

**ANALISIS ABNORMAL RETURN DAN TRADING VOLUME ACTIVITY SEBELUM DAN SESUDAH
PENGUMUMAN PBI NOMOR 18/16/PBI/2016 TENTANG PELONGGARAN RASIO LOAN TO VALUE
(LTV) KPR¹⁾**

Nurul Dwi Wahyuni

Program Studi S1 Ekonomi Islam-Fakultas Ekonomi dan Bisnis-Universitas Airlangga

Email :nurul.dwi-13@feb.unair.ac.id

Puji Sucia Sukmaningrum

Departemen Ekonomi Syariah-Fakultas Ekonomi dan Bisnis-Universitas Airlangga

Email :puji.sucia@feb.unair.ac.id

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the reaction of investors before and after the announcement of PBI number 18/16/PBI/2016 using indicator of abnormal return and trading volume activity. Period of this study is 60 days of estimation period, 10 days before and 10 days after the event. The sample used in this study was 35 company sectors property and real estate listed in Indonesia Sharia Stock Index (ISSI). Analysis technique used is paired sample t-test for abnormal return and Wilcoxon signed-rank test for trading volume activity. The results showed that there are insignificant differences for average abnormal return before and after event. This means in efficient market will difficult to get abnormal return. The results showed that there are significant differences for average trading volume activity before and after event. This means that investors assume the event has good information so that there is a positive market reaction.

Keywords: event study, Loan to Value, abnormal return, trading volume activity.

I. PENDAHULUAN

Pasar modal bisa dijadikan sebagai salah satu alternatif sumber pendanaan di dunia usaha karena perusahaan yang ingin melakukan ekspansi terhadap usahanya dapat memperoleh tambahan dana di pasar modal. Bagi para investor, keberadaan pasar modal diperlukan untuk melakukan investasi. Sedangkan bagi para emiten, keberadaan pasar modal diperlukan untuk dapat menghimpun dana jangka panjang dari pihak eksternal. Menurut Tandellin (2010:26) "pasar modal adalah pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun seperti saham dan obligasi".

Seiring dengan adanya keraguan dari para investor muslim terhadap transaksi yang ada di pasar modal konvensional. Pemerintah memberikan solusi dengan

membentuk pasar modal syariah yang ditandai dengan diluncurkannya indeks saham syariah pertama di Indonesia yaitu Jakarta Islamic Index (JII) dan dikeluarkannya beberapa regulasi tentang pasar modal syariah. Kemudian disusul dengan diluncurkannya Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) pada tahun 2011.

Menurut Sutedi (2011:29) "pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan prinsip-prinsip syariah dimana setiap transaksi surat berharga di pasar modal dilaksanakan sesuai dengan ketentuan syari'at Islam". Seperti yang telah dijelaskan dalam QS.An Nisa' ayat 29

¹⁾Jurnal ini merupakan bagian dari skripsi dari (Nurul Dwi Wahyuni, NIM : 041311433084), yang diuji pada (07 Agustus 2017).

إِلَّا بِالْبَاطِلِ بَيْنَكُمْ أَمْوَالِكُمْ تَأْكُلُوا لَأَءَامِنُوا الَّذِينَ يَتَأْتِيهَا
كَانَ اللَّهُ إِنْ أَنْفُسَكُمْ تَقْتُلُوا أَوْ لَا مِنْكُمْ تَرْضَى عَنْ تِجْرَةٍ تَكُونُ أَنْ

﴿٢١﴾ رَحِيمًا بِكُمْ

Yā ayyuha allazīna ‘āmanū lā ta’kulū amwālakum baynakum bi al-baṭili illā an takūna tijāratan ‘antarādin minkum walā taqtulū anfusakum inna Allāha kāna bikum raḥīman

Artinya: "Wahai orang-orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil (tidak benar), kecuali dalam perdagangan yang berlaku atas dasar suka sama suka di antara kamu dan janganlah kamu membunuh dirimu. Sesungguhnya Allah Maha Penyayang kepadamu."

Tidak semua instrumen yang ada di pasar modal konvensional boleh diperdagangkan di pasar modal syariah karena ada beberapa instrumen di pasar modal konvensional yang mekanisme transaksinya bertentangan dengan syariah. Sutedi (2011:56) menyimpulkan "instrumen yang boleh diperdagangkan di pasar modal syariah adalah saham, obligasi syariah dan reksadana syariah".

Saham adalah instrumen yang paling diminati oleh investor. Harga saham selalu mengalami perubahan dari waktu ke waktu. Hal ini dipengaruhi oleh adanya berbagai informasi yang ada di pasar. Informasi tersebut bisa berasal dari pihak internal perusahaan maupun dari pihak eksternal. Informasi dari internal perusahaan contohnya seperti pengumuman laba perusahaan, pengumuman pembagian dividen, penerbitan saham baru, dan lain-lain. Informasi dari pihak eksternal diantaranya

adalah kebijakan ekonomi, peristiwa politik, regulasi pemerintah, dan lain-lain.

Sebuah peristiwa yang mengandung informasi tentu akan berpengaruh terhadap kondisi pasar sehingga dapat menimbulkan reaksi pasar. "Reaksi pasar ini dapat dilihat dari adanya perubahan harga atau *return* dari sekuritas yang bersangkutan" (Jogiyanto, 2009:538). Menurut Samsul (2006:271) "terserapnya suatu informasi ke dalam pasar dapat dilihat menggunakan tolak ukur *return* (pengembalian) yang dihitung dalam *abnormal return* serta volume perdagangan saham (*trading volume activity*) yang mencerminkan tingkat terserapnya informasi akibat terjadinya peristiwa-peristiwa tersebut".

"*Abnormal return* merupakan selisih dari *actual return* dan *expected return* yang dapat terjadi sebelum maupun sesudah informasi dipublikasikan" (Samsul, 2006:275). *Trading volume activity* menurut Faisal (1998) dalam Pramana (2012) adalah "suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter volume perdagangan saham".

Salah satu regulasi pemerintah yang dianggap berpengaruh terhadap pasar saham di Indonesia adalah Peraturan Bank Indonesia nomor 18/16/PBI/2016 tentang rasio *Loan to Value* untuk kredit properti, rasio *Financing to Value* untuk pembiayaan properti, dan uang muka untuk kredit atau pembiayaan kendaraan bermotor. Peraturan Bank Indonesia tersebut bertujuan untuk

membatasi pemberian dana oleh pihak bank terhadap nasabah yang mengajukan kredit atau pembiayaan pemilikan rumah dan kendaraan bermotor. PBI ini diumumkan secara resmi oleh BI melalui siaran pers tanggal 31 Agustus 2016. Dalam ketentuan tersebut rasio Loan to Value untuk kredit pemilikan rumah pertama menjadi 85%, sehingga uang muka yang harus dibayarkan nasabah menjadi 15% dari total harga pembelian rumah. Besaran uang muka ini lebih ringan dari yang sebelumnya sebesar 20%.

Tabel 1.3
Jumlah Kredit Pemilikan Rumah yang
diberikan oleh Bank Umum
(miliar rupiah)

Periode	Rumah tinggal	Apartemen	Ruko atau Rukan	Jumlah
Okt-15	320.801	13.167	26.446	360.414
Nov-15	322.764	13.115	26.525	362.404
Des-15	326.327	13.017	26.579	365.923
Jan-16	325.783	12.862	26.362	365.007
Feb-16	327.934	12.773	26.260	366.967
Mar-16	331.562	12.967	26.401	370.930
Apr-16	333.479	12.622	26.953	373.054
Mei-16	335.819	12.945	27.076	375.840
Jun-16	339.850	12.899	26.970	379.719
Jul-16	338.950	12.814	27.101	378.865
Agu-16	338.373	12.710	27.162	378.245
Sep-16	341.798	12.742	27.143	381.683
Okt-16	343.638	12.743	27.124	383.505

Sumber: www.ojk.go.id (diolah, 2017)

Adanya aturan terbaru tentang kebijakan LTV KPR yang tercantum dalam PBI nomor 18/16/PBI/2016 tersebut diperkirakan dapat meningkatkan permintaan KPR dan volume penjualan properti seiring dengan turunnya persentase uang muka KPR yang harus

dibayar oleh nasabah. Seperti dalam tabel diatas yang menggambarkan pertumbuhan jumlah Kredit Pemilikan Rumah (KPR) yang diberikan oleh Bank Umum di sekitar waktu pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016 diketahui bahwa jumlah KPR yang diberikan oleh Bank Umum memiliki trend yang fluktuatif cenderung meningkat. Trend penurunan terjadi pada periode-periode sebelum peristiwa pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016, yaitu pada bulan Januari, Juli, dan Agustus 2016. Pada bulan Januari terjadi penurunan sebesar Rp 916 miliar, bulan Juli 2016 terjadi penurunan sebesar Rp 854 miliar, dan bulan Agustus 2016 kembali mengalami penurunan sebesar Rp 620 miliar.

Hal tersebut berbanding terbalik dengan periode setelah pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016 dimana pada periode tersebut terjadi peningkatan yang cukup besar. Pada bulan September 2016 terjadi peningkatan sebesar Rp 3.438 miliar dari bulan sebelumnya dan pada bulan Oktober 2016 terjadi peningkatan sebesar Rp 1.822 miliar. Peningkatan jumlah KPR setelah adanya pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016 itu dapat menjadi indikasi bahwa pengumuman peraturan BI tersebut mempengaruhi daya beli masyarakat di sektor properti sehingga permintaan KPR di masyarakat juga meningkat.

Adanya peningkatan daya beli masyarakat di bidang properti yang ditunjukkan dengan meningkatnya jumlah KPR yang diberikan oleh bank umum

pasca pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016 diperkirakan akan berdampak pada meningkatnya harga saham perusahaan di sektor industri properti. Peningkatan volume penjualan properti tentu akan meningkatkan profitabilitas dan kinerja perusahaan property. Jika investor dapat melihat kandungan informasi tersebut dan menganggapnya sebagai berita baik (good news), maka akan muncul reaksi yang positif di sekitar tanggal peristiwa.

Penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan pengujian reaksi pasar saham terhadap pengumuman kebijakan rasio LTV ini sudah beberapa kali dilakukan diantaranya oleh Suharyanto dan Asma (2013) yang menyimpulkan bahwa "terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman peraturan LTV", Sri Indah Yani dkk (2016) menyimpulkan bahwa "tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* saat sebelum dan sesudah pelonggaran kebijakan LTV karena pelonggaran kebijakan LTV hanya menimbulkan reaksi pasar yang bersifat sesaat dan tidak berkepanjangan pada saham perbankan dan perusahaan properti", dan Setiawan (2015) yang menyimpulkan bahwa "terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman regulasi *Loan to Value*".

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya terdapat pada variabel dan obyek yang

diteliti. Jika pada penelitian sebelumnya menggunakan variabel pengumuman kebijakan LTV pada tahun 2013 dan 2015, maka dalam penelitian ini menggunakan variabel pengumuman kebijakan LTV yang terbaru yaitu tahun 2016. Pada penelitian sebelumnya obyek yang diteliti adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sedangkan pada penelitian ini obyek yang diteliti hanya perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia.

Berdasarkan latar belakang diatas, maka rumusan masalah yang ada dalam penelitian adalah sebagai berikut: (1) Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah event pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016? (2) Apakah terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah event pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016?

Dalam penelitian ini memiliki tujuan yaitu: (1) untuk menganalisis ada atau tidaknya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah event pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016 (2) untuk menganalisis ada atau tidaknya perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah event pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016

II. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Dalam Al Qur'an surat Lukman ayat 34 secara tegas Allah SWT menyatakan bahwa tiada seorang pun di alam semesta ini yang dapat mengetahui

apa yang akan terjadi pada hari esok sehingga dengan ajaran tersebut seluruh manusia diperintahkan untuk melakukan investasi sebagai bekal dunia dan akhirat (Huda dan Nasution, 2007:18).

مَا الْأَرْحَامُ فِي مَا وَعَلَّمَ الْغَيْثَ وَيُنزِّلُ السَّاعَةَ عِلْمُ عِنْدَهُ وَاللَّهُ إِنَّ

أَرْضَ بَأْيِ نَفْسٍ تَدْرِي وَمَا عَدَا تَكْسِبُ مَاذَا نَفْسٍ تَدْرِي وَ

﴿حَبِيرٌ عَلِيمٌ إِنَّ اللَّهَ إِنْ تَمُوتُ﴾

Inna Allāha 'indahū 'ilmu alsā'ati wayunazzilu algaytsa waya'lamū mā fi al'arḥāmi wamā tadrī nafsummāzā taksibu gadān wamā tadrī nafsun bi'ayyi arḍin tamūtu inna Allāha 'alīmun khabīrun.

Artinya: "Sesungguhnya hanya di sisi Allah ilmu tentang hari kiamat dan Dia yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. Tidak ada seorang pun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan dikerjakannya besok. Dan tidak ada seorang pun yang dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha Mengetahui lagi Maha Mengenal."

Salah satu bentuk investasi yang bisa dilakukan manusia adalah investasi di pasar modal. Dalam UU No. 8 tahun 1995, pasar modal didefinisikan sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Efisiensi pasar merupakan teori yang mengaitkan hubungan antara harga saham dengan semua informasi yang relevan dengan saham tersebut. Menurut Teori Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*) yang digagas oleh Fama (1970) dalam Tandellilin (2010:223), terdapat tiga bentuk pasar efisien yaitu:

1. Efisien bentuk lemah (*weak form*)

Pasar efisien bentuk lemah berarti semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang. Oleh karena itu, informasi historis tersebut (seperti harga dan volume perdagangan serta peristiwa di masa lalu) tidak bisa lagi digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang datang.

2. Efisien bentuk setengah kuat (*semi strong*)

Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan (seperti *earning*, *dividen*, *pengumuman stock split*, dan peristiwa-peristiwa terpublikasi lainnya yang berdampak pada aliran kas perusahaan di masa mendatang).

3. Efisien dalam bentuk kuat (*strong*)

Pasar efisien dalam bentuk kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan

ditambah dengan informasi yang tidak dipublikasikan.

Pasar dikatakan efisien jika harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang relevan. Investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* di dalam pasar yang efisien karena sudah tidak ada informasi lain yang dapat menggerakkan harga saham secara abnormal. Investor hanya dapat memperoleh abnormal return jika memiliki informasi relevan yang tidak diketahui orang lain, yang berarti harga saham saat ini belum mencerminkan semua informasi yang relevan atau pasar belum efisien.

Pasar modal efisien dapat dikategorikan sebagai pasar modal yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah Islam karena menjunjung tinggi nilai keadilan. Dimana keadilan yang dimaksud adalah tidak adanya asimetris informasi, yaitu informasi yang tidak sama antara satu pihak dengan pihak yang lain dalam pasar modal yang dapat merugikan pihak tertentu. Sehingga akan dapat memperkecil kemungkinan munculnya pelaku-pelaku pasar yang memanfaatkan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya dari adanya asimetris informasi.

Menurut Hartono (2005) dalam Liogu dan Saerang (2015), "imbal hasil tak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara imbal hasil sesungguhnya yang terjadi dengan imbal hasil ekspektasi." Menurut Tandellilin (2010:571), *abnormal return* dapat dituliskan dalam rumus sebagai berikut:

$$RTN_i = R_i - E(R_i)$$

Dimana:

RTN_i = *abnormal return* saham i

R_i = return aktual saham i

$E(R_i)$ = return harapan dari saham i

Menurut Jogiyanto (2010) dalam Sri Indah Yani dkk (2016) return aktual dapat dihitung dengan persamaan sebagai berikut:

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

Keterangan:

R_{it} = Return aktual sekuritas i periode t

P_{it} = Harga saham harian i periode t

P_{it-1} = Harga saham harian i periode t-1

Sedangkan untuk return ekspektasi dapat ditentukan dengan berbagai macam teknik, yaitu *mean-adjusted model*, *market-adjusted model*, dan *market model*. Dalam penelitian ini menggunakan *market model* yang dapat digambarkan dengan persamaan sebagai berikut:

$$E(R)_i = \alpha + \beta_i R_m + \varepsilon$$

Dimana:

$E(R)_i$ = return ekspektasi sekuritas i

α =intersep dalam regresi untuk sekuritas i

β =koefisien regresi yang menyatakan slope garis regresi

ε = kekeliruan regresi

Marwan dan Faisal (1998) dalam Pramana (2012) menyimpulkan bahwa "volume perdagangan saham merupakan salah satu indikator dari reaksi pasar terhadap suatu pengumuman. *Trading volume activity* (TVA) merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan

untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter volume perdagangan saham." Hasil perhitungan TVA mencerminkan perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham yang beredar dalam suatu periode tertentu. Perhitungan TVA dapat digambarkan dengan persamaan berikut:

$TVA_{it} =$

$$\frac{\sum \text{saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu } t}{\sum \text{saham perusahaan yang beredar pada waktu } t}$$

Dalam teori pasar efisien, harga saham akan bereaksi terhadap informasi yang dapat mempengaruhi pasar. Menurut Tandililin (2010:223) salah satu informasi yang dapat mempengaruhi pasar adalah peristiwa-peristiwa yang berdampak pada aliran kas perusahaan di masa mendatang. Respon pasar dalam menyerap informasi yang ada di pasar ini ditandai dengan adanya *abnormal return* di sekitar waktu pengumuman peristiwa yang dianggap mengandung informasi.

Pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016 ini dapat dikategorikan ke dalam peristiwa yang berdampak pada aliran kas perusahaan di masa mendatang khususnya perusahaan-perusahaan di bidang properti. Peraturan BI tersebut memberikan pelonggaran terhadap kebijakan rasio Loan to Value KPR dari yang sebelumnya 80% menjadi sebesar 85% sehingga uang muka yang harus dibayar oleh nasabah turun menjadi hanya 15% dari total harga rumah.

Adanya penurunan uang muka yang harus dibayar oleh nasabah tersebut diperkirakan dapat meningkatkan peningkatan penjualan rumah sehingga akan berdampak pada aliran kas perusahaan properti. Jika pasar saham merespon peristiwa tersebut, maka akan muncul *abnormal return* di sekitar waktu pengumuman peristiwa tersebut. *Abnormal return* yang muncul bersifat positif jika return yang diterima investor di sekitar waktu pengumuman lebih besar dari return normalnya, tetapi sebaliknya jika return yang diterima investor di sekitar waktu pengumuman lebih kecil dari return normalnya maka *abnormal return* yang muncul bersifat negatif.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Suharyanto dan Rusdiyanti (2013) menyimpulkan bahwa "terdapat *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman peraturan Loan to value (LTV) KPR, namun tidak terdapat *abnormal return* saat pengumuman peraturan LTV KPR." Penelitian lain yang dilakukan oleh Viktoria Bei (2015) juga menyebutkan bahwa "pada saham properti terdapat perbedaan signifikan rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* pada periode sebelum-saat dan saat-sesudah penerapan kebijakan *Loan to Value* (LTV)."

Terserapnya suatu informasi ke dalam pasar dapat dilihat menggunakan tolak ukur return (pengembalian) yang dihitung dalam *abnormal return* serta volume perdagangan saham (*trading volume activity*) yang mencerminkan

tingkat terserapnya informasi akibat terjadinya peristiwa-peristiwa tersebut (Samsul, 2006:271). Menurut Marwan Asri dan Faisal (1998) dalam Pramana (2012:21) *trading volume activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter volume perdagangan saham.

Menurut Robert Ang (1997) dalam Pramana (2012:21) perkembangan volume perdagangan saham mencerminkan kekuatan antara penawaran dan permintaan yang merupakan cerminan dari tingkah laku investor. Volume perdagangan saham mencerminkan aktivitas jual beli saham yang dilakukan oleh para investor di bursa saham. Meningkatnya volume perdagangan saham menunjukkan bahwa saham tersebut sangat diminati oleh investor sehingga dapat berpengaruh terhadap harga dan return saham.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sri Indah Yani, et al (2016) bahwa tidak ada perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* pada periode sebelum dan sesudah pelonggaran kebijakan LTV. Berbeda dengan penelitian lain yang dilakukan oleh Bei (2015) yang menyebutkan bahwa pada saham properti terdapat perbedaan signifikan rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* pada periode sebelum-saat dan saat-sesudah penerapan kebijakan *Loan to Value* (LTV).

Berdasarkan latar belakang masalah, rumusan masalah dan landasan teori yang telah dijelaskan sebelumnya, maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Terdapat perbedaan *Average Abnormal Return* (AAR) yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016.

H₂ : Terdapat perbedaan *Average Trading Volume Activity* (ATVA) yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016.

III.METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan dengan mengkaji literatur, landasan teori, dan penelitian terdahulu yang relevan sehingga dapat merumuskan suatu hipotesis sebagai jawaban sementara dari rumusan masalah penelitian. Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Penelitian ini menggunakan teknik studi peristiwa (*event study*). Teknik *event study* digunakan untuk mempelajari reaksi pasar saham terhadap adanya peristiwa pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016 dengan mengamati pergerakan pasar saham perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di ISSI.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa tanggal pengumuman, data perusahaan *property* dan *real estate*

yang terdaftar di ISSI, data historis harga saham penutupan harian, jumlah saham beredar, data historis harga indeks pasar penutupan harian, dan volume perdagangan saham perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di ISSI selama kurun waktu periode penelitian. Data-data sekunder tersebut dapat diperoleh dari *website* resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu www.idx.co.id, *website yahoo finance* yaitu www.finance.yahoo.com dan sumber-sumber lain yang relevan seperti artikel-artikel dari internet.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan atau emiten sektor *property* dan *real estate* yang sahamnya terdaftar di ISSI. Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*, yaitu “menentukan sampel dengan pertimbangan tertentu” (Anshori dan Iswati, 2009:105). Pertimbangan yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan menetapkan batasan-batasan yang sesuai dengan masalah penelitian sehingga didapatkan sampel yang sesuai. Batasan-batasan yang ditetapkan oleh peneliti adalah sebagai berikut:

- a. Seluruh saham sektor *property* dan *real estate* yang tidak mengalami *delisting* dari ISSI selama periode estimasi yaitu 17 Mei 2016-15 Agustus 2016 dan periode waktu pengamatan yaitu 16 Agustus 2016–15 September 2016.
- b. Perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang memiliki data

historis dan aktif melakukan perdagangan saham selama periode waktu penelitian

- c. Perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang tidak melakukan *corporate action* selama periode waktu penelitian.

Model perhitungan yang digunakan dalam penelitian ini adalah *market model* sehingga memerlukan periode estimasi untuk menghitung return ekspektasi serta periode pengamatan (jendela) sebelum dan sesudah peristiwa. Penelitian ini menggunakan periode estimasi selama 60 hari sebelum periode pengamatan. Sedangkan periode pengamatan terdiri dari 10 hari aktif sebelum (t-10) peristiwa dan 10 hari aktif sesudah (t+10) peristiwa pengumuman PBI no.18/16/PBI/2016.

Tabel 3.1
Periode Pengamatan

t (periode)	Tanggal
Periode estimasi 60 hari	17 Mei 2016-15 Agustus 2016
Periode pengamatan sebelum (t-10 s/d t-1)	16 Agustus 2016–30 Agustus 2016
Event date (t0)	31 Agustus 2016
Periode pengamatan setelah (t+1 s/d t+10)	1 September 2016–15 September 2016

Sumber: data diolah

Langkah-langkah teknik analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Menghitung nilai *abnormal return* saham dengan langkah-langkah sebagai berikut:
 - a. Menghitung return aktual

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

Keterangan:

R_{it} = Return realisasi sekuritas i pada periode t

P_{it} = Harga saham harian i periode t

P_{it-1} = Harga saham harian i periode $t-1$

- b. Menghitung return ekspektasi (*expected return*) dengan menggunakan analisis regresi sederhana sehingga muncul persamaan seperti berikut:

$$E(R)_i = \alpha + \beta_i R_m + \varepsilon$$

Keterangan:

$E(R)_i$ = return ekspektasi sekuritas i

α = intersep dalam regresi untuk sekuritas i

β = koefisien regresi yang menyatakan slope garis regresi

ε = kekeliruan regresi

- c. Menghitung *abnormal return*

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

Keterangan:

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

R_{it} = return realisasi saham sekuritas i pada periode ke t

$E(R)_i$ = return ekspektasi saham i

- d. Menghitung *Average Abnormal Return (AAR)* sebelum dan sesudah peristiwa

$$AAR_{before} = \frac{\sum_{t-10}^{t-1} AR_{before}}{n}$$

dan

$$AAR_{after} = \frac{\sum_{t+10}^{t+1} AR_{after}}{n}$$

Keterangan:

AAR_{after} = *average abnormal return* sesudah peristiwa

AAR_{before} = *average abnormal return* sebelum peristiwa

AR_{after} = *abnormal return* saham sesudah peristiwa

AR_{before} = *abnormal return* saham sebelum peristiwa

n = jumlah sampel/jumlah emiten yang diteliti

2. Menghitung *trading volume activity*

Penghitungannya dapat dilakukan sebagai berikut:

- a. Menghitung *trading volume activity*

$$TVA_{it} =$$

$$\frac{\sum \text{saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu } t}{\sum \text{saham perusahaan yang beredar pada waktu } t}$$

- b. Menghitung rata-rata *trading volume activity* sebelum dan sesudah peristiwa

$$ATVA_{before} = \frac{\sum_{t-10}^{t-1} TVA_{before}}{n}$$

dan

$$ATVA_{after} = \frac{\sum_{t+10}^{t+1} TVA_{after}}{n}$$

Keterangan:

$ATVA_{before}$ = rata-rata *trading volume activity* sebelum peristiwa

$ATVA_{after}$ = rata-rata *trading volume activity* sesudah peristiwa

TVA_{before} = *trading volume activity* sebelum peristiwa

TV_{After} = trading volume activity
 sesudah peristiwa
 n = jumlah saham/emiten yang
 diamati

3. Uji normalitas data

Melakukan uji normalitas terhadap data AAR dan ATVA untuk melihat apakah data terdistribusi dengan normal. Pengujian dilakukan dengan alat bantu program SPSS. Jika data terdistribusi normal, maka uji yang dilakukan selanjutnya adalah *paired sample t-test*. Sedangkan jika data tidak terdistribusi normal, maka uji yang dilakukan selanjutnya adalah *wilcoxon signed-rank test*.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 4.7 dibawah ini akan merangkum hasil uji normalitas *one-sample kolmogorov smirnov* terhadap variabel *average abnormal return* (AAR) dan *average trading volume activity* (ATVA), baik sebelum peristiwa maupun sesudah peristiwa.

Tabel 4.7

Hasil Uji Normalitas One-Sample Kolmogorov Smirnov

Variabel	Periode Pengamatan	Signifikansi	Hasil Pengujian
Average Abnormal Return (AAR)	Sebelum peristiwa	0,991	Distribusi normal
	Sesudah peristiwa	0,079	Distribusi normal
Average Trading Volume Activity (ATVA)	Sebelum peristiwa	1,000	Distribusi normal
	Sesudah peristiwa	0,024	Tidak Distribusi normal

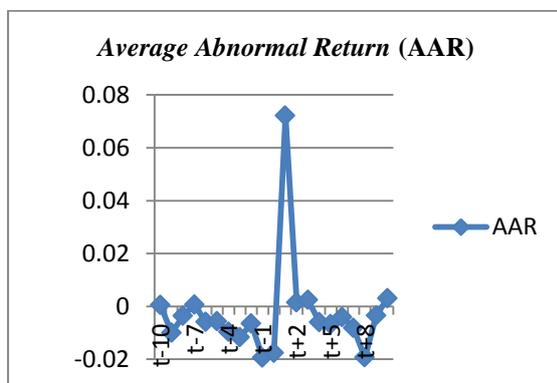
Sumber: Output SPSS, diolah (2017)

Berdasarkan tabel 4.7 diatas diketahui bahwa hasil uji normalitas *One-Sample Kolmogorov Smirnov* terhadap variabel *average abnormal return* (AAR) keduanya memiliki nilai lebih besar dari $(\alpha)=5\%$ (0,05) sehingga data AAR telah terdistribusi secara normal dan memenuhi syarat untuk dilakukan uji *paired sample t-test*. Hasil uji normalitas *One-Sample Kolmogorov Smirnov* terhadap variabel *average trading volume activity* (ATVA) pada periode sebelum dan sesudah peristiwa memiliki nilai signifikansi masing-masing sebesar 1,000 dan 0,024. Salah satu nilai tersebut memiliki nilai lebih kecil dari $(\alpha)=5\%$ (0,05) sehingga data ATVA sebelum dan sesudah pengumuman PBI no. 18/16/PBI/2016 tersebut tidak terdistribusi secara normal. Jika data tidak terdistribusi secara normal, maka pengujian hipotesis tidak menggunakan *paired sample t-test* tetapi menggunakan *wilcoxon sign-rank test*.

Terdapat perbedaan average abnormal return yang tidak signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016

Berdasarkan hasil uji hipotesis *paired sample t-test* menggunakan alat bantu uji SPSS versi 19 diperoleh hasil yang menunjukkan bahwa *average abnormal return* pada periode sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman PBI no/ 18/16/PBI/2016 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,198 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi $(\alpha)=5\%$ (0,05). Hasil uji hipotesis berdasarkan nilai signifikansi tersebut adalah H_0 diterima dan H_1 ditolak.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang tidak signifikan pada *average abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman PBI no. 18/16/PBI/2016. Artinya secara rata-rata terjadi perubahan nilai *abnormal return* yang tidak signifikan selama periode pengamatan pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).



Sumber: Data sekunder, diolah (2017)

Gambar 4.1
Grafik Average Abnormal Return (AAR)
Seluruh Emiten
Selama Periode Pengamatan

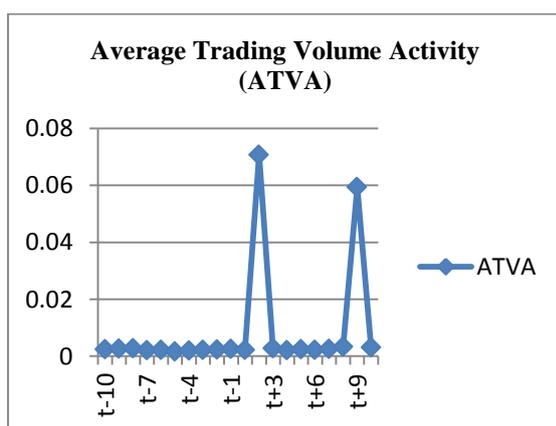
Meskipun di seputar tanggal peristiwa terjadi fluktuasi nilai AAR namun pergerakannya tidak menunjukkan selisih yang signifikan, sehingga pada hasil uji statistik menunjukkan adanya perbedaan yang tidak signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa. Artinya hampir tidak terjadi *abnormal return* sebagai akibat dari adanya pengumuman PBI no.18/16/PBI/2016. Hal ini sejalan dengan teori pasar modal efisien yang menyatakan bahwa dalam pasar modal yang efisien akan sangat sulit atau bahkan hampir tidak mungkin bagi investor dapat memperoleh return tak

normal atau *abnormal return*. Dengan kata lain investor mampu mengambil keputusan investasi dengan baik sehingga perubahan harga-harga di pasar dapat menyesuaikan diri dengan cepat terkait dengan peristiwa pengumuman PBI no.18/16/PBI/2016. Kemungkinan lain adalah karena peristiwa ini telah diantisipasi oleh para pelaku pasar mengingat isu tentang kemunculan PBI no.18/16/PBI/2016 ini sudah beredar sejak sebelum tanggal pengumuman.

Adanya perbedaan nilai AAR yang tidak signifikan ini juga mengindikasikan bahwa investor tidak melakukan spekulasi terhadap harga saham, mengingat ISSI merupakan pasar modal syariah yang dengan jelas melarang adanya unsur spekulasi didalamnya karena sama dengan *maysir* (judi). Sehingga return yang terbentuk juga merupakan *capital gain* yang masih dalam batas wajar. Artinya investor memang menilai saham sesuai dengan kondisi perusahaan yang sebenarnya. Seperti yang diketahui jika PBI nomor 18/16/PBI/2016 memang dianggap dapat mempengaruhi pertumbuhan perusahaan properti, tetapi tidak signifikan. Hal ini sesuai dengan pandangan Islam yang menyebutkan bahwa nilai sertifikat saham harus sama dengan nilai aset perusahaan agar dapat menggambarkan kondisi perusahaan yang sebenarnya.

Terdapat perbedaan average trading volume activity yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016

Uji hipotesis pada variabel *average trading volume activity* (ATVA) menggunakan uji *wilcoxon sign-rank test* karena setelah dilakukan uji normalitas diketahui bahwa data ATVA tidak memiliki distribusi normal. Hasil pengujian statistik *wilcoxon sign-rank test* menunjukkan bahwa ATVA pada periode sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman PBI no/18/16/PBI/2016 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,022 yang berarti lebih kecil dari tingkat signifikansi (α)=5% (0,05). Hasil uji hipotesis berdasarkan nilai signifikansi tersebut adalah H_0 ditolak dan H_1 diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016. Hal ini juga berarti secara rata-rata terjadi perubahan nilai *trading volume activity* yang signifikan selama periode pengamatan pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).



Sumber: Data sekunder, diolah (2017)

Gambar 4.2
Average Trading Volume Activity (ATVA)
Seluruh Emiten
Selama Periode Pengamatan

Berbeda dengan *abnormal return*, hasil uji hipotesis pada variabel *trading volume activity* membuktikan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada periode sebelum dan sesudah peristiwa. Artinya pasar bereaksi dengan adanya peristiwa pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016 berdasarkan indikator ATVA. PBI nomor 18/16/PBI/2016 memang baru diumumkan secara resmi oleh BI pada tanggal 31 Agustus 2016, tetapi pengesahannya telah terjadi beberapa hari sebelumnya yaitu tanggal 27 Agustus 2016. Jadi, ada kemungkinan bahwa sebagian investor telah menyerap kandungan informasi dalam PBI tersebut jauh hari sebelumnya. Apalagi sebelum aturan tersebut disahkan telah banyak isu-isu yang beredar terkait dengan kemunculannya. Sehingga pada periode pengamatan di sekitar tanggal peristiwa bisa dikatakan hampir tidak terjadi *abnormal return* akibat dari adanya pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016.

Reaksi pasar yang terjadi justru berupa perubahan nilai *trading volume activity* yang ditunjukkan dengan adanya perbedaan nilai ATVA yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa. Artinya investor bereaksi terhadap peristiwa tersebut tetapi mereka tidak memperoleh *abnormal return* karena *abnormal return* yang sebenarnya kemungkinan telah muncul jauh-jauh hari sebelum tanggal pengumuman akibat dari adanya kebocoran informasi yang telah dimanfaatkan oleh pihak-pihak tertentu.

Berdasarkan hasil penelitian ini dapat diketahui bahwa apabila indikator AAR menghasilkan nilai yang tidak signifikan, belum tentu indikator ATVA juga menyatakan tidak signifikan. Dapat dikatakan bahwa nilai ATVA lebih baik dalam mencerminkan reaksi pasar karena volume perdagangan saham akan terus berjalan seiring dengan transaksi yang terus terjadi, tidak peduli apakah harga saham mengalami kenaikan, penurunan, atau tetap. Apalagi ada beberapa model perhitungan *abnormal return* yang dapat menyebabkan perbedaan hasil antara penelitian yang satu dengan yang lain.

Reaksi pasar yang positif menunjukkan bahwa investor semakin berminat untuk menginvestasikan sebagian kekayaannya pada sektor yang halal. Hal ini tentu akan berdampak baik pada perkembangan saham syariah di Indonesia. Investor yang sebelumnya tidak pernah berinvestasi ke saham syariah dapat tertarik untuk beralih ke saham syariah. Perlu diingat bahwa pengambilan keputusan berinvestasi dalam Islam harus mempertimbangkan banyak hal. Akan sangat baik jika pertimbangan utamanya tidak hanya pada harga saham yang lebih murah saja sehingga dapat membeli lembar saham lebih banyak. Aspek syariah seperti kehalalan transaksi dan dampaknya terhadap kesejahteraan umat adalah yang paling utama bagi investor muslim untuk dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan dalam berinvestasi.

V. SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Terdapat perbedaan nilai *Average Abnormal Return* (AAR) yang tidak signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016. Artinya hampir tidak terjadi *abnormal return* sebagai akibat dari adanya pengumuman PBI no.18/16/PBI/2016. Hal ini sejalan dengan teori pasar modal efisien yang menyatakan bahwa dalam pasar modal yang efisien akansangat sulit atau bahkan hampir tidak mungkin bagi investor dapat memperoleh *abnormal return*.
2. Terdapat perbedaan nilai *Average Trading Volume Activity* (ATVA) yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016. Artinya investor menganggap bahwa pengumuman PBI nomor 18/16/PBI/2016 memiliki kandungan informasi yang baik (*good news*) sehingga muncul reaksi pasar yang positif ditandai dengan adanya peningkatan volume perdagangan saham yang signifikan sesudah peristiwa tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Al Qur'an dan terjemahannya revisi tahun 2004. Jakarta: Depag RI
- Anshori, Muslich & Sri Iswati. 2009. *Buku ajar metodologi penelitian kuantitatif*. Surabaya: Pusat Penerbitan dan Pencetakan Unair (AUP)

- Bei, Viktoria Nafrida Rame. 2015. *Dampak Penerapan Kebijakan Loan to Value terhadap Reaksi Pasar Modal di Bursa Efek Indonesia: Sebuah Pendekatan Event Study*. Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya Malang volume 3 nomer 2
- Huda, Nurul & Mustafa Edwin Nasution. 2007. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana
- Jogiyanto, H.M. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE Universitas Gadjah Mada
- Liogu, S. J dan I. S. Saerang. 2015. *Reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Harga BBM atas Saham LQ 45 pada tanggal 1 November 2014*. Jurnal EMBA, volume 3, nomor 1, Maret 2015, hal. 1274-1282
- Pramana, Andi. 2012. *Analisis Perbandingan Trading Volume Activity dan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Pemecahan Saham (Studi Kasus pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011)*. skripsi tidak diterbitkan. Semarang Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
- Republik Indonesia. 2016. *Peraturan Bank Indonesia Nomor 18/16/PBI/2016 tentang Rasio Loan to Value untuk Kredit Properti, Rasio Financing to Value untuk Pembiayaan Properti dan Uang Muka untuk Kredit atau Pembiayaan Kendaraan Bermotor*
- Republik Indonesia. 1995. *Undang-Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal*
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Surabaya: Erlangga
- Setiawan, I Gede Hendra, et al. 2015. *Reaksi Pasar pada Regulasi Loan to Value*. E-jurnal Akuntansi Universitas Udayana 10.1 (2015): 107-120
- Suharyanto, Dwi dan Rusdayanti Asma. 2013. *Analisis Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Peraturan Loan to Value (Studi Pada Perusahaan Properti Di Bursa Efek Indonesia)*. Jurnal Wawasan Manajemen, Volume 1, Nomor 2, Juni 2013, hal.281-298.
- Sutedi, Adrian. 2011. *Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi : Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Penerbit Kanisius
- Yani, Sri Indah, et al. 2016. *Analisis Pelonggaran Kebijakan Loan to Value (LTV) terhadap Abnormal return dan Trading Volume Activity di Bursa Efek Indonesia: Pendekatan Event Study*. Artikel Ilmiah Mahasiswa. Jember Ekonomi Pembangunan UNEJ

