahan Harga*
< Rp 200,-	Rp 1,-	Rp 10,-
Rp 200,- s/d < Rp 500,-	Rp 5,-	Rp 50,-
Rp 500,- s/d < Rp 2.000,-	Rp 10,-	Rp 100,-
Rp 2.000,- s.d < Rp 5.000	Rp 25,-	Rp 250,-
> Rp 5.000,-	Rp 50,-	Rp 500,-

Sumber: www.idx.co.id

Ket* Jenjang maksimum perubahan harga adalah 10x fraksi harga, masih berada di bawah batas *auto rejection* dan tidak berlaku pada *pre-opening*.

Fraksi dan jenjang maksimum perubahan harga di atas berlaku untuk satu Hari Bursa penuh dan disesuaikan pada Hari Bursa berikutnya jika Harga Penutupan berada pada rentang harga yang berbeda. Jenjang maksimum perubahan harga dapat dilakukan sepanjang tidak melampaui batasan persentase *Auto Rejection* (penolakan secara otomatis jika harga yang diberikan di luar rentang harga yang ditetapkan.).

Dalam pasar reguler penawaran jual dan atau permintaan beli yang telah dimasukkan ke dalam JATS diproses oleh JATS dengan memperhatikan:

- Prioritas harga (*price priority*):

Permintaan beli pada harga yang lebih tinggi memiliki prioritas terhadap permintaan beli pada harga yang lebih rendah, sedangkan penawaran jual pada harga yang lebih rendah memiliki prioritas terhadap penawaran jual pada harga yang lebih tinggi.

- Prioritas Waktu (*time priority*):

Bila penawaran jual atau permintaan beli diajukan pada harga yang sama, JATS memberikan prioritas kepada permintaan beli atau penawaran jual yang diajukan terlebih dahulu.

Pengurangan jumlah Efek pada JATS baik pada penawaran jual maupun pada permintaan beli untuk tingkat harga yang sama tidak mengakibatkan hilangnya prioritas waktu. Sedangkan penambahan jumlah Efek baik pada penawaran jual maupun permintaan beli untuk tingkat harga yang sama diperlakukan sama dengan penawaran jual maupun permintaan beli baru. Transaksi Bursa di Pasar Reguler dan Pasar Tunai terjadi dan mengikat pada saat penawaran jual sesuai dengan permintaan beli oleh JATS.

Sedangkan dalam pasar negosiasi, perdagangan efek dilakukan melalui proses tawar menawar secara individual (negosiasi secara langsung) antar:

- Anggota Bursa atau
- nasabah melalui satu Anggota Bursa atau
- nasabah dengan Anggota Bursa atau
- Anggota Bursa dengan KPEI

Selanjutnya hasil kesepakatan dari tawar menawar tersebut diproses melalui JATS. Anggota Bursa dapat menyampaikan penawaran jual dan atau permintaan beli melalui papan tampilan informasi (advertising) dan bisa di ubah atau dibatalkan sebelum kesepakatan dilaksanakan di JATS. Kesepakatan mulai mengikat pada saat terjadi penjumpaan antara penawaran jual dan permintaan beli di JATS.

C. Biaya Transaksi

Anggota Bursa wajib membayar biaya transaksi kepada Bursa, KPEI dan KSEI yang dihitung berdasarkan nilai per transaksi Anggota Bursa sebagai berikut:

Tabel III.2
Biaya Transaksi

Jenis Transaksi	Biaya Transaksi	Dana	
		Jaminan	Pajak*
Pasar Reguler dan Tunai	0,03 %	0,01 %	PPN dan kewajiban perpajakan lainnya
Pasar Negosiasi	0,03 atau kebijakan bursa		
Obligasi	0,005 %		

Ket * Dibayarkan ke Bursa sebagai Wajib Pungut, sesuai ketentuan yang berlaku

Minimum biaya transaksi yang harus dibayar AB adalah Rp 2.000.000,- (dua juta Rupiah) per bulan termasuk untuk AB dalam keadaan suspensi atau SPAB-nya dibekukan;

Pembayaran harus sudah efektif dalam rekening Bursa setiap bulan selambat-lambatnya pada hari kalender ke-12 bulan berikutnya. Dalam hal hari kalender ke-

12 (dua belas) di atas jatuh pada hari Sabtu atau hari Minggu atau hari libur maka kewajiban dimaksud efektif pada hari kerja berikutnya. Keterlambatan pembayaran dikenakan denda sebesar 1% (satu per seratus) setiap hari kalender keterlambatan.

Anggota Bursa yang tidak memenuhi kewajibannya selambat-lambatnya 5 Hari Bursa setelah lampaunya batas waktu pembayaran, maka Anggota Bursa tersebut disamping dikenakan denda juga dikenakan suspensi sampai dengan diselesaikannya seluruh kewajiban pembayaran biaya transaksi dan dendanya.

III.2 Gambaran Umum Indeks LQ 45

Indeks LQ45 merupakan kumpulan 45 buah saham dengan likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta. Indeks LQ45 diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta pada tanggal 13 Juli 1994. Nilai agregat dari saham-saham tersebut meliputi sekitar lebih dari 70% nilai total kapitalisasi pasar di BEJ dan meliputi sekitar 72,5% dari total transaksi di pasar reguler. Indeks ini mulai diterapkan pada 3 Februari 1997 namun perhitungan dasarnya dihitung mundur hingga tanggal 13 Juli 1994 dengan nilai dasar 100.

Indeks LQ45 merupakan pelengkap dari indeks pasar yang ada di Indonesia selain IHSG dan JII. Indeks ini bertujuan khususnya untuk menyediakan fasilitas yang *reliable* dan objektif bagi pihak-pihak yang berkepentingan seperti analis keuangan, manajer investasi dan pihak-pihak lain yang berhubungan dengan pasar modal dalam memantau pergerakan saham-saham yang aktif diperdagangkan di BEJ.

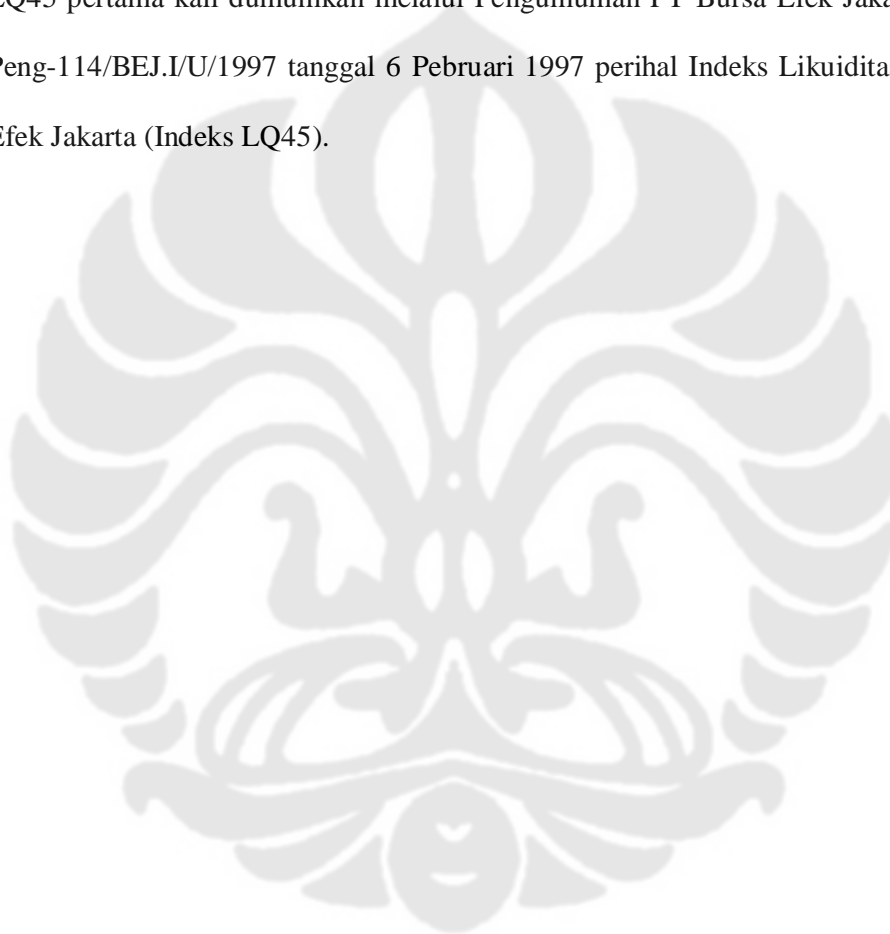
Saham-saham yang termasuk (konstituen) dalam Indeks LQ45 harus memenuhi kriteria dan melewati seleksi utama sebagai berikut:⁴⁷

- a. Masuk dalam ranking 60 besar dari total transaksi saham di pasar reguler dan berada di 95% teratas dari total nilai transaksi (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
- b. Berada di 90% teratas dari kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
- c. Merupakan urutan tertinggi yang mewakili sektornya dalam klasifikasi industri BEJ (JASICA) sesuai dengan nilai kapitalisasi pasarnya.
- d. Telah tercatat di BEJ minimum 3 bulan
- e. Keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhan.
- f. Frekuensi tertinggi dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler.

Indeks LQ45 akan dievaluasi setiap tiga bulan. Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria lagi, maka saham tersebut harus dikeluarkan dari perhitungan indeks dan digantikan dengan saham lainnya yang memenuhi kriteria. Saham yang masuk kriteria dengan ranking 1-35 akan masuk ke dalam perhitungan indeks sedangkan saham yang memiliki ranking 36-45 belum akan dimasukkan ke dalam indeks kecuali apabila saham tersebut telah memenuhi kriteria selama tiga kuartal berturut-turut. Saham-saham yang termasuk di dalam LQ45 terus dipantau dan setiap 6 bulan mengalami *review* (Januari dan Juli). Jika terdapat saham yang sudah tidak masuk kriteria maka akan diganti dengan saham lain yang memenuhi syarat. Pihak BEJ mempunyai komite penasehat yang terdiri

⁴⁷ Jasso Winarto (ed). *Pasar Modal Indonesia : Retrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ*. Jakarta : Pustaka Sinar Harapan.

dari para ahli di BAPEPAM, Universitas, dan Profesional di bidang pasar modal untuk menentukan saham-saham yang termasuk golongan ini. Tim ini harus menjaga kerahasiaan rencana penggantian tersebut sampai dengan saat penggantian diumumkan, yaitu pada Awal bulan Februari dan Agustus. Indeks LQ45 pertama kali diumumkan melalui Pengumuman PT Bursa Efek Jakarta No. Peng-114/BEJ.I/U/1997 tanggal 6 Pebruari 1997 perihal Indeks Likuiditas Bursa Efek Jakarta (Indeks LQ45).



BAB 1V

PEMBAHASAN

Pada bagian ini akan dilakukan pembahasan terhadap hasil pengujian atas AR dan CAR untuk menentukan terjadi atau tidaknya *reversal* dalam jangka pendek (tiga hari sesudah penurunan besar) serta untuk mengetahui bagaimana pergerakan harga saham selama hari-hari berikutnya (hari ke-4 hingga hari ke-20 sesudah penurunan besar). Pengujian pertama pada bagian ini dilakukan terhadap seluruh sampel. Bagaimanapun, LQ 45 yang menjadi objek penelitian ini dibentuk dan berlaku selama periode enam bulanan. Implikasinya, suatu saham yang masuk dalam perhitungan LQ 45 pada periode tertentu belum tentu masuk kembali dalam perhitungan LQ 45 pada periode berikutnya. Berdasarkan hal tersebut, pengujian juga dilakukan terhadap saham-saham yang konsisten berada dalam perhitungan indeks LQ 45. Hal ini sejalan dengan metode yang dilakukan oleh Permana (2005) dan ditujukan untuk melakukan penyaringan terhadap saham yang tidak aktif diperdagangkan.

Sementara itu, beberapa peneliti seperti Bremer & Sweeney (1991) serta Cox & Peterson (1994), menduga bahwa terdapat hubungan atau korelasi diantara *events* yang terjadi. Dengan dugaan tersebut, mereka hanya mengikutsertakan satu *event* per hari dalam sampel penelitian mereka, sementara *event* lainnya yang terjadi dalam hari yang sama dikeluarkan dari sampel. Dengan dugaan tersebut, penulis juga melakukan pengujian dengan menggunakan metode serupa terhadap sampel konsisten yang telah diperoleh sebelumnya. Bagaimanapun, dikarenakan

keterbatasan data, pengujian terhadap hipotesis kedua yang mencoba mengetahui kemungkinan terdapatnya perbedaan dalam pola *reversal* diantara jenis industri yang berbeda, hanya dilakukan pada kasus seluruh sampel.

IV.1 Pengujian Terhadap Seluruh Sampel

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri atas saham-saham perusahaan besar dan likuid yang tercatat dalam perhitungan indeks LQ 45. Setelah diperoleh data mengenai perusahaan-perusahaan yang masuk dalam perhitungan indeks LQ 45 selama periode penelitian, kemudian dilakukan *data screening* atas *return* harian untuk mengidentifikasi *event*. *Event* didefinisikan sebagai peristiwa penurunan besar pada harga saham dalam satu hari perdagangan. Mengacu pada penelitian-penelitian terdahulu, saham dikatakan mengalami penurunan besar jika harganya mengalami penurunan minimal 10 % dalam satu hari perdagangan.

Dengan menggunakan kriteria bahwa sebelum penurunan besar terjadi harga saham ialah seribu rupiah atau lebih, maka diperoleh sampel awal berupa 59 *events* yang terdiri atas 34 perusahaan. Dari sampel awal ini, sebanyak enam *event* observasi dikeluarkan dari sampel karena tidak memenuhi syarat dalam masa *event window*. Tabel IV.1 berisi daftar observasi yang dikeluarkan dari sampel penelitian. Proses ini menghasilkan sampel akhir yang terdiri 53 *events* observasi dan berasal dari 30 perusahaan berbeda. Sampel inilah yang akan diuji dalam subbab ini. Tabel IV.2 menyajikan daftar perusahaan tersebut.

Tabel IV.1**Daftar Observasi yang Dikeluarkan Dari Sampel**

Kode Emiten	Alasan Dikeluarkan
PGAS	Tidak aktif diperdagangkan pada <i>event window</i>
BLTA	Tidak aktif diperdagangkan pada <i>event window</i>
SMRA	Tidak aktif diperdagangkan pada <i>event window</i>
RALS	Tidak aktif diperdagangkan pada <i>event window</i>
TSPC	Tidak aktif diperdagangkan pada <i>event window</i>
INCO	Melakukan <i>stock split</i> pada <i>event window</i>

Sumber: Data olahan penulis

Tabel IV.2**Daftar Perusahaan yang Menjadi Sampel Penelitian**

No.	Kode	Nama Perusahaan (PT)
1	AALI	Astra Agro Tbk
2	ANTM	Aneka Tambang Tbk
3	ASII	Astra International Tbk
4	AUTO	Astra Otoparts Tbk
5	BBCA	Bank Central Asia Tbk
6	BDMN	Bank Danamon Indonesia Tbk
7	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk
8	BMTR	Bimantara Citra Tbk
9	CMNP	Citra Marga Nusaphala Tbk
10	DNKS	Dankos Laboratories Tbk
11	DYNA	Dynaplast Tbk
12	GGRM	Gudang Garam Tbk
13	HMSP	H M Sampoerna Tbk
14	INCO	International Nickel Ind. Tbk
15	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
16	INTP	Indocement Tbk
17	ISAT	Indosat Tbk
18	LMAS	Limas Stokhomindo Tbk
19	LSIP	PP London Sumatera Tbk
20	MEDC	Medco Energi Tbk
21	PLAS	Palm Asia Corpora Tbk
22	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
23	RALS	Ramayana Lestari Tbk
24	SMGR	Semen Gresik Tbk
25	TINS	Timah Tbk
26	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
27	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk
28	UNSP	Bakrie Sumatra Pantations Tbk
29	UNTR	United Tractors Tbk
30	UNVR	Unilever Tbk

Sampel yang telah dijelaskan di atas terdiri atas *event* yang terjadi selama tahun 2001 hingga tahun 2007. Sementara itu, indeks LQ 45 yang digunakan sebagai objek dalam penelitian ini, dibentuk dan berlaku untuk setiap periode enam bulan. Oleh karena itu, penelitian yang menggunakan tahun 2001 hingga 2007 ini secara otomatis terdiri atas beberapa periode LQ 45 (12 periode LQ 45), diawali dengan LQ 45 periode Agustus 2001-Januari 2002 dan berakhir pada LQ 45 periode Februari 2007-Juli 2007. Berikut disajikan daftar periode LQ 45 yang termasuk dalam penelitian ini beserta jumlah *events* yang terjadi dalam periode tersebut.

Tabel IV.3

Daftar Periode LQ 45 Beserta *Events* yang Terjadi

Periode LQ 45	Junlah <i>Events</i>	Persentase
Agustus 2001 - Januari 2002	8	15.09
Februari 2002- Juli 2002	2	3.77
Agustus 2002 - Januari 2003	11	20.75
Februari 2003- Juli 2003	2	3.77
Agustus 2003 - Januari 2004	4	7.55
Februari 2004- Juli 2004	5	9.43
Agustus 2004 - Januari 2005	-	0.00
Februari 2005- Juli 2005	5	9.43
Agustus 2005 - Januari 2006	4	7.55
Februari 2006 - Juli 2006	11	20.75
Agustus 2006 - Januari 2007	-	0.00
Februari 2007- Juli 2007	1	1.89
Jumlah	53	100

Sumber: Data olahan penulis

IV.1.1 Pola Pembalikan

VI.1.1.1 Analisis AR

Hipotesis pertama penelitian ini menyatakan bahwa saham-saham yang mengalami penurunan besar harga pada satu hari perdagangan akan mengalami

pembalikan (*reversal*) pada hari berikutnya. Di bawah ini disajikan hasil uji-t atas *abnormal return* harian selama t-5 hingga t+20 yang dihitung menggunakan *market adjusted abnormal return*.

Tabel IV.4

Hasil Uji Signifikansi AR untuk Seluruh Sampel

DAY	AR (%)	Tstat	Tstat (sig)
-5	-0.69442	-1.18688	0.2406
-4	-0.50995	-1.2357	0.2221
-3	0.409967	0.645824	0.5212
-2	-0.08064	-0.14719	0.8835
-1	-0.08944	-0.09896	0.9215
0	-12.4291	-31.506	0.0000***
1	2.022011	3.222854	0.0021***
2	1.72143	2.262093	0.0278**
3	-0.90467	-1.48702	0.1430
4	0.086668	0.14629	0.8842
5	-1.44741	-1.67101	0.1007
6	0.076094	0.170698	0.8651
7	-0.1395	-0.30687	0.7601
8	-0.03194	-0.05041	0.9599
9	-0.00503	-0.01313	0.9895
10	-0.92495	-2.55129	0.0137**
11	-1.18973	-2.90523	0.0053***
12	-0.03132	-0.06941	0.9449
13	-0.37585	-0.86348	0.3918
14	-0.42331	-1.27211	0.2089
15	-0.71307	-1.56787	0.1229
16	-1.86763	-3.47649	0.001***
17	0.351834	0.636727	0.5270
18	-0.03651	-0.07407	0.9412
19	1.028486	1.688147	0.0973*
20	-0.40598	-0.98274	0.3302

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%
 ** 5%
 ***1%

Dari Tabel IV.4 tersebut dapat diamati bahwa pada hari pertama dan kedua setelah terjadinya penurunan besar, terdapat AR yang bernilai positif dan secara signifikan berbeda dari 0, masing-masing sebesar 2,022% (signifikan pada 1%) dan 1,72 % (signifikan pada 5%). Sementara itu, pada hari ketiga sesudah terjadi AR yang negatif namun tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan hasil yang ditemukan pada penelitian Bremer & Sweeney (1985) dan Cox & Peterson (1994) yang juga menemukan AR yang positif dan signifikan pada hari pertama dan kedua setelah terjadinya penurunan besar harga. Dengan hasil ini didapatkan bukti yang mendukung terjadinya *reversal* pada dua hari pertama setelah *event*. Hal ini mengindikasikan bahwa secara rata-rata sebagian investor telah bereaksi secara berlebihan (*overreact*) terhadap informasi negatif (*bad news*) sehingga menyebabkan terjadinya penurunan besar. Sementara itu, untuk mengukur tingkat *overreaction* yang terjadi dapat dilakukan dengan menghitung *reversal magnitude*. Dengan menggunakan rumus dari Bowman & Iverson (1998) maka dapat *reversal magnitude* dihitung dengan rumus sebagai berikut⁴⁸:

$$RM_t = \frac{AR_t}{AR_0}$$

Dengan ditemukannya AR yang signifikan selama dua hari berturut-turut setelah penurunan besar terjadi, maka *reversal magnitude* selama dua hari tersebut dapat dihitung. *Reversal* sebesar 3.74 % jika dibandingkan dengan *abnormal return* pada t=0 sebesar -12.423 % menghasilkan angka 30,12 %. Angka ini

⁴⁸ Bowman., *op cit.*

menunjukkan bahwa 30.12% dari *initial price change* menggambarkan *overreaction* terhadap informasi baru yang dianggap negatif.

Dari tabel IV.4 juga terlihat pergerakan *abnormal return* selama t+4 hingga t+20. Selama periode ini terdapat 13 hari yang memiliki AR negatif, dimana 10 hari dari 13 hari tersebut terjadi secara berturut-turut, yaitu dari t+7 hingga t+16 dan terjadi secara signifikan pada t+10, t+11 dan t+16. Hasil ini mengindikasikan bahwa harga saham cenderung untuk terus turun selama periode t+4 hingga t+20 sesudah *event*. Sementara itu *return* positif hanya signifikan terjadi pada t+19. Berdasarkan tabel tersebut, dapat dilihat juga bahwa selama lima hari sebelum *event*, tidak satu pun AR yang terjadi secara signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi yang menyebabkan terjadinya penurunan besar pada t=0, merupakan informasi baru yang tak terduga sebelumnya.

Hasil pengujian terhadap AR ini memberikan bukti bahwa secara rata-rata, telah terjadi *reversal* dalam jangka pendek setelah penurunan besar terjadi. Hal ini sesuai dengan *overreaction hypothesis*, dimana penurunan besar yang terjadi disebabkan oleh sebagian investor yang *overreact* terhadap berita negatif, apapun bentuknya, sehingga menghasilkan AR yang positif dan signifikan pada hari berikutnya.. Lebih jauh, didapatkan bukti bahwa setelah *reversal* pada jangka pendek, harga cenderung untuk terus bergerak turun. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Cox & Peterson (1994) yang juga mendapatkan bukti bahwa setelah *reversal* dalam jangka pendek, saham cenderung mengalami kinerja yang

buruk dalam hari-hari berikutnya. Terhadap hasil pengujiannya tersebut Cox dan Peterson menyatakan⁴⁹:

“Lpnger-term, we find that, beginning four days after the drop, securities tend to enter a prolonged period of relatively poor performance where the postdrop recovery is itself reversed. This longer term price behavior is puzzling and warrants future examination.”

IV.1.1.2 Analisis CAR

A. CAR Periode Tiga Hari Setelah *Event*

Dari analisis terhadap *abnormal return*, diperoleh bukti bahwa terdapat *abnormal return* yang bernilai positif dan signifikan pada t+1 dan t+2 serta *abnormal return* negatif meskipun tidak signifikan pada t+3. Untuk melengkapi analisis, akan dilakukan pengujian terhadap *cumulative abnormal return* selama tiga hari pertama setelah *event* terjadi. Hal ini didasarkan pada penelitian-penelitian sebelumnya (Bremer & Sweeney (1991), Cox & Peterson (1994)) yang menyimpulkan bahwa terjadi *reversal* selama periode jangka pendek (tiga hari sesudah *event*) setelah penurunan besar terjadi. Berikut adalah hasil uji t terhadap CAR tiga hari tersebut.

Tabel IV.5

Uji Signifikansi CAR 1-3 untuk Seluruh Sampel

DAY	CAR	Tstat	Tstat (sig)
1 - 3	2.838777	5.769036	0.0287**

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

** 5%

***1%

⁴⁹ Cox, Don R., David Peterson. *Stock Returns Following Large One-Day Declines: Evidence on Short-term Reversals and Longer Term Performance*. Journal of Finance. 1994

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa secara rata-rata terdapat *cumulative abnormal return* tiga hari sesudah *event* sebesar 2,84 % dan signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hasil ini mengindikasikan bahwa terjadi *reversal* dalam jangka pendek yang disebabkan oleh investor yang *overreact* terhadap informasi negatif.

B. CAR Periode T+4 Hingga T+20

Berdasarkan analisis sebelumnya terhadap *abnormal return* pada t+4 hingga t+20, ditemukan bukti bahwa selama periode ini harga saham cenderung untuk terus bergerak turun dan signifikan pada t+10, t+11 dan t+16. Dari hasil tersebut penulis tertarik untuk menguji *cumulative abnormal return* t+4 hingga t+20. Dari tabel IV.6, dapat dilihat bahwa nilai *cumulative abnormal return* tersebut bernilai -6.04914 % dan secara statistik signifikan pada tingkat signifikansi 1%. Hasil pengujian ini konsisten dengan hasil penelitian Cox & Peterson (1994), dimana nilai CAR pada *longer-term* lebih besar dari *reversal* yang diperoleh selama tiga hari pertama setelah *event* dan membuktikan bahwa *reversal* jangka pendek setelah penurunan besar cenderung di-*reverse* selama periode hari berikutnya.

Tabel IV.6

Uji Signifikansi CAR 4-20 untuk Seluruh Sampel

DAY	CAR (%)	Tstat	Tstat (sig)
4 - 20	-6.049144943	-6.609942	0.0000***

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

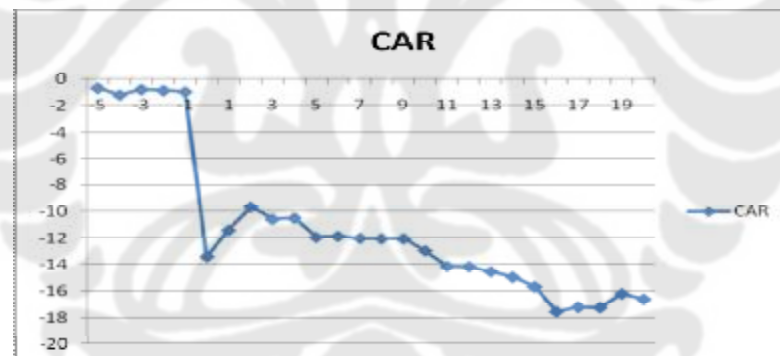
** 5%

***1%

Berdasarkan analisis terhadap *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*, dapat dikatakan bahwa tidak ditemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis nol yang menyatakan bahwa tidak terjadi *reversal* dalam jangka pendek setelah penurunan besar terjadi. Dari hasil analisis didapatkan bukti bahwa investor dapat memperoleh keuntungan *abnormal* sebesar 2,84 % dengan memasuki pasar dan membeli saham-saham yang mengalami penurunan besar pada *closing price* saat $t=0$, dan menjualnya tiga hari kemudian. Berikut disajikan grafik yang menggambarkan pergerakan CAR selama *event window*.

Grafik IV.1

Grafik CAR untuk Seluruh Sampel



Sumber: Data olahan penulis

IV.1.2 Peranan Industri Terhadap Pola Pembalikan

Pada bagian sebelumnya, ditemukan bukti bahwa terjadi *reversal* dalam jangka pendek terhadap saham-saham yang tercatat dalam indeks LQ 45. Pada bagian ini, penulis tertarik untuk melakukan analisis apakah terdapat perbedaan pola *reversal* antar klasifikasi industri yang berbeda.

Analisis terhadap hipotesis kedua ini akan dilakukan dengan dua cara, yaitu analisis *abnormal return* dan analisis *cumulative abnormal return* serta analisis regresi *crosssection*. Analisis AR dan CAR dilakukan seperti yang telah dilakukan terhadap kasus seluruh sampel pada subbab IV.1.1 tetapi dengan membagi sampel menjadi tiga klasifikasi industri. Di BEI terdapat sembilan sektor, namun untuk menyederhanakan maka industri dibagi menjadi tiga kelompok, yaitu industri Ekstraktif, industri Manufaktur, dan industri Jasa. Pembagian sektor industri ini sesuai dengan indeks sektoral yang terdapat di BEI yang terbagi atas sembilan sektor, yaitu⁵⁰:

- a. Sektor Primer (Ekstraktif)
 1. Pertanian
 2. Ekstraktif
- b. Sektor Sekunder (Manufaktur)
 3. Industri Dasar dan Kimia
 4. Aneka Industri
 5. Industri Barang Konsumsi
- c. Sektor Tersier (Jasa)
 6. Properti dan Real Estate
 7. Transformasi dan Infrastruktur
 8. Keuangan

⁵⁰ Asnawi, Said Kelana., Chandra Wijaya. *Metodologi Penelitian Keuangan: Prosedur, Ide dan Kontrol*. Yogyakarta: Graha Ilmu. 2006

9. Perdagangan, Jasa dan Investasi

Berdasarkan pembagian tersebut, diperoleh proporsi *event* yang diobservasi masing-masing klasifikasi industri sebagai berikut:

Tabel IV.7

Pembagian Klasifikasi Industri

Klasifikasi Industri	Jumlah Observasi	Persentase
Manufaktur	17	32,07
Ekstraktif	20	37,74
Jasa	16	30,19
Total	53	100

Sumber: Data olahan penulis

IV.1.2.1 Analisis *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return*

Hasil penelitian mengenai AR dan CAR masing-masing industri disajikan di bawah ini.

A. Industri Manufaktur

Pengamatan terhadap kelompok industri Manufaktur menghasilkan 17 observasi dari 11 perusahaan. Tabel IV.8 menyajikan hasil uji t terhadap *abnormal return* dari saham-saham yang termasuk industri manufaktur. Selama tiga hari pertama setelah terjadi penurunan, dapat dilihat bahwa pada $t+1$ dan $t+2$ terjadi *abnormal return* yang positif, meskipun hanya signifikan pada $t+1$, sementara pada $t+3$ AR bernilai negatif namun tidak signifikan.

Tabel IV.8

Hasil Uji Signifikansi AR Industri Manufaktur

DAY	AR (%)	Tstat	Tstat (sig)
-5	-1.81264	-2.0386	0.0583*
-4	-1.47978	-1.76101	0.0973*
-3	0.776524	0.541859	0.5954
-2	-0.02416	-0.02911	0.9771
-1	0.375082	0.207456	0.8383
0	-12.3817	-24.0315	0.0000***
1	2.302068	2.192944	0.0434**
2	1.115881	0.697634	0.4954
3	-1.03903	-1.51062	0.1504
4	1.857259	1.32641	0.2033
5	-0.67745	-0.77666	0.4487
6	-0.64237	-0.86178	0.4015
7	0.235351	0.312611	0.7586
8	0.694097	1.049423	0.3096
9	-0.41022	-0.73569	0.4726
10	-0.85278	0.207456	0.8383
11	-1.17853	-1.25677	0.2269
12	-0.23858	-0.27504	0.7868
13	-0.42271	-0.37994	0.7090
14	0.02553	0.041144	0.9677
15	-1.37718	-1.83424	0.0852*
16	-3.1089	-2.64593	0.0176**
17	-0.22623	-0.25023	0.8056
18	-0.46682	-0.5356	0.5996
19	2.345628	1.646865	0.1191
20	-0.19576	-0.30513	0.7642

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

** 5%

***1%

Dari pengujian terhadap AR pada t+4 hingga t+20, diperoleh pola yang konsisten dengan pengujian terhadap seluruh sampel, dimana 12 hari dari 17 hari

menghasilkan *return* yang bernilai negatif dan terjadi secara signifikan pada t+15 dan t+16. Perbedaan terdapat pada pengamatan terhadap AR selama lima hari sebelum *event*. Dari tabel, dapat dilihat bahwa terdapat AR yang negatif dan signifikan pada t-5 dan t-4. Bagaimanapun, dari t-3 hingga t-1, tidak ditemukan lagi AR yang signifikan sehingga terhadap hasil ini tidak dapat diberi penjelasan. Berdasar pengamatan ini, akan dilakukan juga pengujian terhadap *cumulative abnormal return* dari t+1 hingga t+3 dan t+4 hingga t+20 sebagaimana telah dilakukan pada kasus seluruh sampel. Hasil pengujian ini disajikan pada tabel IV.9 dibawah ini.

Tabel IV.9
Hasil Uji Signifikansi CAR 1-3 dan CAR 4-20
Industri Manufaktur

DAY	CAR (%)	Tstat	Tstat (sig)
1 - 3	2.378921	7.502431	0.0173**
4 - 20	-4.63964	-2.44335	0.0265**

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

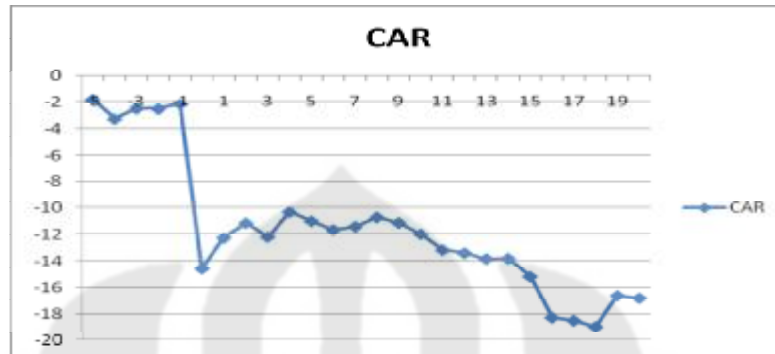
** 5%

***1%

Dari tabel di atas didapatkan hasil bahwa terdapat CAR yang positif dan signifikan selama 3 hari sesudah penurunan besar terjadi serta CAR yang negatif dan signifikan selama hari berikutnya hingga hari kedua puluh Hasil ini menunjukkan pola yang sama dengan pengujian terhadap seluruh sampel. Untuk melengkapi analisis, di bawah ini ditampilkan grafik pergerakan harga saham yang digambarkan melalui *cumulative abnormal return* dari t-5 hingga t+20.

GrafikIV.2

Grafik CAR untuk Industri Manufaktur



Sumber: Data olahan penulis

B. Industri Ekstraktif

Pengamatan terhadap industri Ekstraktif menghasilkan 20 observasi dari 8 perusahaan. Tabel IV.10 di bawah ini menyajikan hasil pengujian terhadap *abnormal return* dari sampel yang termasuk industri ekstraktif. Dari hasil pengujian, terdapat perbedaan dengan pengujian sebelumnya terhadap seluruh sampel dan subsampel Manufaktur. Dari tiga hari pertama setelah terjadinya *event*, ternyata tidak satu pun yang terjadi secara signifikan, namun memberikan tanda yang serupa dengan hasil pengujian terhadap seluruh sampel dan subsampel manufaktur dimana AR pada $t+1$ dan $t+2$ positif sedangkan $t+3$ negatif. Hasil ini menimbulkan dugaan bahwa tidak terjadi *reversal* pada saham-saham yang termasuk klasifikasi industri Ekstraktif sebagaimana pada dua kasus sebelumnya.

Pengamatan pada *abnormal return* selama periode $t+4$ hingga $t+20$, juga menunjukkan pola yang serupa dengan kasus seluruh sampel maupun kasus industri manufaktur, dimana 11 hari dari 17 hari yang tersedia bernilai negatif dan signifikan pada $t+10$ dan $t+16$ serta tidak ditemukan satu pun *abnormal return*

yang bernilai positif secara signifikan. Hal ini memberikan hasil yang konsisten dengan pengujian terhadap seluruh sampel dan subsampel manufaktur dimana harga saham cenderung untuk terus bergerak turun selama periode t+4 hingga t+20.

Tabel IV.10

Hasil Uji Signifikansi AR Industri Ekstraktif

DAY	AR	Tstat	Tstat (sig)
-5	0.689812	0.667077	0.5127
-4	-0.20443	-0.32595	0.7480
-3	0.487314	0.513627	0.6134
-2	0.255455	0.222206	0.8265
-1	-0.50075	-0.42033	0.6790
0	-12.094	-36.5961	0.0000***
1	1.849971	1.588734	0.1286
2	1.274796	0.96348	0.3474
3	-0.53141	-0.44701	0.6599
4	-1.05693	-1.31232	0.2050
5	-1.04141	-0.70339	0.4903
6	0.329033	0.415352	0.6825
7	-0.42129	-0.71805	0.4815
8	-0.47793	-0.62771	0.5377
9	0.039434	0.063183	0.9503
10	-1.23888	-2.14688	0.0449**
11	-0.92736	-1.43525	0.1675
12	-0.42596	-0.54217	0.5940
13	-0.75326	-1.37033	0.1866
14	-0.33422	-0.60401	0.5530
15	-0.36215	-0.4155	0.6824
16	-1.93638	-2.39475	0.0271**
17	0.910516	0.911824	0.3733
18	0.140212	0.134145	0.8947
19	0.657541	0.807974	0.4291
20	-0.63574	-0.77717	0.4466

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

** 5%

***1%

Pengamatan terhadap pergerakan AR sebelum *event* memberikan hasil yang konsisten dengan pengujian terhadap seluruh sampel, dimana tidak satupun AR yang terjadi secara signifikan dan mengindikasikan bahwa informasi negatif yang diterima investor merupakan informasi yang tak terduga sebelumnya.

Untuk mendapatkan pengujian yang lebih meyakinkan mengenai terjadi atau tidaknya *reversal*, seperti pada dua kasus sebelumnya, juga dilakukan pengujian terhadap nilai *cumulative abnormal return* selama periode t+1 hingga t+3 dan periode t+4 hingga t+20. Hasil pengujian ditampilkan dalam tabel di bawah ini.

Tabel IV.11
Hasil Uji Signifikansi CAR 1-3 dan CAR 4-20
Industri Ekstraktif

DAY	CAR	Tstat	Tstat (sig)
1 - 3	2.593354	6.82375	0.0208**
4 - 20	-7.53477	-8.233372	0.0000***

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

** 5%

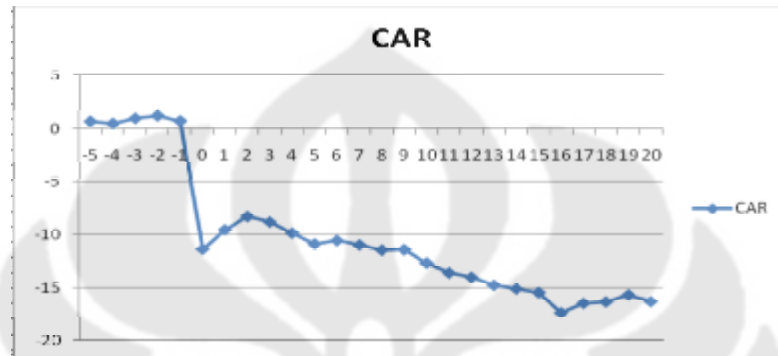
***1%

Hasil pengujian terhadap nilai CAR pada tiga hari sesudah *event* serta CAR pada periode sesudahnya (t+4 hingga t+20) ternyata menghasilkan kesimpulan yang sama dengan dua kasus sebelumnya. Pengujian menghasilkan kesimpulan bahwa terjadi *reversal* selama jangka pendek sesudah terjadinya *events* yang ditunjukkan dengan terdapatnya CAR yang positif dan signifikan selama tiga hari sesudah *event*, namun pada periode berikutnya harga saham cenderung bergerak turun sehingga menghasilkan CAR yang negatif dan signifikan dengan nilai yang lebih besar dibandingkan CAR selama tiga hari pertama. Berikut juga disajikan

grafik mengenai pergerakan *return* yang digambarkan melalui *cumulative abnormal return* sejak $t-5$ hingga $t+20$.

Grafik IV.3

Grafik CAR untuk Industri Ekstraktif



Sumber: Data olahan penulis

C. Industri Jasa

Berdasarkan data yang tersedia, pembagian ini menghasilkan 16 *event* observasi yang berasal dari 11 perusahaan. Tabel IV.12 menyajikan hasil pengujian terhadap *abnormal return* dari sampel yang termasuk jenis industri Jasa. Dari pengamatan berdasarkan tabel IV.12, diperoleh *abnormal return* yang positif dan signifikan pada $t+1$ dan $t+2$. Sementara itu, pola yang terjadi dalam periode sesudahnya ($t+4$ hingga $t+20$) masih menunjukkan pola yang sama, dimana dari 17 hari 10 hari diantaranya bernilai negatif dan terjadi secara signifikan pada $t+11$ dan $t+14$. Sementara itu, pengamatan terhadap $t-5$ hingga $t-1$ mendapatkan bukti bahwa tidak ada satupun AR yang terjadi secara signifikan, hal ini konsisten dengan hasil pengujian yang telah dilakukan terhadap seluruh sampel maupun subsampel Ekstraktif.

Tabel IV.12

Hasil Uji Signifikansi AR Industri Jasa

DAY	AR (%)	Tstat	Tstat (sig)
-5	-1.236597	-1.193251	0.2513
-4	0.1386066	0.211343	0.8355
-3	-0.076182	-0.082687	0.9352
-2	-0.560756	-0.757545	0.4605
-1	-0.068872	-0.037354	0.9707
0	-12.89835	-11.35997	0.0000***
1	1.9395005	1.836009	0.0863*
2	2.9231199	3.189844	0.0061***
3	-1.228469	-1.017921	0.3249
4	-0.365091	-0.552433	0.5888
5	-2.773008	-1.36783	0.1915
6	0.5232838	0.673633	0.5108
7	-0.185528	-0.171602	0.8660
8	-0.245874	-0.138755	0.8915
9	0.3699007	0.443554	0.6637
10	-0.609218	-0.76419	0.4566
11	-1.529586	-3.030868	0.0084***
12	0.6821885	1.007694	0.3296
13	0.1457108	-1.370327	0.1866
14	-1.011565	-1.809765	0.0904*
15	-0.446107	-0.639056	0.5324
16	-0.462852	-0.672883	0.5113
17	0.2676694	0.274488	0.7875
18	0.1998	0.472233	0.6436
19	0.0927047	0.109115	0.9146
20	-0.342133	-0.524211	0.6078

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

** 5%

***1%

Seperti pada kasus-kasus sebelumnya, pada subsampel Jasa juga dilakukan pengujian terhadap CAR selama tiga hari setelah *event* dan CAR selama hari

berikutnya hingga hari ke-20 setelah *event*. Hasil pengujian ditampilkan dalam tabel IV.13 di bawah ini.

Tabel IV.13
Hasil Uji Signifikansi CAR 1-3 dan CAR 4-20
Industri Jasa

DAY	CAR	Tstat	Tstat (sig)
1 - 3	3.6341519	4.105206	0.0545*
4 - 20	-5.689704	-11.0243	0.0000***

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%
** 5%
***1%

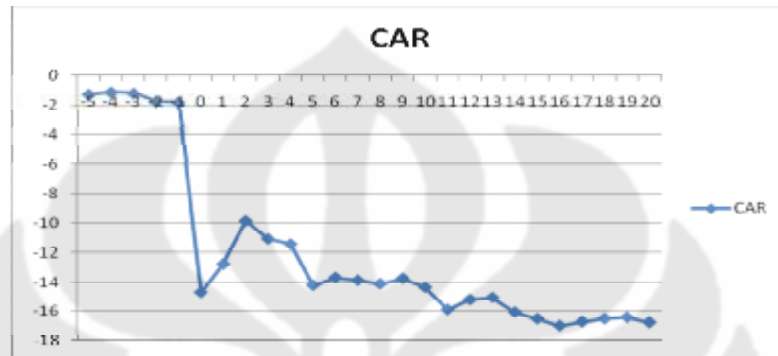
Berdasarkan hasil pengujian terhadap *cumulative abnormal return* selama tiga hari sesudah terjadinya penurunan besar, ditemukan nilai CAR yang juga positif dan signifikan bagi sampel yang termasuk jenis industri Jasa. Hasil ini konsisten dengan hasil pengujian yang dilakukan terhadap tiga kasus industri manufaktur dan ekstraktif serta seluruh sampel sebelumnya yang juga menunjukkan pola *reversal* atas penurunan besar yang terjadi pada *event day* ($t=0$). Hasil pengujian terhadap *cumulative abnormal return* selama hari-hari berikutnya ($t+4$ hingga $t+20$) juga menunjukkan hasil yang konsisten dimana harga terus bergerak turun hingga menghasilkan CAR yang negatif dan signifikan serta lebih besar dibandingkan dengan CAR yang diperoleh selama tiga hari sesudah penurunan besar terjadi.

Seperti kedua industri sebelumnya, di bawah ini juga disajikan grafik pergerakan *return* yang digambarkan melalui *cumulative abnormal return* yang diperhitungkan sejak $t-5$ hingga $t+20$. Dari grafik tersebut, terlihat pola yang juga nampak dalam dua jenis industri lainnya maupun pada kasus seluruh sampel,

dimana terjadi *reversal* pada jangka pendek sesudah *event*, namun setelah itu harga cenderung untuk terus bergerak turun.

Grafik IV.4

Grafik CAR untuk Industri Jasa



Sumber: Data olahan penulis

IV.1.2.2 Analisis *Cross-sectional Regression*

Berdasar pada pengujian yang telah dilakukan sebelumnya, yaitu pengujian terhadap *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*, didapatkan bukti kuat bahwa tidak terdapat perbedaan terhadap pola *reversal* atas klasifikasi industri yang berbeda. Hal ini ditunjukkan dengan hasil pengujian dimana baik industri Manufaktur, industri Ekstraktif maupun industri Jasa, secara rata-rata memperoleh CAR yang positif dan signifikan selama tiga hari setelah penurunan besar terjadi, dan kemudian setelah *reversal* tersebut harga cenderung untuk terus bergerak turun hingga hari kedua puluh dan menghasilkan CAR yang negatif dan signifikan dimana nilainya melebihi CAR yang diperoleh selama tiga hari sesudah *event*. Dengan kata lain, berdasar hasil pengujian atas AR dan CAR dapat dinyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan antar industri dalam pola *reversal* yang terjadi.

Pada bagian ini akan dilakukan analisis regresi *cross-sectional* untuk mendukung kesimpulan yang dinyatakan berdasarkan analisis atas AR dan CAR. Model regresi ini serupa dengan yang digunakan oleh Benou & Richie (2003) dimana *cumulative abnormal return* diregresikan terhadap *abnormal return* pada $t=0$ (AR0) dan dua variabel *dummy* untuk mengidentifikasi klasifikasi industri. *Overreaction hypothesis* menyatakan pergerakan ekstrim dalam harga saham akan diikuti pergerakan harga saham dengan arah sebaliknya (*directional effect*) dan semakin besar pergerakan awal (*initial overreaction*) semakin besar pula *reversal* yang terjadi (*magnitude effect*). Berdasarkan hipotesis tersebut, maka dapat diharapkan untuk mendapatkan koefisien δ_1 akan bernilai negatif. Sementara itu, jika klasifikasi industri memiliki peran penting dalam menjelaskan pola *reversal* yang terjadi, maka akan didapatkan koefisien δ_2 dan δ_3 secara signifikan berbeda dari 0. Model regresi diestimasi untuk dua jenis variabel bebas yang berbeda, yaitu untuk CAR yang mewakili periode tiga hari sesudah *event* (t+1 hingga t+3) dan CAR hari keempat hingga hari kedua puluh (t+4 hingga t+20). Hasil regresi dapat dilihat pada tabel IV.14 di bawah ini.

Berdasarkan tabel tersebut, dapat dilihat bahwa pada bagian A (CAR t+1 hingga t+3 sebagai variabel *dependent*) nilai koefisien δ_1 , yaitu *return* pada *event day* (t=0), bernilai negatif meskipun tidak signifikan. Hal ini dapat diartikan bahwa terdapat hubungan negatif antara penurunan pada *event day* (t=0) dengan *cumulative abnormal return* pada tiga hari setelah *event*.

Tabel IV.14

Estimasi Parameter *Cross-sectional Regression*

Intercept	AR _{Oi}	D1 _i	D2 _i	F-stat	R ²
A. Untuk CAR yang diukur antara Hari 1-3					
1.20667 (0.23566)	-0.188201 (-0.51038)	-1.157995 (-0.43717)	-0.88942 (-0.347255)	0.173285	0.010498
B. Untuk CAR yang diukur antara Hari 4-20					
0.132874 (0.012842)	0.451420 (0.605818)	0.816827 (0.152604)	-2.208160 (-0.426636)	0.235825	0.014233

Sumber: Data olahan penulis

Ket. T stat didalam kurung

Signifikansi * 10%

** 5%

***1%

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa koefisien D1 dan D2, yang mewakili klasifikasi industri, ternyata tidak signifikan berbeda dari nol. Sehingga dari hasil ini dapat dinyatakan bahwa tidak cukup bukti untuk menolak H₀, yang berarti tidak terdapat perbedaan antar industri yang ada dalam pola *reversal* yang terjadi. Hasil ini mendukung hasil yang didapat dari analisis AR dan CAR masing-masing industri.

Dengan memperhatikan hasil sebelumnya, baik pada kasus seluruh sampel maupun setelah diklasifikasikan berdasar industrinya, hasil pengujian memberikan bukti yang konsisten bahwa terjadi *reversal* jangka pendek dimana secara rata-rata terdapat *cumulative abnormal return* selama tiga hari sesudah *event* yang positif dan signifikan. Hasil ini sesuai dengan *dirrection effect* yang dinyatakan dalam *overreaction hypothesis*. Bagaimanapun dalam *overreaction hypothesis* juga dinyatakan terdapatnya *magnitude effect* yang menyatakan bahwa

semakin besar *initial price change* (AR0) maka akan semakin besar *reversal* yang mengikutinya. Berdasarkan hasil pengujian terhadap CAR selama tiga hari sesudah *event* yang telah dilakukan pada bagian sebelumnya, di bawah ini disajikan tabel mengenai perbandingan antara *initial price change* dengan *reversal* selama tiga hari yang berguna untuk menghitung *reversal magnitude*.

Tabel IV.15

Reversal Magnitude Antar Industri

Klasifikasi Industri	<i>Initial Price Change</i>	CAR t+1 - t+3	<i>Reversal Magnitude</i>
Manufaktur	-12.3817	2.3789**	19.2132
Ekstraktif	-12.0940	2.5933**	21.4432
Jasa	-12.8984	3.6341*	28.1753

Sumber: Data olahan penulis

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa *reversal* paling besar terjadi pada industri Jasa yang ternyata memiliki *initial price change* yang paling besar pula. Hal ini juga dapat dilihat dari nilai *reversal magnitude*-nya. Bagaimanapun pengujian terhadap subsampel manufaktur menghasilkan RM yang paling kecil, meskipun memiliki *initial price change* yang lebih besar dibandingkan industri Ekstraktif. Dari hasil ini, dapat dinyatakan bahwa *magnitude effect* tidak berlaku dalam penelitian ini. Hal ini konsisten dengan Bowman & Iverson (1998), yang menyatakan bahwa terjadinya *magnitude effect* juga dapat ditunjukkan dengan koefisien AR0 yang signifikan negatif, sementara dalam penelitian ini meskipun koefisien AR0 negatif namun tidak terjadi secara signifikan.

Sebaliknya pada bagian B (CAR t+4 hingga t+20 sebagai variabel *dependent*) nilai koefisien α_1 tersebut bernilai positif, meskipun tidak signifikan. Hal ini dapat

diartikan sebagai adanya hubungan positif antara *initial price change* dengan CAR t+4 hingga t+20. Hasil ini mengindikasikan bahwa penurunan besar pada *event day* (t=0) merupakan suatu sinyal bagi suatu saham untuk terus mengalami penurunan harga pada periode lebih lanjut (t+4 hingga t+20). Hasil regresi ini memberikan bukti yang konsisten dikaitkan dengan hasil pengujian terhadap AR dan CAR sebelumnya, baik terhadap seluruh sampel maupun terhadap sampel yang telah diklasifikasi berdasarkan industrinya, dimana diperoleh *cumulative abnormal return* t+4 hingga t+20 yang negatif dan signifikan. Hal ini dapat dilihat melalui tabel IV.14 di atas. Hasil pengujian konsisten dengan hasil penelitian Cox & Peterson (1994).

IV.2 Pengujian Terhadap Sampel Konsisten

Beberapa peneliti, seperti Bremer & Sweeney (1991), Cox & Peterson (1994), menduga bahwa terjadinya *price reversal* dalam pergerakan harga saham disebabkan oleh *illiquidity*. Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan untuk menguji hipotesis pertama, tidak ditemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis nol dan sebaliknya mendukung hipotesis alternatif. Hasil ini dapat diartikan bahwa *price reversal* tetap terjadi bahkan dalam pasar yang cukup likuid sekalipun, dalam hal ini LQ 45. Bagaimanapun, seperti telah dijelaskan di awal Bab IV ini, LQ 45 merupakan indeks yang dibentuk dan berlaku untuk suatu periode tertentu. Setiap saham yang akan masuk perhitungan indeks ini diseleksi dan dievaluasi. Artinya suatu saham yang pernah masuk perhitungan indeks LQ 45 pada suatu periode, belum tentu masuk perhitungan indeks LQ 45 periode

berikutnya dan hal ini mungkin disebabkan *illiquidity* yang dialaminya pada periode tersebut. Hal ini menimbulkan ketertarikan bagi penulis untuk melakukan pengujian hipotesis pertama terhadap sampel perusahaan yang secara konsisten berada di dalam perhitungan indeks LQ 45 selama periode penelitian. Konsistensi ini dapat diartikan bahwa saham-saham yang dijadikan sampel dalam pengujian kali ini sudah terjaga likuiditasnya. Permana (2005) melakukan pengujian atas *overreaction hypothesis* terhadap saham-saham yang secara konsisten berada dalam perhitungan indeks LQ 45, menurutnya hal ini dilakukan dengan tujuan penyaringan awal terhadap saham-saham yang tidak konsisten dan kurang aktif diperdagangkan. Hasil pengujian memberikan kesimpulan bahwa tidak ditemukan bukti yang mendukung *overreaction* jangka panjang atas saham-saham yang secara konsisten berada dalam perhitungan LQ 45. Apabila *reversal* yang terjadi disebabkan oleh *overreaction*, maka akan ditemukan hasil yang konsisten dengan pengujian terhadap seluruh sampel.

IV.2.1 Pola Pembalikan

Dengan mensyaratkan bahwa *event* yang terjadi berasal dari perusahaan yang secara konsisten berada dalam perhitungan indeks LQ 45 selama periode penelitian berlangsung, sampel secara signifikan berkurang dan diperoleh 21 *event* observasi dari 10 perusahaan berbeda. Hal ini dapat dilihat pada tabel IV.16

Tabel IV.16
Daftar Perusahaan yang Konsisten di LQ 45 Sepanjang Periode Penelitian
(2001-2007)

No.	Kode	Nama Perusahaan (PT)
1	AALI	Astra Agro Tbk
2	ANTM	Aneka Tambang Tbk
2	BBCA	Bank Central Asia Tbk
4	GGRM	Gudang Garam Tbk
5	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
6	INTP	Indocement Tbk
7	ISAT	Indosat Tbk
8	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk
9	UNTR	United Tractors Tbk
10	UNVR	Unilever Tbk

Sumber: Data olahan penulis

Terhadap sampel ini dilakukan pengujian seperti yang dilakukan pada subbab IV.1.1. Hasil pengujian terhadap AR dan CAR disajikan dalam tabel IV.17 di bawah ini.

Berdasarkan tabel IV.17, dapat dilihat bahwa pada $t+1$ dan $t+2$ diperoleh nilai AR yang positif, namun hanya signifikan pada $t+2$. Sementara itu, pada hari-hari diantara $t+4$ hingga $t+20$, terdapat 11 hari yang memiliki AR negatif dan terjadi secara signifikan pada $t+5$ dan $t+11$. Tabel IV.18 di bawah ini menyajikan hasil pengujian terhadap CAR $t+1$ hingga $t+3$ dan CAR $t+4$ hingga $t+20$. Hasil pengujian memberikan hasil yang konsisten dengan hasil-hasil uji yang telah diperoleh sebelumnya, baik pada kasus seluruh sampel, maupun setelah dibagi berdasar industrinya. CAR selama tiga hari sesudah *event* bernilai positif sebesar 3.24% dan terjadi secara signifikan, menunjukkan pola *reversal* setelah *event* terjadi. Hasil pengujian mengindikasikan bahwa *initial price change* terjadi akibat sebagian investor yang *overreact* terhadap informasi negatif.

Tabel IV.17

Hasil Uji Signifikansi AR Sampel Konsisten

DAY	AR	Tstat	Tstat (sig)
-5	-1.04036	-0.96613	0.3455
-4	0.188219	0.351304	0.729
-3	1.422669	1.366673	0.1869
-2	-0.61561	-0.82477	0.4192
-1	-0.81158	-0.54265	0.5934
0	-12.1537	-33.6232	0.0000***
1	1.49224	1.658167	0.1129
2	2.607775	2.78814	0.0114**
3	-0.86131	-1.12183	0.2752
4	-0.46948	-0.95695	0.35
5	-3.25156	-1.94562	0.0659*
6	-0.00441	-0.00639	0.995
7	0.31634	0.401237	0.6925
8	0.10923	0.072277	0.9431
9	-0.06858	-0.08893	0.93
10	-1.10292	-1.57468	0.131
11	-1.67161	-2.90295	0.0088***
12	0.341857	0.414279	0.6831
13	-0.31944	-0.50272	0.6207
14	-0.78093	-1.37668	0.1838
15	-0.32091	-0.33895	0.7382
16	-0.8077	-1.09362	0.2871
17	0.784128	0.868523	0.3954
18	0.25745	0.285255	0.7784
19	0.628349	0.820053	0.4219
20	-0.62226	-1.34126	0.1949

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

** 5%

***1%

Tabel IV.18

Hasil Uji Signifikansi CAR Sampel Konsisten

DAY	CAR	Tstat	Tstat (sig)
1 - 3	3.238704	3.837284	0.0617*
4 - 20	-6.98244	-10.7591	0.0000***

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

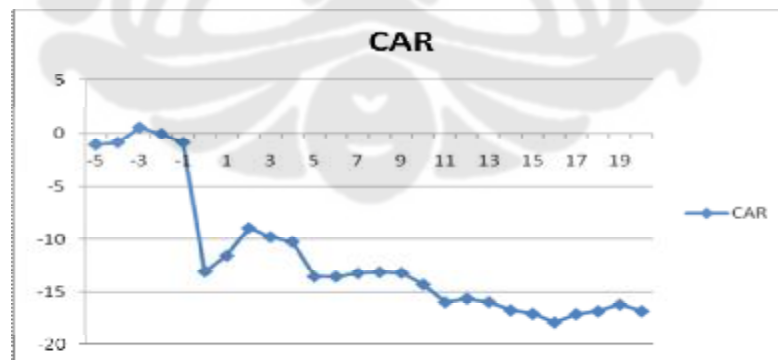
** 5%

***1%

Dari tabel IV.18 juga diperoleh nilai CAR t+4 hingga t+20, yang negatif dan terjadi secara signifikan. Hasil ini juga konsisten dengan hasil pengujian sebelumnya, baik pada kasus seluruh sampel maupun setelah dibagi berdasarkan industrinya, dimana setelah *reversal* terjadi pada CAR t+1 hingga t+3, harga saham cenderung untuk terus bergerak turun. Berikut juga disajikan grafik dari *cumulative abnormal return* untuk menggambarkan pergerakan harga saham selama *event window*.

Grafik IV.5

Grafik CAR untuk Sampel Konsisten



Sumber: Data olahan penulis

IV.3 Pengujian Terhadap Sampel Konsisten Selektif

Pengujian atas hipotesis pertama yang telah dilakukan pada subbab-subbab sebelumnya, menggunakan teknik pengambilan sampel yang memungkinkan untuk mengikutsertakan semua *event* yang memenuhi kriteria dalam sampel penelitian. Sementara itu beberapa peneliti sebelumnya, seperti Bremer & Sweeney (1991) dan Cox & Peterson (1994), menjelaskan bahwa kemungkinan telah terjadi bias dalam hasil penelitian dengan mengikutsertakan seluruh *events* yang terjadi, hal ini disebabkan dugaan bahwa *events* yang terjadi saling berkorelasi. Untuk menghindari hal tersebut, jika dalam satu hari perdagangan terjadi beberapa *events*, beberapa peneliti memutuskan untuk mengambil satu *events* secara acak sementara *events* lainnya dikeluarkan dari sampel. Bremer, Hiraki & Sweeney (2003) mengadakan pengujian dengan dua metode tersebut terhadap pasar saham Jepang (Tokyo Stock Exchanges), dan menyimpulkan bahwa kedua hasil pengujian tersebut tidak berbeda.

Pada subbab ini, penulis melakukan pengujian atas hipotesis pertama terhadap sampel konsisten yang telah dijelaskan pada pengujian sebelumnya, namun dengan melakukan pemilihan secara acak terhadap sampel yang tersedia. Apabila dalam satu hari perdagangan terjadi beberapa *event*, maka akan diambil sebuah *event* secara acak yang akan dijadikan sampel penelitian, sementara *event* lainnya dikeluarkan dari sampel. Teknik pengambilan sampel seperti ini, menghasilkan sampel penelitian sebanyak 13 observasi dari 7 perusahaan berbeda. Hasil pengujian terhadap sampel ini dapat dilihat dari tabel IV.19 di bawah.

Tabel IV.19

Hasil Uji Signifikansi AR Sampel Konsisten Selektif

DAY	AR (%)	Tstat	Tstat (sig)
-5	0.027987	0.01941053	0.9848
-4	0.277193	0.53748949	0.6008
-3	1.393879	1.54927114	0.1473
-2	0.158977	0.17172976	0.8665
-1	0.996484	0.44909869	0.6614
0	-11.3942	-35.34739	0.0000***
1	1.401427	1.02070443	0.3275
2	1.402716	1.04793001	0.3153
3	-0.64379	-0.6881733	0.5044
4	0.277658	0.45340925	0.6583
5	-3.09972	-1.3731025	0.1948
6	-0.13018	-0.1600761	0.8755
7	-0.53128	-0.6185377	0.5478
8	-1.13393	-0.5001018	0.6260
9	0.210468	0.19575759	0.8481
10	-1.02794	-1.0116242	0.3317
11	-0.96967	-1.4835999	0.1637
12	0.132054	0.14273998	0.8889
13	-0.3921	-0.7671913	0.4578
14	-1.54616	-2.3561288	0.0363**
15	-0.43459	-0.3285978	0.7481
16	0.556985	0.68543432	0.5061
17	1.294844	1.00540214	0.3345
18	1.032781	0.75601554	0.4642
19	2.076558	3.14200579	0.0085***
20	-0.5797	-1.181154	0.2604

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

**** 5%**

*****1%**

Berdasarkan tabel tersebut, terdapat pola yang sama dalam pergerakan harga saham selama 5 hari sebelum *event* dimana tidak satupun yang terjadi secara

signifikan, meskipun memiliki tanda yang semuanya positif. Dari hasil pengujian juga didapatkan nilai AR pada t+1 hingga t+3 tidak ada satu pun yang signifikan. Pada periode t+4 hingga t+20 hanya terdapat satu hari dimana AR bernilai negatif dan signifikan, yaitu pada t+14. Sementara itu, berbeda dengan hasil pengujian dalam kasus-kasus yang telah dibahas sebelumnya, pada periode ini terjadi AR yang positif dan signifikan pada t+19.

Pengujian juga dilakukan terhadap CAR selama t+1 hingga t+3, dan CAR selama t+4 hingga t+20. Hasil pengujian disajikan pada tabel IV.20. Dari hasil pengujian diperoleh bahwa CAR t+1 hingga t+3 bernilai positif sebesar 2.16 % dan secara signifikan berbeda dari nol, hasil ini konsisten dengan pengujian-pengujian yang telah dilakukan sebelumnya. Sementara itu pengujian terhadap CAR t+4 hingga t+20 secara konsisten menghasilkan nilai CAR sebesar -4.26 % dan secara signifikan berbeda dari nol.

Tabel IV.20

Hasil Uji Signifikansi CAR Sampel Konsisten Selektif

DAY	CAR (%)	Tstat	Tstat (sig)
1 - 3	2.160354	5.234486	0.0346**
4 - 20	-4.26394	-10.7591	0.0000***

Sumber: Data olahan penulis

Signifikansi * 10%

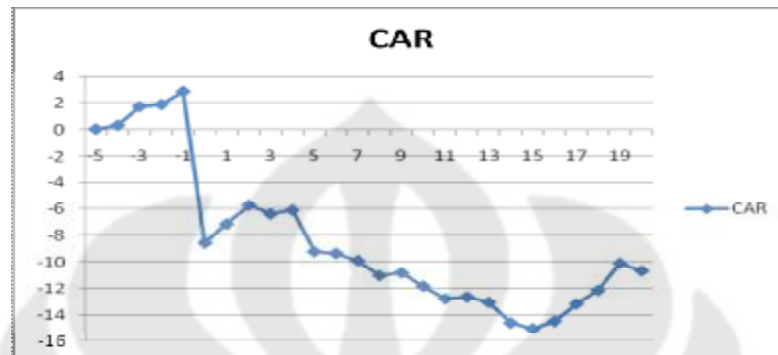
** 5%

***1%

Berikut juga disajikan grafik dari *cumulative abnormal return* untuk menggambarkan pergerakan harga saham selama *event window*. Dari pola pergerakan yang terdapat dalam grafik, memang terlihat sedikit perbedaan dimana terjadi pola AR positif yang bergerak mulai t+16 hingga t+19.

Grafik IV.6

Grafik CAR untuk Sampel Konsisten Selektif



Sumber: Data olahan penulis

Berdasarkan pada beberapa pengujian yang telah dilakukan, baik terhadap seluruh sampel, sampel yang konsisten, maupun sampel konsisten selektif, secara konsisten ditemukan hasil bahwa pada tiga hari sesudah *event* terjadi *reversal* dalam jangka pendek dengan diperolehnya CAR selama tiga hari sesudah *event* yang positif dan signifikan. Hasil ini mendukung *overreaction hypothesis* dan mengindikasikan bahwa sebagian investor telah berlaku secara berlebihan terhadap berita negatif. Secara konsisten juga diperoleh bahwa setelah *reversal* jangka pendek, harga saham cenderung untuk terus bergerak turun, hasil ini mengindikasikan bahwa penurunan besar merupakan sinyal terjadinya penurunan kinerja saham dalam jangka waktu yang lebih panjang ($t+4$ hingga $t+20$).