

**PERILAKU HARGA DAN VOLUME PERDAGANGAN**  
**(Studi Peristiwa Dampak Penundaan Pencairan Bantuan IMF**  
**pada Saham Dominasi Asing dengan Pendekatan Koreksi Beta)**  
*Behaviour of Price and Trading Volume (Impacts of Delay of IMF Grant on the*  
*Dominance of Broad Stock)*

Rini Mahgianti  
Mahasiswa Program Magister Manajemen, PPSUB

Umar Burhan  
Dosen Jurusan Studi Pembangunan, FE Unibraw  
Iwan Triyuwono  
Dosen Jurusan Akuntansi, FE Unibraw

**ABSTRACT**

Theoretically has been stated that any relevant informations can create any market reactions indicated by price behaviour and trading volume. Research aimed at analysing market reaction through any indicator of cumulative abnormal return (CAR) and cumulative abnormal trading volume (CATVA) resulted by the delay of IMF grant. Research was focused on the broad dominance stock and domestic dominance stock as a comparation. Market model approach was used in this analysis and the beta corection model to determine the expected return.

Results show that delay of IMF grant contain any negative informations indicated by the significant reduce of CAR and CATVA, before and after annoucement.

Keywords: prive behaviour, CAR, CATVA, trading volume

**ABSTRAK**

Secara teoritis dinyatakan bahwa informasi yang relevan dapat menimbulkan reaksi pasar yang dapat tercermin dari harga dan volume perdagangan.

Penelitian ini bertujuan menguji reaksi pasar melalui indikator cumulative abnormal return (CAR) dan cumulative abnormal trading volume (CATVA) akibat pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF. Obyek penelitian dilakukan pada saham dominasi asing dan sebagai pembandingan dilakukan pula pengujian pada saham dominasi domestik. Pengujian dilakukan dengan pendekatan market model dan menambahkan model koreksi beta untuk penentuan expected return.

Hasil penelitian yang diperoleh menunjukkan bahwa pengumuman penundaan bantuan IMF memiliki kandungan informasi negatif yang terlihat dari adanya penurunan CAR dan CATVA yang signifikan sebelum dan setelah pengumuman.

Kata kunci: Perilaku harga, CAR, CATVA, volume perdagangan

## PENDAHULUAN

Pengujian terhadap reaksi pasar melalui indikator harga dan volume perdagangan lebih dikaitkan dengan pengujian terhadap hipotesis efisiensi pasar. Sebuah pasar yang efisien akan tercermin dari cepatnya harga menyesuaikan diri terhadap masuknya informasi baru, yang mana bila pelaku pasar menggunakan informasi tersebut untuk mendapatkan abnormal return maka hal itu tidak akan terjadi.

Pengujian terhadap masuknya informasi baru yang dapat mempengaruhi reaksi pasar (harga dan volume perdagangan) merupakan suatu bentuk pengujian event study. Pengujian event study pada awalnya lebih terfokus pada peristiwa-peristiwa internal perusahaan, seperti laporan laba tahunan, pengumuman dividen, stock split (Beaver, 1986; Ross, 1977; Schatzberg dan Datta, 1992; McNichols, 1989; Husnan, Hanafi, dan Wibowo, 1996). Namun sekarang aplikasi terhadap metode event study telah mengalami suatu perkembangan, di mana pengujiannya tidak terbatas pada corporate event saja, namun telah menyentuh pula aspek makroekonomi bahkan politik hingga isu lingkungan (Suryawijaya, 1998).

Penelitian ini mencoba melakukan hal yang berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang cenderung yang bersifat corporate event, di mana penelitian ini nantinya akan melihat reaksi pasar yang tercermin dari return sebagai perubahan harga dan aktifitas volume perdagangan akibat informasi yang bersifat makroekonomi. Pengumuman penundaan pencairan bantuan International Monetary Fund (IMF) yang terjadi pada akhir Maret 2000 lalu, merupakan salah satu bentuk informasi non akuntansi (economic event) yang tersebar luas dan diterima oleh para pelaku pasar (Dyckman, 1986). Sebagaimana diketahui, pemerintah Indonesia dan IMF telah menandatangani kesepakatan program

pemulihan ekonomi yang hancur akibat krisis. Kesepakatan tersebut tertuang dalam letter of intent (LoI) yang harus dijalankan oleh Indonesia sepenuhnya. Sebagai imbalannya IMF dan tim kerjanya yaitu IBRD dan ADB bersama dengan beberapa negara lain (Australia, Brunei, China, Hongkong, Jepang, Malaysia, Singapura, dan Amerika) akan mengucurkan bantuannya dalam bentuk paket bantuan ekonomi senilai USD 38,859 miliar, di mana pengucuran bantuan itu sendiri tidak diberikan sekaligus sebagaimana diinginkan pihak Indonesia, namun diberikan secara bertahap (Kiryanto, 1998; Anonim, 1999).

Pengumuman penundaan pencairan bantuan oleh IMF ini dikhawatirkan akan diikuti oleh negara-negara yang tergabung dalam pemberi paket bantuan, sehingga akan berdampak terhadap kepercayaan investor asing terhadap komitmen pemerintah dalam pemulihan ekonomi. Bila kepercayaan investor asing menurun, maka hal ini akan berdampak pada pengharapan mereka terhadap kondisi perekonomian (Tarmidi, 1998).

Bursa Efek Jakarta tergolong pada bursa yang tipis (thin market) di mana masih banyak terdapat perdagangan yang tidak sinkron (non synchronous trading). Pasar modal yang tipis merupakan ciri dari pasar modal yang berkembang (emerging market), sehingga beta yang terjadi masih terdapat bias (Hartono, 1999). Dalam penelitian event study dan penelitian lain yang jika menggunakan beta yang bias ini dalam menganalisis, maka hasilnya pun akan bias, sehingga beta yang bias ini perlu dikoreksi terlebih dahulu (Bartholdy dan Riding, 1994). Berbeda dengan beberapa penelitian sebelumnya yang berbasis event study dan menggunakan beta sebagai parameternya yang tidak menggunakan model koreksi bias, maka penelitian ini mencoba memasukkan model koreksi bias beta untuk menindaklanjuti apa yang telah

dilakukan oleh Hartono (1998), sedangkan event yang dipilih adalah pengumuman yang bersifat makroekonomi yaitu pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF yang berdampak luas dan mempengaruhi reaksi pasar modal.

Pengumuman penundaan bantuan IMF disinyalir mengindikasikan berita buruk bagi pelaku pasar, karena akan menurunkan kepercayaan pelaku pasar (asing) terhadap masa depan pemulihan ekonomi Indonesia. Dengan demikian dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

**(H1.1)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CAR sebelum dengan saat pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi asing

**(H1.2)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CAR pada saat dengan setelah pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi asing

**(H1.3)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CAR sebelum dengan setelah pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi asing

**(H2.1)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CAR sebelum dengan saat pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi domestik

**(H2.2)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CAR pada saat dan setelah pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi domestik

**(H2.3)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CAR sebelum dengan setelah pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi domestik

**(H3)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CAR sebelum dengan saat pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF antara saham dominasi asing dan dominasi domestik

**(H4)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CAR saat dengan setelah pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF antara saham dominasi asing dan dominasi domestik

**(H5)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CAR sebelum dengan setelah pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF antara saham dominasi asing dan dominasi domestik.

**(H6.1)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CATVA sebelum dengan saat pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi asing

**(H6.2)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CATVA pada saat dengan setelah pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi asing

**(H6.3)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CATVA sebelum dengan setelah pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi asing

**(H7.1)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CATVA sebelum dengan saat pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi domestik

**(H7.2)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CATVA pada saat dan setelah pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi domestik

**(H7.3)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CATVA sebelum dengan setelah pengumuman penundaan bantuan IMF pada saham dominasi domestik

**(H8)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CATVA sebelum dengan saat pengumuman antara saham dominasi asing dan dominasi domestik

**(H9)** : Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CATVA saat dengan setelah peng-

muman antara saham dominasi asing dan dominasi domestik

**(H10):** Diduga bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara CATVA sebelum dengan setelah pengumuman antara saham dominasi asing dan dominasi domestik.

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang porsi kepemilikan sahamnya didominasi oleh asing, atau dengan kata lain perusahaan yang lebih dari 50% sahamnya dimiliki asing dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Hal ini untuk melihat secara lebih jelas gambaran reaksi pasar terhadap pengumuman penundaan bantuan IMF yang banyak dikaitkan dengan kepercayaan asing. Sebagai pembanding reaksi pasar pada saham dominasi asing, dipilih perusahaan yang sebagian besar sahamnya (lebih dari 50%) didominasi oleh domestik.

Jumlah dari perusahaan yang sahamnya didominasi asing terhitung sampai bulan Februari 2000 sebanyak 37 perusahaan. Untuk kepentingan penelitian ini akan diambil keseluruhan jumlah tersebut. Sementara untuk saham domestik dipilih secara purposive random sampling sebanyak 36 perusahaan dari populasi sebanyak 219 perusahaan.

### Pengumpulan Data

Data-data yang digunakan pada penelitian ini bersifat data sekunder, dan pengumpulan data dilakukan dengan teknik dokumentasi. Data-data tersebut diperoleh dari JSX Statistic 1999 dan 2000 yang menampilkan data jumlah kepemilikan asing, besarnya transaksi perdagangan dan kapitalisasi pasar. Sementara data-data harga penutupan harian, volume perdagangan harian, indeks pasar (IHSG) harian

diperoleh dari database BEJ yang diakses melalui internet.

### Periode Pengamatan

Periode pengamatan dalam penelitian ini dibagi menjadi dua periode yaitu periode peristiwa (event period) dan periode estimasi (estimation period). Untuk periode peristiwa (yang sering juga disebut periode jendela atau event windows) dilakukan dua kali pengamatan yaitu pengamatan pertama dengan periode yang lebih pendek selama 11 hari pengamatan, terdiri dari selama 5 hari sebelum pengumuman ( $t-5$ ), satu hari pada saat pengumuman ( $t_0$ ), dan 5 hari setelah pengumuman ( $t+5$ ). Untuk pengamatan kedua digunakan periode yang diperpanjang yang dimaksudkan untuk melihat apakah peristiwa ini sudah diantisipasi pasar dan memiliki dampak yang cukup lama. Periode pengamatan kedua selama 21 hari terdiri dari 10 hari sebelum pengumuman ( $t-10$ ), satu hari pada saat pengumuman ( $t_0$ ), dan 10 hari setelah pengumuman ( $t+10$ ). Sementara untuk periode estimasi ditentukan selama 120 hari.

### 1. Cumulative Abnormal Return (CAR)

Untuk melihat reaksi pasar digunakan return sebagai ukuran perubahan harga. Abnormal return merupakan kelebihan dari return saat ini (real return) terhadap expected return. Jika abnormal return beberapa periode digabungkan akan diperoleh cumulative abnormal return (CAR) atau dengan kata lain :

$$CAR = \sum AR_{it}$$

Abnormal return diperoleh dari :

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

dimana :  $AR_{it}$  = Abnormal return perusahaan ke-i pada periode ke-t;  $R_{it}$  = Return perusahaan ke-i pada periode

ke-t;  $E(R_{it})$  = Expected return perusahaan ke-i pada periode ke-t.

Return perusahaan ke-i pada periode ke-t dapat diperoleh dari :

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

dimana :  $P_{it}$  = Harga saham perusahaan ke-i pada periode ke-t;  $P_{it-1}$  = Harga saham perusahaan ke-i pada periode t-1.

Sementara nilai expected return diperoleh dengan menggunakan market model sebagai berikut :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_{it} R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

dimana :  $\beta_{it}$  = Beta perusahaan ke-i pada periode ke-t;  $\alpha_i$  = Konstanta;  $R_{mt}$  = Return pasar pada periode ke-t, diperoleh dengan periode observasi selama 120 hari;  $\varepsilon_{it}$  = Kesalahan acak.

BEJ merupakan pasar modal yang tipis di mana perdagangannya jarang terjadi, hal ini merupakan ciri dari pasar modal yang sedang berkembang (emerging market). Pasar modal yang tipis ini akan menyebabkan ketidak-sinkronan antara return saham dengan indeks pasar, sehingga ketidak-sinkronan ini akan menyebabkan perhitungan beta menjadi bias. Jika beta yang bias ini dijadikan dasar untuk menganalisis maka dikhawatirkan hasilnya pun akan bias (Hartono, 1999; Bartholdy dan Riding, 1994). Untuk itu dalam penelitian ini akan dilakukan koreksi bias pada beta sebelum digunakan untuk memprediksi return. Model yang akan digunakan mengacu pada penelitian Hartono dan yaitu menggunakan model Fowler dan Rorke (1983) dengan menggunakan satu periode mundur (lag time) dan satu periode maju (lead time) dengan tahapan sebagai berikut :

1). Mengoperasikan persamaan regresi antara  $R_{it}$  dan  $R_{mt}$  :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i^{-1} R_{mt-1} + \beta_i^0 R_{mt} + \beta_i^{+1} R_{mt+1} + \varepsilon_{it}$$

2). Mengoperasikan persamaan regresi untuk mendapatkan korelasi serial antara  $R_{mt}$  dan  $R_{mt-1}$  sebagai berikut :

$$R_{mt} = \alpha_i + \rho_1 R_{mt-1} + \varepsilon_i$$

3). Menghitung bobot yang digunakan sebesar :

$$w = \frac{1 + \rho_1}{1 + 2.\rho_1}$$

4). Menghitung beta yang sudah dikoreksi dari saham ke-i yang merupakan penjumlahan koefisien regresi dengan bobot :

$$\beta_i = w.\beta_i^{-1} + \beta_i^0 + w.\beta_i^{+1}$$

Sementara return pasar diperoleh dari :

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

## (2). Cumulative Abnormal Trading Volume Activity (CATVA)

Cumulative abnormal trading volume activity (CATVA) merupakan penjumlahan dari abnormal trading volume beberapa periode atau :  $CATVA = \sum ATVA_{it}$  ; di mana abnormal trading volume activity mengukur reaksi pasar berdasarkan aktivitas volume perdagangan abnormal. Abnormal trading volume activity merupakan kelebihan dari trading volume activity (TVA) yang sesungguhnya terjadi terhadap expected TVA, dengan kata lain :

$$ATVA_{it} = TVA_{it} - E(TVA_{it})$$

dimana :  $ATVA_{it}$  = Abnormal trading volume activity perusahaan ke-i pada periode ke-t;  $TVA_{it}$  = Trading volume activity perusahaan ke-i pada periode ke-t ;  $E(TVA_{it})$  = Expected trading volume activity perusahaan ke-i pada periode ke-t.

Untuk memperoleh  $TVA_{it}$  adalah dengan :

$TVA_{it} = (\sum \text{saham perusahaan ke-i yang diperdagangkan pada waktu ke-t}) / (\sum \text{saham perusahaan ke-i yang beredar pada waktu ke-t})$

Sementara untuk memperoleh nilai expected trading volume dipergunakan market model. Model yang dipakai untuk pengujian ini mengikuti model yang digunakan Beaver (1968) yaitu :

$$E(TVA_{it}) = a_i + b_i TVA_{mt} + e_i$$

dimana :  $a_i = E(TVA_{it})$  yang tidak dipengaruhi oleh  $TVA_{mt}$ ,  $b_i =$  sensitivitas  $E(TVA_{it})$  terhadap  $TVA_{mt}$  ;  $e_i =$  nilai residual.

$TVA_{mt} = (\text{Total volume perdagangan saham pada waktu } t) / (\text{Total volume saham yang beredar di BEJ}).$

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Pengujian Cumulative Abnormal Return (CAR)

#### a) Pengujian Hipotesis H1.1, H1.2, dan H1.3

Rata-rata CAR saham dominasi asing pada lima hari sebelum dengan saat pengumuman terlihat penurunan yang signifikan, demikian pula yang terjadi pada periode pengamatan sepuluh hari. Hal ini berarti bahwa telah terjadi abnormal return yang negatif baik pada lima hari sebelum maupun pada sepuluh hari sebelum pengumuman, dan nilai CAR yang negatif tersebut menjadi lebih besar lagi pada saat pengumuman.

Pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF ternyata telah diantisipasi oleh sebagian investor dan memanfaatkannya untuk meminimalisir kerugian. Sementara sebagian investor yang kurang canggih dan tidak memperoleh informasi ataupun telah memperoleh informasi namun kurang dapat memanfaatkan informasi tersebut dalam aktifitas perdagangan, menyebabkannya memperoleh abnormal return yang negatif selama periode sebelum diumumkankannya berita penundaan pencairan bantuan IMF, sehingga secara umum pasar mengalami penurunan CAR yang signifikan. Dari hasil pengujian dengan periode jendela yang diperpanjang ternyata saham-saham dominasi asing tetap menunjukkan penurunan CAR yang signifikan sebelum pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa ternyata berita penundaan pencairan bantuan IMF telah diduga sebelumnya, terbukti dengan adanya bantahan dari Menko Ekuin Kwik Kian Gie terhadap rumor yang menyatakan bahwa akan terjadi penundaan (Bisnis Indonesia, 18 Maret 2000). Rumor ini ternyata secara spekulatif telah diantisipasi jauh hari sebelumnya oleh sebagian investor yang percaya terhadap kemungkinan penundaan bantuan IMF.

Tabel 1. Ringkasan Uji-t (Unpaired Two Sample for Means) CAR Saham Dominasi Asing pada Lima Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian	Mean	SD	Peluang
H1.1. Sebelum	-0.028922	0.004195	0.002*
Saat	-0.0418	-	
H1.2. Saat	-0.0418	-	0.556
Setelah	-0.044552	0.009595	
H1.3. Sebelum	-0.028922	0.004195	0.010*
Setelah	-0.044552	0.009595	

Keterangan : \* = signifikan pada  $\alpha$  5%

Tabel 2. Ringkasan Uji-t (Unpaired Two Sample for Means) CAR Saham Dominasi Asing pada Sepuluh Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian	Mean	SD	Peluang
H1.1. Sebelum	-0.020451	0.010584	0.000*
Saat	-0.0418	-	
H1.2. Saat	-0.0418	-	0.014*
Setelah	-0.060014	0.018965	
H1.3. Sebelum	-0.020451	0.010584	0.000*
Setelah	-0.060014	0.018965	

Keterangan : \* = signifikan pada  $\alpha$  5%

Informasi asimetris yang terjadi di dalam pasar sebelum pengumuman akhirnya menjadi simetris kembali, yang mana hal ini ditandai oleh nilai CAR yang tidak signifikan antara saat dan setelah pengumuman. Nilai CAR secara rata-rata setelah pengumuman tetap mengalami penurunan yaitu sebesar 4,4552% namun tidak cukup besar untuk menyatakan adanya perbedaan yang signifikan antara CAR saat dan lima hari setelah pengumuman. Dengan simetrisnya informasi tersebut berarti informasi tersebut telah menyebar secara merata dan diterima oleh pelaku pasar yang lain. Ternyata saat berita penundaan pencairan bantuan IMF tersebut benar-benar telah diumumkan -artinya pelaku pasar telah mendapat kepastian berita- justeru hal tersebut tidak menimbulkan reaksi pasar. Hal ini dikarenakan berita

tersebut telah diantisipasi jauh hari sebelumnya dan ketika berita tersebut diumumkan tidak menimbulkan surprise lagi bagi pelaku pasar.

Berbeda halnya dengan CAR pada sepuluh hari setelah pengumuman, jika dibandingkan dengan saat pengumuman ternyata mengalami perbedaan yang signifikan, di mana nilai CAR setelah sepuluh hari pengumuman mengalami penurunan yang cukup besar yaitu -6,0014%. Hal ini dapat dijelaskan bahwa pada lima hari setelah pengumuman pasar tidak bereaksi, dalam arti investor tidak menunjukkan aktifitas perdagangan yang signifikan. Investor asing bersikap wait and see dan saling menunggu aktifitas investor lainnya maupun adanya informasi lain yang dapat mempengaruhi aktifitas perdagangan

terhadap kepastian terjadinya penundaan pencairan bantuan IMF.

Rupanya dalam lima hari perdagangan tersebut investor asing masih berharap bahwa penundaan pencairan bantuan tersebut tidak terjadi karena adanya spekulasi berita yang menyatakan bahwa pertemuan tim IMF dengan kabinet akan dijadwalkan pada awal April 2000, sehingga hal tersebut tidak mengubah ekspektasi investor terhadap pasar. Namun dalam sepuluh hari perdagangan berikutnya investor asing telah menunjukkan reaksi yang ditandai dengan penurunan abnormal return yang signifikan. Rupanya investor telah memperoleh adanya kepastian penundaan bantuan IMF yang terbukti dari batalnya pertemuan antara tim IMF dengan pemerintah yang direncanakan pada awal April 2000. Hal ini telah menurunkan kepercayaan investor asing terhadap ekspektasi investasi di Indonesia sehingga mereka banyak melakukan aksi jual terhadap saham-saham yang dipegangnya (cut loss). Diperkirakan bahwa aksi tersebut dilakukan untuk menghindari kerugian yang lebih besar lagi akibat menurunnya harga saham yang menyebabkan terjadinya penurunan CAR.

Pada sebelum dan setelah pengumuman menunjukkan adanya penurunan CAR yang signifikan, baik pada periode jendela lima hari maupun pada sepuluh hari, dengan penurunan CAR yang lebih besar terjadi pada setelah sepuluh hari. Hal ini berarti berita penundaan pencairan bantuan IMF memiliki kandungan informasi yang cukup untuk membuat pasar bereaksi. Dengan penurunan rata-rata CAR yang cukup besar bahkan bernilai negatif menandakan bahwa pasar (dalam hal ini saham dominasi asing) bereaksi secara negatif terhadap berita tersebut, yang mana hal tersebut dapat diindikasikan sebagai sebuah berita buruk (bad news) terhadap pasar.

Berita penundaan pencairan bantuan IMF mengisyaratkan bahwa

Pemerintah belum dapat memenuhi persyaratan IMF yang tertuang dalam 42 butir kesepakatan (Letter of Intent) yang telah disepakati pada 20 Januari 2000. Hal ini menandakan pemerintah Indonesian belum layak untuk menerima bantuan sehingga hal tersebut menjadikan Indonesia belum dipercaya pihak asing. Menurunnya kepercayaan asing tersebut menyebabkan pasar bereaksi negatif. Namun reaksi ini terlihat dalam periode waktu yang cukup lama yang ditunjukkan oleh adanya CAR negatif yang signifikan selama sepuluh hari setelah pengumuman, sehingga dapat dikatakan bahwa pasar belum efisien dalam merespon informasi.

#### **b) Pengujian Hipotesis H2.1, H2.2 dan H2.3**

Pada Tabel 3 hasil pengujian CAR saham dominasi domestik lima hari sebelum dan saat pengumuman terjadi perbedaan yang signifikan, di mana rata-rata CAR sebelum pengumuman bernilai negatif sebesar 2,5118% dan saat pengumuman mengalami penurunan yang cukup besar senilai 4,61%. Hal ini berarti bahwa informasi penundaan pencairan bantuan IMF telah terserap sebelum berita itu diumumkan, dalam arti bahwa pasar telah mengantisipasi berita tersebut.

Demikian pula dengan periode jendela yang diperpanjang menjadi sepuluh hari, (Tabel 4) terjadi abnormal return yang negatif sebelum pengumuman yaitu sebesar 1,4423% dan saat pengumuman abnormal return yang negatif tersebut menjadi lebih besar lagi yaitu 4,61%. Penurunan CAR ini ternyata signifikan, yang berarti pasar bereaksi sebelum berita penundaan pencairan tersebut diumumkan. Reaksi yang terjadi sepuluh hari sebelum pengumuman menunjukkan bahwa pelaku pasar telah melakukan antisipasi terhadap aktifitas perdagangannya, jauh hari sebelum berita penundaan itu diumumkan.



Tabel 3. Ringkasan Uji-t (Unpaired Two Sample for Means) CAR Saham Dominasi Domestik pada Lima Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian	Mean	SD	Peluang
H2.1. Sebelum	-0.025118	0.012612	0.020*
Saat	-0.0461	-	
H2.2. Saat	-0.0461	-	0.343
Setelah	-0.052365	0.013030	
H2.3. Sebelum	-0.025118	0.012612	0.010*
Setelah	-0.052365	0.013030	

Keterangan : \* = signifikan pada  $\alpha$  5%

Tabel 4. Ringkasan Uji-t (Unpaired Two Sample for Means) CAR Saham Dominasi Domestik pada Sepuluh Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian	Mean	SD	Peluang
H2.1. Sebelum	-0.014423	0.016786	0.000*
Saat	-0.0461	-	
H2.2. Saat	-0.0461	-0.208	
Setelah	-0.037339	0.020430	
H2.3. Sebelum	-0.014423	0.016786	0.013*
Setelah	-0	037339	0.020430

Keterangan : \* = signifikan pada  $\alpha$  5%

Reaksi yang terjadi lima hari sebelum pengumuman ternyata tidak diikuti dengan reaksi yang sama dengan setelah pengumuman. Hal ini ditunjukkan dengan nilai CAR yang tidak signifikan saat dengan setelah pengumuman, walaupun terjadi penurunan CAR setelah pengumuman dari nilai CAR yang negatif saat pengumuman sebesar 4,61% menjadi sebesar 5,2365%, namun ternyata penurunan ini tidak berbeda secara statistik. Hal ini terjadi karena informasi penundaan tersebut telah direspon sebelumnya, yang berarti bahwa pasar telah melakukan antisipasi sehingga ketika berita itu benar-benar jelas justru tidak menimbulkan kejutan bagi pelaku pasar (saham dominasi domestik).

Demikian pula yang terjadi dengan sepuluh hari setelah pengumuman, tidak ditemukan perbedaan yang

signifikan bila dibandingkan dengan saat pengumuman. Walaupun juga terdapat penurunan CAR setelah pengumuman menjadi sebesar -3,7339%, tapi penurunan ini tidak signifikan secara statistik, yang mana hal ini berbeda dengan hasil yang ditemukan pada pengujian yang sama pada saham dominasi asing, di mana terjadi penurunan yang signifikan pada saham asing. Hal demikian berarti bahwa informasi asimetris yang sebelumnya terjadi, setelah pengumuman justru menjadi simetris, sehingga pasar (saham domestik) tidak bereaksi setelah pengumuman. Kemungkinan yang terjadi adalah investor domestik yang sebelumnya tidak menangkap informasi tersebut atau kurang canggih dalam mengolah informasi, dengan adanya berita penundaan yang semakin jelas menyebabkannya telah bereaksi sama dengan

investor lainnya yang sebelumnya telah memperoleh informasi.

**c) Pengujian Hipotesis H3, H4, dan H5**

Pada periode jendela lima hari dan sepuluh hari menunjukkan tidak ada satupun hasil yang signifikan. Hal ini berarti adanya pola reaksi yang sama antara saham dominasi asing dan

dominasi domestik terhadap pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF. Jika sebelum dengan saat pengumuman CAR saham dominasi asing mengalami penurunan, demikian pula yang terjadi pada saham dominasi domestik. Hal yang sama terjadi pada saat dengan setelah dan sebelum dan setelah pengumuman.

Tabel 5. Ringkasan Uji Beda Keragaman CAR Saham Dominasi Asing dan Dominasi Domestik pada Lima Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian		Asing		Domestik		Peluang
		Mean	SD	Mean	SD	
H3	Sebelum	-0.028922	0.004195	-0.025118	0.012612	0.840
	Saat	-0.0418	-	-0.0461	-	
H4	Saat	-0.0418	-	-0.0461	-	0.936
	Setelah	-0.044552	0.009595	-0.052365	0.013030	
H5	Sebelum	-0.028922	0.004195	-0.025118	0.012612	0.959
	Setelah	-0.044552	0.009595	-0.052365	0.013030	

Tabel 6. Ringkasan Uji Beda Keragaman CAR Saham Dominasi Asing dan Dominasi Domestik pada Sepuluh Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian		Asing		Domestik		Peluang
		Mean	SD	Mean	SD	
H3	Sebelum	-0.020451	0.010584	-0.01442	0.016786	0.776
	Saat	-0.0418	-	-0.0461	-	
H4	Saat	-0.0418	-	-0.0461	-	0.542
	Setelah	-0.060014	0.018965	-0.03733	0.020430	
H5	Sebelum	-0.020451	0.010584	-0.01442	0.016786	0.788
	Setelah	-0.0600	0.018965	-0.03733	0.020430	

**2). Pengujian Cumulative Abnormal Trading Volume Activity (CATVA)**

**a). Pengujian Hipotesis H6.1, H6.2, dan H6.3**

Dari hasil pengujian rata-rata CATVA saham dominasi asing sebelum dan saat pengumuman dengan periode jendela lima hari tampak

penurunan yang signifikan, di mana rata-rata CATVA sebelum pengumuman sebesar 0,6691% menjadi 0,47% saat pengumuman. Hal ini menunjukkan kebocoran informasi penundaan bantuan IMF telah menyebabkan berubahnya preferensi investor yang terlihat dari menurunnya aktifitas investor dalam transaksi perdagangannya. Investor beranggapan

bahwa penundaan tersebut akan menyebabkan harga saham akan turun paling tidak dalam jangka pendek (terbukti dengan penurunan CAR hasil pengujian sebelumnya), sehingga untuk

mengantisipasi kerugian yang lebih besar mereka lebih memilih untuk menahan diri dalam melakukan pembelian.

Tabel 7. Ringkasan Uji-t (Unpaired Two Sample for Means) CATVA Saham Dominasi Asing Lima Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian	Mean	SD	Peluang
H6.1. Sebelum	0.006691	0.000623	0.002*
Saat	0.0047	-	
H6.2. Saat	0.0047	-0.006*	0.000*
Setelah	-0.000325	0.002083	
H6.3. Sebelum	0.006691	0.000623	0.000*
Setelah	-0.000325	0.002083	

Keterangan : \* = signifikan pada  $\alpha$  5%

Tabel 8. Ringkasan Uji-t (Unpaired Two Sample for Means) CATVA Saham Dominasi Asing pada Sepuluh Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian	Mean	SD	Peluang
H6.1. Sebelum	0.005228	0.002428	0.509
Saat	0.0047	-	
H6.2. Saat	0.0047	-0.000*	0.000*
Setelah	-0.002738	0.003038	
H6.3. Sebelum	0.0005228	0.0002428	0.000*
Setelah	-0.002738	0.003038	

Keterangan : \* = signifikan pada  $\alpha$  5%

Namun dalam pengujian dengan periode jendela yang diperpanjang tampak perbedaan yang tidak signifikan antara sebelum dan saat pengumuman, di mana rata-rata CATVA sebelum pengumuman sebesar 0,5228% dan 0,47% setelah pengumuman. Hal ini berarti reaksi pasar yang tercermin melalui CATVA hanya terjadi pada lima hari sebelum pengumuman, sementara pada sepuluh hari sebelum pengumuman pasar tidak melakukan reaksi, kemungkinan bahwa informasi penundaan tersebut telah diketahui

sebagian investor namun ternyata belum cukup untuk menyatakan bahwa pasar secara keseluruhan bereaksi, yang mana terlihat dari adanya penurunan rata-rata CATVA sebelum sepuluh hari pengumuman namun penurunan itu tidak signifikan.

Sementara pada hasil pengujian saat dan setelah pengumuman dengan periode jendela lima hari tampak bahwa pasar bereaksi terhadap informasi penundaan pencairan bantuan IMF, yang tercermin dari penurunan yang signifikan terhadap rata-rata

CATVA setelah pengumuman. Penurunan ini bahkan mencapai kisaran negatif dari 0,47% saat pengumuman menjadi -0,325% setelah pengumuman. Demikian pula hasil yang ditemukan dengan periode jendela sepuluh hari, di mana terlihat adanya penurunan yang signifikan terhadap rata-rata CATVA setelah pengumuman hingga mencapai kisaran negatif menjadi sebesar -0,2738%. Hal ini menunjukkan dampak dari pengumuman penundaan ini tidak hanya terjadi dalam periode lima hari setelah pengumuman, namun dampaknya bahkan masih terjadi selama sepuluh hari setelah pengumuman.

Penurunan yang signifikan terjadi setelah pengumuman ini menunjukkan bahwa reaksi pasar yang telah terjadi sebelum pengumuman (dengan periode jendela lima hari) ternyata masih terjadi ketika informasi penundaan itu benar-benar diumumkan. Investor asing rupanya benar-benar enggan untuk melakukan aktifitas perdagangan di bursa pasca pengumuman, yang tercermin dari penurunan rata-rata CATVA yang signifikan bahkan sampai periode sepuluh hari perdagangan. Sayangnya penelitian ini tidak melihat pada periode yang lebih jauh lagi apakah reaksi itu masih terus berlangsung dalam waktu yang lebih lama.

Pada hasil pengujian sebelum dan setelah pengumuman tampak pula hasil yang berbeda secara signifikan, di mana terlihat pada periode jendela lima hari terjadi penurunan rata-rata CATVA dari 0,6691% menjadi -0,0325%. Demikian pula dijumpai hal yang sama terhadap pengujian dengan periode jendela sepuluh hari di seputar pengumuman, bahwa telah terjadi penurunan rata-rata CATVA yang signifikan dari 0,5228% sebelum pengumuman menjadi -0,2738% setelah pengumuman. Dari gambar 19 dapat dilihat secara lebih jelas

penurunan rata-rata CATVA pada saham asing.

#### **b) Pengujian Hipotesis H7.1, H7.2, dan H7.3**

Pada hasil pengujian rata-rata CATVA saham dominasi domestik dengan periode jendela lima hari terlihat bahwa terjadi penurunan yang tipis rata-rata CATVA sebelum dan saat pengumuman dari 0,6301% menjadi 0,65%, dan penurunan ini tidak signifikan secara statistik. Berbeda dengan hasil pengujian yang sama pada saham asing sebelumnya yang menunjukkan hasil yang signifikan, maka hasil pengujian pada saham domestik ini mengisyaratkan tidak adanya reaksi pelaku pasar sebelum pengumuman. Boleh jadi investor domestik telah memperoleh informasi penundaan sebagaimana halnya investor asing, namun mereka berbeda dalam menyikapi berita tersebut yang ditunjukkan dengan tidak berbedanya preferensi investor domestik dalam aktifitas perdagangannya sebelum dan saat pengumuman.

Sementara pada hasil pengujian saat dan setelah pengumuman pada periode jendela lima hari tampak penurunan yang signifikan terhadap rata-rata CATVA saham domestik. Jika rata-rata CATVA saat pengumuman sebesar 0,65%, maka setelah pengumuman terjadi penurunan yang signifikan mencapai 0,1583%. Hal ini menunjukkan bahwa sebagaimana halnya investor asing, investor domestik pun melakukan reaksi terhadap pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF dengan mengurangi posisi spekulatif mereka. Rupanya pelaku pasar lebih memilih menahan diri dari membeli saham. Reaksi ini terlihat sampai sepuluh hari perdagangan yang ditunjukkan oleh penurunan yang signifikan pula terhadap rata-rata CATVA pada periode jendela yang diperpanjang.

Tabel 9. Ringkasan Uji-t (Unpaired Two Sample for Means) CATVA Saham Dominasi Domestik pada Lima Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian	Mean	SD	Peluang
H7.1. Sebelum	0.006301	0.002513	0.868
Saat	0.0065	-	
H7.2. Saat	0.0065	-0.007*	
Setelah	0.001583	0.002129	
H7.3. Sebelum	0.006301	0.002513	0.013*
Setelah	0.001583	0.002129	

Keterangan : \* = signifikan pada  $\alpha$  5%

Tabel 10. Ringkasan Uji-t (Unpaired Two Sample for Means) CATVA Saham Dominasi Domestik pada Sepuluh Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian	Mean	SD	Peluang
H7.1. Sebelum	0.005999	0.001802	0.402
Saat	0.0065	-	
H7.2. Saat	0.0065	-0.000*	
Setelah	0.000286	0.002117	
H7.3. Sebelum	0.005999	0.001802	0.000*
Setelah	0.000286	0.002117	

Keterangan : \* = signifikan pada  $\alpha$  5%

Pada hasil pengujian rata-rata CATVA saham dominasi domestik sebelum dan setelah pengumuman pada periode jendela lima hari menunjukkan perbedaan yang signifikan, hal ini terlihat dari penurunan rata-rata CATVA yang cukup besar dari 0,6301% sebelum pengumuman menjadi 0,1583% setelah pengumuman. Terjadinya perbedaan hasil yang signifikan ini mengindikasikan adanya reaksi pasar sebagai akibat dari berita penundaan pencairan bantuan IMF, yang mana berita tersebut telah menyebabkan perbedaan preferensi investor yang tercermin dari penurunan rata-rata CATVA yang signifikan.

#### c). Pengujian Hipotesis H8, H9, H10

Hasil pengujian ANOVA pada Tabel 11 dan 12 baik pada periode jendela lima hari maupun sepuluh hari menunjukkan tidak ada satu pun hasil

yang signifikan. Hal ini berarti berita penundaan pencairan bantuan IMF menyebabkan saham dominasi asing dan dominasi domestik bereaksi dengan pola yang sama. Jika sebelum dengan saat pengumuman CATVA saham dominasi asing mengalami penurunan, demikian pula yang terjadi pada saham dominasi domestik. Hal yang sama terjadi pada saat dengan setelah dan sebelum dan setelah pengumuman.

#### Pembahasan dan Hipotesis Teori

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan sebelumnya dan dilatarbelakangi hipotesis teori yang relevan dengan obyek penelitian ini, maka berikut ini akan diuraikan dua hipotesis teori yang relevan. Bahasan hanya dibatasi pada dua hipotesis teori, yaitu : (1) Hipotesis kandungan informasi, dan (2) Hipotesis efisiensi pasar.

Tabel 11. Ringkasan Uji Beda Keragaman CATVA Saham Dominasi Asing dan Dominasi Domestik pada Lima Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian	Asing		Domestik		Peluang
	Mean	SD	Mean	SD	
H8 Sebelum	0.006691	0.000623	0.006301	0.002513	0.894
Saat	0.0047	-	0.0065	-	
H9 Saat	0.0047	-	0.0065	-	0.998
Setelah	-0.00032	0.002083	0.001583	0.002129	
H10 Sebelum	0.006691	0.000623	0.006301	0.002513	0.988
Setelah	-0.00032	0.002083	0.001583	0.002129	

Tabel 12. Ringkasan Uji Beda Keragaman CATVA Saham Dominasi Asing dan Dominasi Domestik pada Sepuluh Hari di Seputar Pengumuman Penundaan Pencairan Bantuan IMF

Pengujian	Asing		Domestik		Peluang
	Mean	SD	Mean	SD	
H8 Sebelum	0.005228	0.002428	0.005999	0.001802	0.945
Saat	0.0047	-	0.0065	-	
H9 Saat	0.0047	-	0.0065	-	0.949
Setelah	-0.002738	0.003038	0.000286	0.002117	
H10 Sebelum	0.005228	0.002428	0.005999	0.001802	0.991
Setelah	-0.002738	0.003038	0.000286	0.002117	

### 1. Hipotesis Kandungan Informasi

Hipotesis kandungan informasi menyatakan bahwa jika suatu pengumuman mengalir ke dalam pasar dan menyebabkan pelaku pasar mengambil keputusan yang relevan dengan investasinya yang mana hal tersebut tercermin dari perubahan harga maupun volume perdagangan, maka dikatakan pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi (information content). Kandungan informasi dari suatu pengumuman diawali dari adanya asimetri informasi di dalam pasar, yang mana sebagian pelaku pasar yang canggih (informed traders) memiliki informasi lebih yang tidak dimiliki pelaku pasar lainnya (non informed traders), sehingga hal ini menyebabkan mereka memiliki

preferensi yang berbeda. Jika dari perbedaan tersebut menyebabkan sebagian pelaku pasar (informed traders) memperoleh abnormal return atau abnormal trading volume di atas yang lain, maka pengumuman tersebut dikatakan memiliki kandungan informasi.

Dekiawan dan Jaya (1999) mendokumentasikan adanya abnormal return yang terjadi setelah pengumuman restrukturisasi perbankan. Sementara hasil temuan Suryawijaya (1998) menunjukkan bahwa terdapat abnormal return yang negatif pada saat terjadinya peristiwa 27 Juli 1996. Walaupun abnormal return sebelum dan setelah peristiwa tidak menunjukkan hasil yang signifikan, namun peristiwa tersebut telah menyebabkan investor bereaksi negatif pada event date. Sementara

pada pengujian volume perdagangan ditemukan hasil yang berbeda secara signifikan antara sebelum dan setelah peristiwa. Suryawijaya (1998) menduga hal ini disebabkan oleh aksi jual investor untuk mengamankan transaksinya.

Demikian pula dengan hasil temuan Susiyanto (1999), walaupun abnormal return antara sebelum dan setelah pengumuman tidak tampak adanya perbedaan, namun terlihat adanya penurunan abnormal return pasca reformasi perbankan dan penerbitan obligasi pemerintah, bahkan abnormal return mencapai nilai yang negatif. Untuk pengujian trading volume activity (TVA) ditemukan adanya peningkatan TVA setelah kedua peristiwa tersebut.

Ketiga penelitian di atas tampaknya menunjukkan bukti bahwa terdapat kandungan informasi dari peristiwa ekonomi maupun politik, bahkan penelitian Susiyanto (1999) dan Suryawijaya (1998) menemukan adanya kandungan informasi yang negatif (*negative information content*) pasca pengumuman.

Senada dengan hasil penelitian di atas, pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF telah menyebabkan pelaku pasar memiliki preferensi yang berbeda sehingga menyebabkan terjadinya asimetri informasi. Adanya abnormal return negatif yang signifikan sebelum pengumuman menunjukkan asimetri informasi telah terjadi sebelum pengumuman, bahkan pada sepuluh hari sebelum pengumuman baik pada saham asing maupun saham domestik. Hal ini menimbulkan dugaan bahwa sebagian pelaku pasar sudah mengantisipasi pengumuman itu sebelumnya. Dari hasil pengujian CAR baik pada saham asing maupun domestik tampak bahwa pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF memiliki kandungan informasi negatif yang terlihat dari adanya abnormal

return negatif yang signifikan sebelum dan setelah pengumuman.

Demikian pula dengan hasil pengujian CATVA menunjukkan bahwa perbedaan preferensi pelaku pasar terjadi sebelum dan setelah pengumuman baik pada saham dominasi asing maupun dominasi domestik. Berbeda dengan hasil pengujian CAR yang melihat adanya antisipasi pelaku pasar sebelum pengumuman, pada hasil pengujian CATVA reaksi pasar terlihat justru setelah pengumuman. Hal ini menandakan bahwa pengumuman penundaan tersebut telah menyebabkan pelaku pasar mengurangi transaksi perdagangannya yang terlihat dari adanya penurunan rata-rata CATVA pasca pengumuman, bahkan pada saham dominasi asing mencapai CATVA negatif.

## 2. Efisiensi Pasar

Harga pasar saham merupakan titik keseimbangan atau ekuilibrium dari permintaan dan penawaran saham, di mana harga tersebut telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Ketika informasi baru masuk dan relevan bagi perubahan harga, maka harga ekuilibrium tersebut akan bergerak kembali sesuai dengan hukum pasar hingga tercapai ekuilibrium baru. Jika harga tersebut bergerak secara cepat (*quickly*) dan akurat, maka dapat dikatakan pasar tersebut efisien. Jadi suatu pasar akan efisien secara informasi (*informationally efficient market*) jika harga yang telah ada merefleksikan secara penuh (*fully reflect*) semua informasi yang relevan (Jones, 1998).

Ketepatan pelaku pasar dalam bereaksi terhadap suatu pengumuman akan terlihat dari ketepatannya dalam mengambil keputusan. Hal ini penting karena bila terjadi kesalahan dalam merespon informasi maka akan berakibat terhadap tingkat keuntungan yang diperoleh. Pelaku pasar perlu

menginterpretasikan informasi tersebut secara tepat, apakah sebagai kabar baik (good news) atau kabar buruk (bad news), sehingga diperlukan analisis yang lebih mendalam terhadap seberapa besar dampak dari informasi tersebut terhadap harga maupun volume perdagangan saham.

Berdasarkan hasil analisis dari penelitian ini yang mencoba menambahkan model koreksi terhadap bias beta di pasar modal Indonesia, ditemukan fakta bahwa pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF menyebabkan saham asing dan domestik melakukan pola reaksi yang sama, di mana terjadi abnormal return negatif yang signifikan sebelum pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa informasi tersebut telah mengalami kebocoran sebelumnya sehingga pasar melakukan antisipasi sebelum pengumuman. Abnormal return yang negatif tersebut menunjukkan pasar melakukan reaksi secara negatif (sesuai dengan hipotesis kandungan informasi negatif). Tampaknya pasar terpukul oleh berita buruk yang mengindikasikan menurunnya kepercayaan pelaku pasar (asing dan domestik) terhadap program pemulihan ekonomi pemerintah.

Demikian pula dengan reaksi pasar melalui indikator CATVA yang memperlihatkan adanya penurunan volume perdagangan abnormal akibat pengumuman penundaan tersebut, namun CATVA yang signifikan terjadi setelah pengumuman, bahkan pada saham dominansi asing terlihat rata-rata CATVA yang negatif. Hal ini mengindikasikan melemahnya transaksi perdagangan pasca pengumuman, baik pada saham dominansi asing dan dominansi domestik.

Reaksi pasar yang ditunjukkan oleh adanya abnormal return negatif yang signifikan sebelum pengumuman dan penurunan rata-rata volume perdagangan setelah pengumuman dan berlangsung dalam jangka waktu yang

lama (selama sepuluh hari perdagangan) memunculkan dugaan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien setengah kuat.

### KESIMPULAN

Pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF telah menyebabkan penurunan CAR sebelum dengan setelah pengumuman baik pada saham dominansi asing maupun dominansi domestik. Demikian pula melalui indikator CATVA yang menunjukkan penurunan setelah pengumuman. Hal ini mengindikasikan adanya penurunan preferensi investor yang terlihat dari penurunan return dan aktifitas perdagangan, sehingga dapat dikatakan bahwa pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF tersebut telah direaksi secara negatif oleh pasar (atau memiliki kandungan informasi negatif).

Penurunan CAR dan CATVA yang signifikan di seputar pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF tersebut mengindikasikan bahwa pelaku pasar tampaknya sangat terpukul dengan berita tersebut, artinya preferensi mereka terhadap pemulihan ekonomi dalam negeri ternyata sangat tergantung dari berita-berita positif (negatif) di seputar bantuan IMF. Fenomena ini menunjukkan bahwa pelaku pasar masih sangat tergantung pada informasi bantuan luar negeri yang dianggap dapat membantu Indonesia keluar dari krisis ekonomi.

Abnormal return dalam penelitian ini menggunakan model pasar (market model) untuk memprediksi expected return dan menambahkan model koreksi beta, sehingga diharapkan bahwa penelitian ini menghasilkan nilai expected return yang tidak bias. Untuk penelitian selanjutnya mungkin dapat mempergunakan model penyesuaian pasar (market adjusted model) atau model penyesuaian rata-rata (mean



adjusted model) untuk melihat konsistensi hasil.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J., dan Swary, I., Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns : An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, March, pp. 1-12.
- Anonim, Laporan Tahunan 1998/1999, Bank Indonesia.
- Atorf, Masser, 1998, International Monetary Fund, Dalam Pengembangan Perbankan, Januari-Februari, Vol. 69 : 8-13
- Bartholdy, Jan & Riding, Allan, 1994, Thin Trading And The Estimation Of Betas : The Efficacy of Alternatif Techniques, *Journal of Financial Research*, vol XVII, no. 2 Summer : 241-254.
- Beaver, W. H., 1968, The Information Content Of Annual Earnings Announcements, *Journal of Accounting Research*, Supplement, Vol. 6 : 67-92.
- Dekiawan, Hermada dan Jaya, Wihana.K., 1999, Price Fluctuation in Bank Shares: A Backward and Forward Looking Approach, *Gadjah Mada International Journal and Business*, Vol 1, No. 1, May, 107-120.
- Dimson, E., 1979, Risk Measurement When Shares are Subject to Infrequent Trading, *Journal of Financial Economics*, Vol. 7 : 197-226
- Dyckman, Thomas R. & Morse, Dale, 1986, Efficient Capital Market And Accounting : A Critical Analysis, Second Edition, Prentice Hall Inc.
- Fowler, D.J. dan C.H. Rorke, 1983, The Risk Measurement When Shares are Subjected to Infrequent Trading, *Journal of Financial Economics*, Vol. 12: 279-289.
- French, Kenneth R. dan Roll, Richard, 1986, Stock Return Variances, The Arrival of Information and the Reaction of Traders, *Journal of Financial Economic*, 17, S-26 : 121-142.
- Hartono, Jogiyanto, dan Surianto, 1999, Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya di Pasar Modal Sedang Berkembang : Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta, Seminar Nasional dan Hasil-hasil Penelitian Forum Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis V, 1-20.
- Hull, Robert M, 1994, Stock Price Behavior of Pure Capital Stucture Issuance and Cancellation, *Journal Of Financial Research*, Vol XVII, no. 3 : 439-448.
- Husnan, Suad; Hanafi, Mamduh M., dan Wibowo, Amin, 1996, Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan, *Kelola* No. 11/V : 110-125.
- McNichols, Maureen, 1989, Evidence of Informational Asymmetries from Management Earnings Forecasts and Stock Returns, *The Accounting Review*, Vol. LXIV no 1 January : 1-27
- Morse, D., 1981, Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements, *Journal of Accounting Research*, Vol. 19, no. 2 : 87-138.
- Schatzberg, John D., dan Datta, Prabbir, 1992, The Weekend Effect and Corporate Dividend Announcements, *The Journal Of Financial Research*, vol. XV, no 1 Spring : 69-76.
- Suryawijaya, Marwan A. Dan Setiawa, Faizal A., 1998, Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap

- Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996), Kelola No. 18/VII, 137-153.
- Susiyanto, Muhammad F., 1999, The Impact of Bank Restructuring Announcement on the Banking Stock Prices, The Cases of Indonesia's Banking Reforms on March 13, 1999 and the Issuance of Government Bonds on May 28, 1999, 1999, Gadjah Mada International Journal of Business, September, Vol. 1 No. 2 : 37-61.
- Scholes, M., dan J. Williams, 1977, Estimating Betas from Non-synchronous Trading, Journal of Financial economics, Vol. 5 : 309-327.
- Thorbecke, William, 1997, On Stock Market Returns And Monetary Policy, The Journal of Finance, Vol. LII, no. 2, June : 635-654.