

**ANALISIS ABNORMAL RETURN SAHAM
SEBELUM DAN SESUDAH PENGUMUMAN
PERATURAN *LOAN TO VALUE* KPR
(Studi Pada Perusahaan Properti Di Bursa Efek Indonesia)**

Dwi Suharyanto
(Bank Indonesia Banjarmasin)
Rusdayanti Asma
(Universitas Lambung Mangkurat Banjarmasin)

ABSTRACT

This study aims to analyze the abnormal stock return of property companies in Indonesia Stock Exchange as a result of the announcement of Bank Indonesia on the restriction of the maximum Loan to Value (LTV) of the mortgage loans. This study uses event study, which observed the average abnormal return over the 10 days prior to the announcement up to 10 days thereafter.

The results showed that there was no significant difference between the abnormal returns before and after the announcement. However, there is an increase in the number of days that experienced abnormal returns, ie 2 (two) days in the period before the announcement of a 5 (five) days in the period thereafter. While at the moment of announcement there is no abnormal return. This suggests that the effect of the announcement was not immediately responded by the market, but there is a lag time for the market to react. These conditions may be caused investors do not have the experience to identify and measure the impact of LTV mortgage regulation. Significant abnormal return occurs also varies, which is experiencing abnormal gain 3 days and 4 days of having abnormal loss, which shows the confusion in the market so it happened a few times stock price correction. Another possibility for the market considers these policies also have a positive side. Properties company performance may be declining, but the industry would likely have a positive impact in the long run because it will reduce the risk of price bubbles.

Keyword :

Abnormal Return, Event Study, Mortgage Loan, Loan to Value.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis abnormal return saham perusahaan properti di Bursa Efek Indonesia sebagai akibat adanya pengumuman Bank Indonesia mengenai pembatasan maksimum Loan to Value (LTV) atas Kredit Pemilikan Rumah (KPR). Penelitian ini menggunakan metode event study, dimana dilakukan pengamatan terhadap rata-rata abnormal return selama 10 hari sebelum pengumuman sampai dengan 10 hari setelahnya.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman. Namun demikian terdapat peningkatan jumlah hari yang mengalami abnormal return, yaitu dari 2 (dua) hari pada periode sebelum pengumuman menjadi 5 (lima) hari pada periode setelahnya. Sementara pada saat pengumuman tidak terdapat abnormal return. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh pengumuman tidak seketika direspon oleh pasar, melainkan terdapat jeda waktu bagi pasar untuk bereaksi. Kondisi tersebut kemungkinan disebabkan investor belum mempunyai pengalaman untuk mengetahui dan mengukur dampak pengaturan LTV KPR. Abnormal return signifikan yang terjadi juga bervariasi, yaitu 3 hari mengalami abnormal gain dan 4 hari mengalami abnormal loss, yang menunjukkan adanya kebingungan di pasar sehingga terjadi beberapa kali koreksi harga saham. Kemungkinan lain karena pasar menganggap kebijakan tersebut juga memiliki sisi positif. Secara mikro kinerja perusahaan properti kemungkinan akan menurun, namun secara industri justru akan berdampak positif dalam jangka panjang karena akan menurunkan risiko terjadinya penggelembungan harga.

Kata Kunci :

Abnormal Return, Event Study, Kredit Pemilikan Rumah (KPR), Loan to Value (LTV).

PENDAHULUAN

Salah satu bahasan menarik yang sering menjadi obyek penelitian dalam pasar modal adalah mengenai efisiensi pasar. Terdapat tiga jenis efisiensi pasar, yaitu bentuk lemah, setengah kuat dan kuat. Pengujian terhadap masing-masing jenis efisiensi pasar tersebut memiliki metode penelitian yang berbeda. Efisiensi pasar setengah kuat biasanya menggunakan metode *event study*. *Event study* digunakan untuk mengetahui pergerakan harga di sekitar suatu peristiwa (*event*) untuk melihat seberapa cepat harga menyesuaikan terhadap event (informasi baru) tersebut.

Pemerintah atau pihak otoritas sudah banyak mengeluarkan peraturan yang bertujuan antara lain untuk melindungi masyarakat atau untuk kepentingan perekonomian secara umum. Salah satu peraturan yang masih relatif baru yaitu peraturan mengenai pembatasan *Loan-to-Value* (LTV) kredit pembelian rumah (KPR) maksimum 70%, yang diumumkan oleh Bank Indonesia pada tanggal 16 Maret 2012 dan mulai berlaku pada tanggal 15

Juni 2012. LTV sendiri merupakan perbandingan antara kredit yang diberikan dengan nilai agunannya. Dengan peraturan tersebut, maka calon pembeli rumah melalui kredit bank (KPR), harus menyediakan uang muka minimal 30%. Besarnya LTV KPR sendiri sebelumnya tidak diatur secara tegas, sehingga terdapat beberapa bank yang menetapkan LTV maksimum 90%. Penetapan kebijakan baru tersebut memaksa calon nasabah KPR agar menyediakan uang muka lebih besar.

Kebijakan penurunan LTV tersebut dimaksudkan untuk mendorong peningkatan prinsip kehati-hatian bagi bank dalam penyaluran KPR. Disisi lain, kebijakan tersebut akan berdampak negatif bagi industri properti terutama perumahan dan apartemen. Calon nasabah/pembeli harus menyediakan uang muka yang lebih besar jika ingin mengambil KPR. Hal ini tentunya akan mempengaruhi kemampuan daya beli masyarakat terhadap properti mengingat tingkat penghasilan masyarakat tidak berubah. Penurunan kemampuan daya beli masyarakat tentunya dapat mengakibatkan penurunan pasar properti yang pada gilirannya nanti dapat menurunkan kinerja perusahaan properti tersebut.

Christensen (2011) melakukan penelitian dengan mengambil objek pasar perumahan di Kanada, hasilnya menunjukkan bahwa penurunan LTV mengakibatkan penurunan harga perumahan dan penurunan KPR. Penurunan harga perumahan tanpa diikuti dengan penurunan biaya faktor produksi akan memperkecil margin keuntungan perusahaan. Dampak lain berupa penurunan KPR mengindikasikan adanya penurunan penjualan. Kedua hal tersebut dapat menyebabkan penurunan rentabilitas perusahaan. Banyak penelitian dalam analisis fundamental yang mengambil variabel rentabilitas sebagai indikator fundamental. Salah satunya dilakukan oleh Elleuch (2009) yang melakukan penelitian di *Tunisia Stock Exchange*. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa ROA dan perubahan/trend ROA mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Sehingga terdapat kemungkinan bahwa kebijakan/peraturan mengenai LTV tersebut akan mempengaruhi *return* saham khususnya saham perusahaan properti.

A. Perumusan Masalah

Peraturan mengenai pembatasan LTV untuk KPR maksimal 70% diperkirakan akan berpengaruh terhadap kemampuan daya beli masyarakat atas properti perumahan dan apartemen. Penurunan daya beli masyarakat tentunya dapat berpengaruh terhadap pasar properti yang pada gilirannya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan properti khususnya dari segi penjualan dan laba. Sedangkan kinerja perusahaan tentunya sangat terkait dengan *return* sahamnya. Oleh karena itu, permasalahan yang ada dalam penelitian ini yaitu:

1. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR?
2. Apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan sebelum pengumuman peraturan LTV KPR?
3. Apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saat pengumuman peraturan LTV KPR?
4. Apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR.

B. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah tersebut diatas, maka penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR.
2. Untuk menganalisis *abnormal return* sebelum pengumuman peraturan LTV KPR.
3. Untuk menganalisis *abnormal return* pada saat pengumuman peraturan LTV KPR.
4. Untuk menganalisis *abnormal return* sesudah pengumuman peraturan LTV KPR.

C. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pengguna sebagai berikut:

1. Bagi investor dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan untuk pengambilan keputusan investasi.
2. Bagi kalangan akademik, penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pembanding atau referensi bagi penelitian selanjutnya.
3. Bagi Bank Indonesia selaku pihak otoritas yang mengeluarkan peraturan, sebagai bahan masukan untuk melakukan evaluasi atas peraturan yang telah dikeluarkan tersebut.

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Perdagangan Saham

Pasar keuangan adalah pasar dimana terjadi pertemuan antara pihak yang mempunyai kelebihan dana dengan pihak yang kekurangan dana. Dalam pasar tersebut, akan terjadi transaksi, dimana pihak yang kekurangan dana akan memperoleh dan dari pihak yang kelebihan dana tersebut. Secara umum pasar keuangan dibagi menjadi dua, yaitu langsung dan tidak langsung (Hanafi, 2008 : 61-63). Pasar keuangan tidak langsung menggunakan lembaga *intermediary* seperti adalah bank. Pasar Keuangan yang bersifat langsung didominasi oleh pasar modal. Terdapat dua jenis instrumen yang terdapat dalam pasar modal, yaitu instrumen utang dan instrumen ekuitas atau pasar saham.

2. Return Saham

Ross, Westerfield & Jordan (2009:528-529) mendefinisikan *return* (pengembalian atas investasi) sebagai keuntungan (atau kerugian) dari investasi yang dilakukan. Pengembalian tersebut terdiri dari 2 komponen yaitu sejumlah uang yang diterima langsung ketika memiliki investasi tersebut, yang dinamakan komponen laba. Komponen kedua berupa perubahan nilai aset/investasi yang dinamakan keuntungan modal (*capital gain*) atau kerugian modal (*capital loss*). *Return* yang diterima investor dalam investasi saham juga terdiri dari 2 (dua) komponen yaitu komponen laba yang disebut dividen dan *capital gain* atau *capital loss* berupa perubahan harga saham. Rumus yang digunakan untuk menghitung besarnya *return* saham yaitu:

Dalam hal ini:

- Rt = *Return* aktual yang diterima investor pada periode t
 Pt-1 = Harga saham pada saat pembelian
 Pt = Harga saham pada periode t
 Dividen = Dividen yang diterima investor pada periode t

3. Abnormal Return

Fluktuasi harga saham yang cukup aktif di bursa saham akan memungkinkan investor untuk memperoleh *abnormal return*. *Abnormal return* adalah *return* aktual yang berbeda dengan *return* harapan (*expected return*). Rumus *abnormal return* menurut Tandelilin (2010 : 572) yaitu:

Dalam hal ini:

- RTNit = *Abnormal return* saham i pada periode t
 Rit = *Return* aktual saham i pada periode t
 E(Rit) = *Return* harapan dari saham i pada periode t

Terdapat beberapa cara untuk menghitung *return* harapan, salah satunya adalah Model Statistika (Tandelilin, 2010 : 573). Dalam Model Statistika, dibagi lagi menjadi 2 model yang digunakan yaitu Model disesuaikan rata-rata yaitu menggunakan rata-rata *return* saham selama periode estimasi. Model kedua yaitu Model Pasar yang didasarkan pada hasil estimasi model pasar selama periode estimasi.

4. Efisiensi Pasar

Efisiensi pasar merupakan teori yang menjelaskan mengenai harga saham dikaitkan dengan semua informasi yang relevan dengan saham dimaksud. Pasar dikatakan efisien jika harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang relevan tersebut. 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 oleh orang lain, yang berarti harga saham saat ini belum mencerminkan semua informasi yang relevan atau pasar belum efisien. Terdapat tiga jenis efisiensi pasar yaitu bentuk lemah, bentuk setengah kuat dan bentuk kuat (Hanafi, 2008 : 394).

5. Event Study

Event study merupakan bentuk pengujian empiris untuk mengetahui efisiensi bentuk setengah kuat dengan melihat seberapa cepat harga menyesuaikan terhadap informasi baru. Beberapa tahapan dalam melakukan *event study* yaitu:

- Mengidentifikasi peristiwa (*event*) tertentu dan tanggalnya.
- Menentukan rentang waktu studi peristiwa (*event window*) yang merupakan waktu yang akan diamati disekitar event. Disamping itu ditentukan juga periode estimasi yang akan digunakan untuk meramalkan *return* harapan pada periode peristiwa.
- Menghitung *abnormal return* selama *event window* tersebut, kemudian dilakukan uji statistik atas *abnormal return* tersebut dengan uji t.

6. Loan to Value

Definisi KPR dalam peraturan Bank Indonesia diatas menyebutkan bahwa jumlah maksimum pinjaman ditetapkan berdasarkan nilai agunan. Berdasarkan hal tersebut maka besarnya kredit yang diberikan ditentukan oleh besarnya agunan atau rumah yang akan dibeli, yang disebut dengan *Loan to Value*. Dengan kata lain, *Loan to Value* merupakan angka rasio antara nilai kredit yang dapat diberikan oleh Bank terhadap nilai agunan pada saat awal pemberian kredit. (SE BI No. 14/ 10 /DPNP tanggal 15 Maret 2012).

Bank Indonesia melalui siaran pers No. No.14/6/PSHM/Humas tanggal 16 Maret 2012 mengumumkan peraturan baru yaitu Surat Edaran Bank Indonesia No.14/10/DPNP tanggal 15 Maret 2012, yang menetapkan besarnya LTV untuk KPR maksimal 70%. Peraturan tersebut meskipun diumumkan pada tanggal 15 Maret 2012, namun baru diberlakukan mulai tanggal 15 Juni 2012 untuk memberikan waktu transisi bagi bank dalam melakukan penyesuaian. Berdasarkan peraturan tersebut, maka bagi calon nasabah KPR yang akan membeli rumah seharga Rp100 juta, bank hanya boleh membiayai maksimal 70% atau Rp70 juta. Dengan kata lain, calon nasabah tersebut harus menyediakan dana sendiri untuk uang muka sebesar 30% atau Rp30 juta. Sebelum keluarnya peraturan tersebut, besarnya LTV tidak diatur secara khusus, sehingga terdapat beberapa bank yang hanya mensyaratkan uang muka 10% atau LTV sebesar 90% (*Frequently Asked Question* SEBI No. 14/10/DPNP).

Negara sebesar Amerika Serikat yang penduduknya relatif lebih makmur dibandingkan Indonesia sekalipun, masalah uang muka untuk KPR juga menjadi kendala bagi masyarakatnya untuk membeli rumah, sehingga pemerintah Amerika Serikat merancang berbagai program untuk membantu mengatasi masyarakatnya yang kesulitan untuk menyediakan uang muka untuk KPR. Tercatat sebanyak 41 lembaga atau otoritas yang menawarkan berbagai program untuk meringankan kebutuhan uang muka (Zhang, 2010 : 1). Dengan memperhatikan banyaknya lembaga yang menawarkan bantuan uang muka tersebut menunjukkan bahwa uang muka memang memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap daya beli masyarakat akan perumahan.

B. Penelitian Terdahulu

Christensen (2011) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh besarnya *loan to value* (LTV) pada pasar perumahan dengan menggunakan model *dynamic stochastic general-equilibrium*. Penelitian dilakukan dengan mengambil data dari pasar perumahan di Kanada. Salah satu yang melatar belakangi penelitan tersebut adalah krisis di Amerika yang disebabkan oleh *subprime mortgage*, dimana kredit perumahan diberikan secara masif tanpa memperhatikan prinsip kehati-hatian sehingga terjadi peningkatan harga perumahan yang cukup besar yang tidak lagi mencerminkan harga yang sebenarnya (*bubble*).

Salah satu temuan dalam penelitian tersebut menyebutkan bahwa penurunan LTV pada saat terjadi *booming* perumahan, dapat menurunkan harga jual rumah dan menurunkan mortgage *debt* (KPR). Oleh karena itu, kebijakan penurunan LTV tersebut dapat mengurangi terjadinya *bubble* di sektor perumahan. Namun bagi perusahaan pengembangan, kebijakan tersebut dapat memiliki implikasi negatif. Penurunan harga rumah jika tidak diikuti dengan penurunan faktor produksi tentunya akan mengakibatkan

margin keuntungan menipis. Demikian juga penurunan KPR dapat mengindikasikan adanya penurunan penjualan perumahan. Kedua hal tersebut tentunya dapat menurunkan rentabilitas perusahaan.

Pengaruh suatu peraturan terhadap *return* saham memang sudah sering dilakukan dengan menggunakan metode *Event Study*. Metode *event study* sudah lazim dilakukan untuk mengetahui pengaruh suatu *event* terhadap harga saham sekaligus untuk menguji apakah pasar saham sudah efisien tingkat setengah kuat. Terdapat berbagai *event* yang dijadikan dasar pengujian, yang salah satunya adalah penerapan/perubahan peraturan (regulasi) terhadap suatu industri atau kemungkinan adanya perubahan kebijakan/regulasi akibat pergantian pemerintahan atau parlemen.

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian Terdahulu

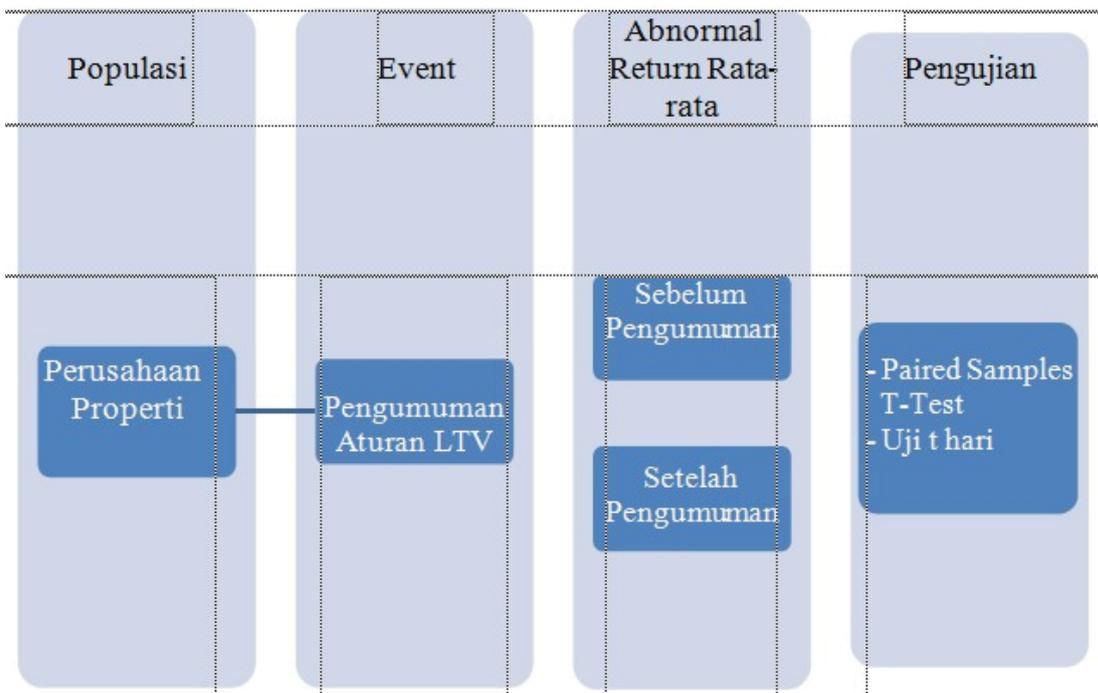
No	Nama, Tahun & Judul	Metode, Jenis <i>Event & Variabel</i>	Hasil Penelitian	Perbedaan dengan Penelitian Ini
1.	Christensen (2011), judul : <i>Mortgage Debt and Procyclicality in the Housing Market</i>	Dynamic stochastic general-equilibrium dengan variable: LTV ratio dan degree of procyclicality in the housing market	Penurunan rasio LTV pada masa booming properti dapat menurunkan harga perumahan dan pembiayaan KPR	Metode & variabel
2.	Kwan (2000), judul: <i>Impact of Deposit Rate Deregulation in Hong Kong on the Market Value of Commercial Banks</i>	Event Study Jenis event: Deregulasi suku bunga. Variable: Residual return	Deregulasi memiliki reaksi positif yang signifikan terhadap pasar	Jenis Event dan Variabel
4.	Firmansyah & Violita (2007), Judul: Analisis Pengaruh Pengumuman <i>Ex-Dividend Date</i> Terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham:	Event Study Jenis event: Pengumuman <i>Ex-Dividend Date</i> . Variable: Abnormal Return Saham	pengumuman <i>ex-dividend date</i> memiliki pengaruh yang signifikan terhadap abnormal <i>return</i> saham	Jenis <i>Event</i>

Event Study Pada
BEJ

KERANGKA PIKIRAN DAN HIPOTESIS PENELITIAN

A. Kerangka Pikir

Berdasarkan teori-teori dan beberapa hasil penelitian terdahulu menunjukkan adanya pengaruh peraturan/kebijakan yang diambil oleh otoritas atas suatu sektor industri terhadap *return* saham perusahaan-perusahaan dalam industri tersebut. Oleh karena itu perubahan peraturan dalam besaran LTV bagi bank kemungkinan juga memiliki pengaruh terhadap *return* saham perusahaan properti. Adapun kerangka pikir penelitian adalah sebagai berikut:



B. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan kerangka pemikiran teoritis di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

- H1 Terdapat perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR.
- H2 Terdapat *abnormal return* yang signifikan sebelum pengumuman peraturan LTV KPR.
- H3 Terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saat pengumuman peraturan LTV KPR.
- H4 Terdapat *abnormal return* yang signifikan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR.

METODE PENELITIAN

A. Populasi dan Ukuran Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan properti yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu perusahaan yang berdasarkan IDX Fact Book 2011 dikelompokkan dalam sub klasifikasi industri *Property & Real Estate*. Terdapat 40 perusahaan dalam sub klasifikasi industri tersebut. Sementara ukuran sampel mengikuti hasil dari teknik sampling yang telah ditentukan.

B. Teknik Sampling

Pengambilan sampel dengan menggunakan teknik *purposive*, dengan kriteria yaitu perusahaan yang masuk dalam sub klasifikasi industri *Property & Real Estate* berdasarkan IDX Fact Book 2011 dan memiliki produk berupa perumahan atau apartemen/rumah susun, yang merupakan obyek pengaturan LTV KPR. Saham perusahaan tersebut aktif diperdagangkan dan tidak melakukan *corporate action* selama periode estimasi hingga *event window* yaitu dari tanggal 11 Oktober 2011 hingga 2 April 2012.

C. Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Berikut penjelasan mengenai definisi operasional variable yang akan digunakan dalam penelitian ini, yaitu:

Event date adalah tanggal diumumkannya peraturan yang membatasi LTV untuk KPR maksimum 70%, yaitu tanggal 16 Maret 2012.

1. *Event window* yang merupakan rentang waktu studi peristiwa ditetapkan 10 hari sebelum *event date* hingga 10 hari setelah *event date* (Tandelilin, 2010 : 581).
2. Periode estimasi yang digunakan untuk meramalkan *return* harapan ditetapkan 100 hari observasi sebelum *event window* (Tandelilin, 2010 : 575).
3. *Abnormal return* adalah selisih *return* aktual dari *return* harapan dengan rumus (Tandelilin, 2010 : 573)

Dalam hal ini:

RTN_{it} = *Abnormal return* saham *i* pada periode *t*

R_{it} = *Return* aktual saham *i* pada periode *t*

$E(R_{it})$ = *Return* harapan dari saham *i* pada periode *t*

Return aktual dalam hal ini hanya yang berasal dari *capital gain/loss*.

Return harapan merupakan *return* yang diharapkan untuk diperoleh. Dalam penelitian ini perhitungan *return* harapan menggunakan model statistik berupa model pasar dengan rumus (Tandelilin, 2010 : 574) :

Dalam hal ini:

$E(R_{it})$ = *Return* harapan dari saham *i* pada periode *t*

RM_t = *Return* pasar pada periode *t*

= Koefisien *return* harapan saham *i* terhadap *return* pasar

= Konstanta faktor residu

Angka a dan b untuk *return* masing-masing saham dalam persamaan tersebut dicari berdasarkan data *return* aktual masing-masing saham dan *return* pasar selama periode estimasi menggunakan analisis regresi dengan bantuan program SPSS.

4. *Return* pasar yang digunakan untuk menghitung *return* harapan adalah *return* IHSG.

D. Uji Normalitas

Untuk melakukan uji t, standar error perbedaaan dalam nilai rata-rata harus *terdistribusi* normal (Ghozali, 2005 : 56). Untuk melakukan uji normalitas tersebut, maka penelitian ini menggunakan uji normalitas Kolmogorov-Smirnov Test.

E. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesa dilakukan dengan *paired samples t test* dan uji t *abnormal return* rata-rata harian selama *event window*, dengan tahapan:

1. Penetapan *event date* (t0), *event window* (t-n hingga t+n) dan periode estimasi (t-n-e hingga t-n), dimana dalam penelitian ini, t0 ditetapkan tanggal 16 Maret 2012, n ditetapkan 10 hari dan e ditetapkan 100 hari.
2. Berdasarkan *abnormal return* masing-masing saham tersebut selama *event window*, kemudian dilakukan perhitungan *abnormal return* rata-rata (Tandelilin, 2010 : 575).
3. Setelah *abnormal return* rata-rata diketahui, maka dilakukan pengujian hipotesis sebagai berikut:
 - a. Untuk menguji H1, yaitu adanya perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah *event*, maka dilakukan dengan metode *paired samples t test*.
 - b. Untuk menguji H2, H3 dan H4 dilakukan dengan beberapa tahap yaitu (Tandelilin, 2010 : 576):
 - 1) Mencari nilai t hitung untuk masing-masing saham (Tandelilin, 2010 : 585).
 - 2) Setelah nilai t hitung masing-masing saham diperoleh, selanjutnya dilakukan perhitungan nilai t hitung untuk portofolio atau *cross section sample* (Tandelilin, 2010 : 586).
 - 3) Nilai t hitung portofolio tersebut dibandingkan dengan nilai t tabel.

Dalam penelitian ini, untuk menguji signifikasin dengan menggunakan probabilitas 5%. Apabila t hitung lebih besar dari t tabel, maka H2, H3 dan H4 dapat diterima atau terdapat *abnormal return* yang signifikan.

HASIL PENELITIAN

A. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam sub klasifikasi industri *property & real estate* berdasarkan IDX Fact Book 2011 sebanyak 40 perusahaan. Berdasarkan penelitian terhadap website perusahaan atau annual report perusahaan-

perusahaan tersebut, dari 40 perusahaan hanya 31 perusahaan yang memiliki produk berupa rumah tapak ataupun rumah susun, sedangkan sisanya bergerak dibidang perhotelan, perkantoran atau penyewaan apartemen. Saham-saham yang aktif diperdagangkan dari 31 perusahaan tersebut hanya sebanyak 28 perusahaan, dimana 1 (satu) diantaranya melakukan *corporate action* berupa *stock split* pada tanggal 30 Maret 2012, sehingga sampling penelitian sebanyak 27 perusahaan.

B. Uji Normalitas

Berdasarkan hasil One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test, probabilitas signifikansi untuk data rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman peraturan LTV KPR masing-masing sebesar 0,640 dan 0,976. Kedua probabilitas tersebut berada diatas 0,05 sehingga data *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR telah terdistribusi secara normal. Kedua data tersebut telah memenuhi syarat untuk dilakukan uji *Paired samples T-Test*.

C. Hasil Pengujian Hipotesis

1. Hipotesis Pertama (H1)

Tabel 5.1
Data Statistik Paired Samples

Parameter	Sebelum		Setelah
	Pengumuman	Pengumuman	
N	10	10	
Mean	.001	-	
Std. Deviation	.0129	.0147	

Tabel 5.2
Hasil Paired Samples Test

Parameter	Nilai
Mean	.0022
Std. Deviation	.0223
T	.311
Sig (2-tailed)	.763

Tabel 5.1 menunjukkan hasil uji beda abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR. Dari tabel tersebut diperoleh t hitung sebesar 0,311 dan nilai signifikansi sebesar 0,763 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian dapat diartikan bahwa tidak terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR, sehingga hipotesis pertama (H1) ditolak.

Namun demikian, dari tabel 5.2 terlihat adanya perubahan dari adanya keuntungan abnormal return menjadi kerugian abnormal return setelah pengumuman LTV KPR. Hal ini dapat diartikan bahwa sebenarnya pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman peraturan LTV KPR tersebut yang menunjukkan adanya kekhawatiran peraturan LTV KPR akan membawa dampak negatif terhadap perusahaan properti. Perbedaan yang tidak signifikan dapat diartikan bahwa meskipun terdapat kekhawatiran pasar, namun masih diyakini perusahaan properti dapat mengatasi atau mencari jalan keluar untuk menyasati kebijakan LTV KPR agar tidak sampai mempengaruhi kinerjanya. Kemungkinan kedua yaitu meskipun pasar khawatir, namun tidak dapat secara tepat dan cepat mengukur dampak peraturan tersebut terhadap perusahaan properti sehingga pasar cenderung *wait and see*. Hal tersebut dapat dimengerti karena kebijakan mengenai LTV KPR merupakan kebijakan yang relatif baru, dimana sebelumnya tidak pernah ada kebijakan secara khusus mengenai LTV KPR, sehingga investor belum mempunyai pengalaman untuk dapat memprediksi dampaknya terhadap sektor properti.

2. Hipotesis Kedua (H2), Ketiga (H3) dan Keempat (H4)

Tabel 5.3

Hasil t Hitung Portofolio

No	Tanggal	t	Rata-rata Abnormal Return		t hitung
1	2- Mar- 12	t-10	0.0022	0.6335	
2	5- Mar- 12	t-9	0.0040	1.2131	
3	6- Mar- 12	t-8	- 0.0009	0.3684	
4	7- Mar- 12	t-7	0.0347	7.9074	*)
5	8- Mar- 12	t-6	- 0.0065	0.3044	
6	9- Mar- 12	t-5	- 0.0031	- 0.2594	
7	12- Mar- 12	t-4	- 0.0098	- 1.5082	
8	13- Mar- 12	t-3	- 0.0063	- 2.7323	*)
9	14- Mar- 12	t-2	- 0.0049	- 0.9027	
10	15- Mar- 12	t-1	0.0094	1.6114	
11	16- Mar- 12	t0	0.0005	1.7568	
12	19- Mar- 12	t+1	- 0.0057	0.0893	
13	20- Mar- 12	t+2	0.0076	1.0624	
14	21- Mar- 12	t+3	0.0124	2.4345	*)
15	22- Mar- 12	t+4	- 0.0123	- 2.3534	*)
16	26- Mar- 12	t+5	- 0.0154	- 2.7310	*)

No	Tanggal	t	Rata-rata Abnormal Return		t hitung
17	27- Mar- 12	t+6	0.0038	1.0932	
18	28- Mar- 12	t+7	- 0.0018	- 0.5751	
19	29- Mar- 12	t+8	0.0318	6.0059	*)
20	30- Mar- 12	t+9	- 0.0133	- 2.5435	*)
21	2- Apr- 12	t+10	- 0.0103	- 1.5271	

*) signifikan dengan tingkat probabilitas 0,05

Berdasarkan tabel 5.3 tersebut terlihat bahwa pada periode sebelum pengumuman peraturan LTV KPR, terdapat 2 (dua) hari yang memiliki *abnormal return* signifikan yaitu t-7 dan t-3, sedangkan pada periode setelah pengumuman peraturan LTV KPR terdapat 5 (lima) hari yang memiliki *abnormal return* signifikan yaitu t+3, t+4, t+5, t+8 dan t+9. Sementara pada t0 justru tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan. Berdasarkan data tersebut, dapat disimpulkan bahwa H2 dan H4 dapat diterima yang berarti terdapat *abnormal return*, baik sebelum maupun sesudah pengumuman peraturan LTV KPR. Sementara H3 ditolak yang berarti tidak terdapat *abnormal return* pada saat pengumuman peraturan LTV KPR.

Selama periode sebelum pengumuman peraturan LTV KPR hanya terdapat 2 (dua) hari yang mengalami *abnormal return*, dimana salah satunya mengalami *abnormal return* positif atau *return* diatas pasar yang menunjukkan pasar tidak mengantisipasi terhadap rencana pengumuman peraturan LTV KPR. Rencana pengaturan LTV KPR mungkin tidak mendapat perhatian dari investor atau investor memang tidak memperoleh informasi sama sekali terhadap rencana pengaturan tersebut.

Pada saat pengumuman peraturan LTV KPR dilakukan tidak terdapat *abnormal return*, bahkan angka absolut dari rata-rata *abnormal return* merupakan yang terendah selama *event window*, yaitu 0,0005 atau 0,05%. Hal tersebut dapat diartikan bahwa pada hari tersebut pergerakan harga relatif paling kecil atau paling stabil dibandingkan dengan hari lain selama *event window*. Pasar kemungkinan masih kebingungan mengenai ada tidaknya implikasi pengaturan tersebut terhadap kinerja perusahaan properti dimasa mendatang sehingga para investor lebih memilih untuk menahan diri atau *wait and see*.

Pada periode setelah pengumuman peraturan LTV KPR terjadi lonjakan frekwensi *abnormal return*, yaitu dari 10 (sepuluh) hari pengamatan, 5 (lima) diantaranya atau separuhnya memiliki *abnormal return*. Hal ini menunjukkan adanya waktu yang diperlukan bagi investor untuk mengetahui kemungkinan adanya implikasi peraturan tersebut. Persepsi investor kemungkinan juga dipengaruhi oleh pendapat para analis dan pengamat properti yang mulai banyak bermunculan pada beberapa hari setelah hari pengumuman peraturan LTV KPR. Adanya jeda waktu reaksi investor kemungkinan juga disebabkan adanya jeda waktu pelaksanaan peraturan LTV KPR, yaitu peraturan dikeluarkan pada tanggal 15 Maret 2012, namun baru efektif berlaku 3 (tiga) bulan kemudian yaitu tanggal 15 Juni 2012.

Meskipun investor mulai memiliki persepsi mengenai adanya implikasi terhadap peraturan tersebut, namun investor belum dapat mengetahui secara pasti besarnya pengaruh peraturan tersebut. Hal ini terlihat dari besarnya *abnormal return* yang bervariasi sebagaimana terlihat dari tabel 5.3 di atas, yaitu 2 (dua) kali bertanda positif dan 3 (tiga) kali bertanda negatif yang menunjukkan pasar melakukan beberapa koreksi terhadap persepsi sebelumnya.

Abnormal return yang positif setelah pengumuman peraturan LTV KPR kemungkinan juga disebabkan investor dapat melihat sisi positif dari peraturan LTV KPR. Terdapat rasa optimisme dari investor bahwa meskipun secara mikro kinerja perusahaan properti akan menurun, namun secara industri justru akan berdampak positif dalam jangka panjang. Risiko terjadinya *bubble* harga di pasar properti yang akan dapat menghancurkan industri properti dalam jangka panjang akan menurun dengan pembatasan LTV KPR. *Bubble* harga properti dalam jangka pendek akan sangat menguntungkan perusahaan properti karena perusahaan akan memperoleh margin keuntungan yang besar. Namun dalam jangka panjang, risiko terjadinya koreksi harga akan sangat tinggi, sehingga laba perusahaan properti tersebut sebenarnya tidak *sustainable*. Pembatasan LTV KPR diharapkan dapat mengontrol kenaikan harga properti dalam batas yang wajar sehingga risiko koreksi harga juga relatif lebih kecil sehingga laba perusahaan properti diharapkan juga akan lebih *sustainable* dalam jangka panjang.

D. Implikasi Hasil Penelitian

1. Implikasi Teoritis

Penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris bahwa pasar tidak selalu bereaksi dengan cepat dan tepat terhadap suatu informasi publik. Hal tersebut terutama untuk peristiwa yang tidak rutin terjadi karena pasar tidak memiliki cukup pengalaman untuk menghitung secara tepat dampak suatu peristiwa terhadap suatu industri. Pola terjadinya *abnormal return* selama periode pengamatan juga menunjukkan pasar saham di Indonesia belum efisien setengah kuat.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Oberndorfer & Ziegler (2006), Padmavathy & Ashok (2012) dan Luqman Hakim (2007) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman informasi publik. Jenis informasi yang diumumkan sebagai obyek penelitian-penelitian terdahulu tersebut berbeda-beda, antara lain regulasi energi, pengumuman merger dan pengumuman pemilu. Khusus informasi mengenai peraturan LTV KPR belum terdapat penelitian terdahulu, sehingga hasil penelitian ini dapat menjadi rujukan untuk penelitian-penelitian sejenis di masa yang akan datang.

2. Implikasi Manajerial

Hasil penelitian yang diperoleh dapat digunakan sebagai bahan evaluasi bagi Bank Indonesia selaku pembuat kebijakan. Tidak adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR menunjukkan pasar tidak terlalu bereaksi terhadap kebijakan tersebut. Hal ini mengindikasikan investor tidak terlalu khawatir kebijakan tersebut dapat mengganggu kinerja perusahaan properti yang akan berdampak pada harga saham. Namun demikian regulator harus mencermati

pergerakan pasar selanjutnya mengingat reaksi pasar yang sedikit terlambat dan terkesan adanya kebingungan sehingga terdapat beberapa abnormal return yang bervariasi dan semakin fluktuatif setelah pengumuman peraturan LTV KPR.

Reaksi pasar yang tidak terlalu besar dapat pula diartikan bahwa pasar menganggap perusahaan properti dapat menyasiasi peraturan tersebut sehingga tidak sampai mengganggu kinerjanya yang dapat mempengaruhi *abnormal return*nya. Perlu dicermati aksi yang akan dilakukan oleh perusahaan properti dan juga perbankan agar peraturan tersebut dapat efektif mencapai sasaran yang diinginkan.

Beberapa *abnormal return* positif yang terjadi setelah pengumuman peraturan LTV KPR menunjukkan pasar tidak sepenuhnya bereaksi negatif. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan tersebut dapat diterima oleh pasar. Kemungkinan pasar dapat menerima penjelasan dari regulator bahwa kebijakan tersebut selain untuk meningkatkan *prudential* di lingkungan perbankan, juga menghindari terjadinya *bubble* harga di industri properti yang dalam jangka panjang dikhawatirkan justru akan dapat menghancurkan industri properti. Dengan harga yang relative lebih wajar, laba atau kinerja perusahaan properti diharapkan akan lebih *sustainable* dalam jangka panjang.

Tidak adanya reaksi yang berlebihan dari pasar juga dapat menjadi bahan evaluasi bagi perusahaan properti yang industrinya terpengaruh langsung dengan peraturan tersebut. Investor masih percaya bahwa kinerja perusahaan properti tidak akan terpengaruh banyak, sehingga tidak ada tekanan jual yang *massive* terhadap saham perusahaan properti selama *event window*. Investor mungkin sedikit khawatir akan terjadi penurunan penjualan ataupun penurunan margin keuntungan, namun hal tersebut dikompensasi dengan kinerja perusahaan yang lebih *sustainable* dalam jangka panjang sebagai dampak positif peraturan LTV KPR tersebut.

E. Keterbatasan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang efek pengumuman peraturan LTV KPR terhadap saham properti. Namun demikian, penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan, antara lain :

1. Sampel dari penelitian ini hanya 27 saham perusahaan dari 420 perusahaan yang diperdagangkan di bursa saham, sehingga kesimpulan mengenai efisiensi pasar bentuk setengah kuat mungkin bisa bias.
2. Variabel yang diteliti masih terbatas, yaitu hanya terbatas pada *abnormal return*, sehingga belum sepenuhnya dapat mencerminkan reaksi pasar terhadap peraturan ini.

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan yang dilakukan pada bab-bab sebelumnya maka penelitian untuk menganalisis *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman LTV KPR ini menghasilkan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

- a. Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR yaitu yang semula bertanda positif pada periode sebelum penelitian menjadi negative pada periode setelah penelitian, namun secara statistic perbedaan tersebut tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman peraturan LTV KPR tersebut ditanggapi secara negatif oleh pasar meskipun tidak terlalu berlebihan.
- b. Terdapat abnormal return yang signifikan baik sebelum maupun sesudah pengumuman peraturan LTV KPR, yaitu 2 (dua) hari pada periode sebelum pengumuman peraturan LTV KPR dan 5 (lima) hari pada periode setelah pengumuman peraturan LTV KPR. Namun abnormal return tersebut bervariasi antara positif dan negatif. Abnormal return justru tidak terjadi pada saat pengumuman peraturan LTV KPR. Hal tersebut menunjukkan bahwa pasar tidak dapat dengan cepat dan tepat bereaksi atas pengumuman peraturan LTV KPR, yang kemungkinan dikarenakan pasar tidak memiliki pengalaman untuk mengukur besarnya pengaruh LTV KPR terhadap kinerja perusahaan properti dimasa mendatang.
- c. Berdasarkan pergerakan *abnormal return* selama *event window* tersebut dapat diartikan bahwa pasar saham belum menunjukkan efisiensi bentuk setengah kuat. Harga saham properti belum sepenuhnya mencerminkan informasi mengenai pengaruh pengumuman peraturan LTV KPR sehingga terdapat 5 (lima) hari yang menghasilkan *abnormal return* dari 10 hari pengamatan sesudah pengumuman peraturan LTV KPR.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas, terdapat beberapa saran yang dapat diberikan yaitu:

1. Investor agar lebih mencermati *action* yang akan dilakukan oleh perusahaan- perusahaan properti terkait kebijakan tersebut. Perusahaan properti sebagai pihak yang terkena dampak langsung terhadap kebijakan tersebut tentunya akan melakukan pengukuran dan perhitungan yang lebih mendalam.
2. Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagaimana diuraikan di atas.

Oleh karena itu penelitian mengenai kebijakan LTV KPR yang akan datang dapat menghilangkan keterbatasan-keterbatasan tersebut yaitu:

 - Menambahkan jumlah sampel dalam penelitian sehingga kesimpulan mengenai efisiensi pasar bentuk setengah kuat akan lebih akurat.
 - Variabel penelitian dapat ditambah untuk memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman peraturan LTV KPR, seperti variabel volume perdagangan.
3. Bagi Bank Indonesia selaku regulator, mengingatkan pasar tidak terlalu bereaksi terhadap peraturan tersebut, yang kemungkinan disebabkan investor menganggap perusahaan properti dan perbankan dapat menyasiasi peraturan tersebut sehingga pasar properti tidak akan terpengaruh oleh kebijakan ini. Oleh karena itu perlu dilakukan pengamatan terhadap aksi-aksi yang dilakukan oleh perusahaan properti dan perbankan dalam menyasiasi peraturan tersebut, agar dapat segera diambil tindakan apabila pengaturan tersebut ternyata tidak efektif untuk mencapai sasarannya.

DARTAR PUSTAKA

- Bank Indonesia 2009, *Outlook Ekonomi Indonesia 2009 – 2014*, BI, Jakarta.
- Bank Indonesia 2012, *Kajian Stabilitas Keuangan No.18 Maret 2012*, BI, Jakarta.
- Bank Indonesia 2012, *Siaran Pers No. 14/6/PSHM/Humas*.
- http://www.bi.go.id/web/id/Ruang+Media/Siaran+Pers/sp_140612.html [1 Mei 2012].
- Bank Indonesia 2012, *Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia Maret 2012*, BI, Jakarta.
- Bank Indonesia 2012, *Surat Edaran No.14/10/DPNP tanggal 15 Maret 2012 Perihal Penerapan Manajemen Risiko pada Bank yang Melakukan Pemberian Kredit Pemilikan Rumah dan Kredit Kendaraan Bermotor*, BI, Jakarta.
- Christensen I 2011, *Mortgage Debt and Procyclicality in the Housing Market*, Bank of Canada Review, Canada.]
- Data Harga Saham Penutupan Harian & Data Harian IHS. <http://www.finance.yahoo.com> [30 Mei 2012]
- Elleuch, J, 'Fundamental Analysis Strategy and the Prediction of Stock Returns', *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 30 (2009) Hal. 95-107
- Firmansyah & Violita 2007, 'Analisis Pengaruh Pengumuman Ex-Dividend Date Terhadap Abnormal Return Saham: Event Study Pada BEJ', *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol.1 No.3, Hal.249-262.
- Ghozali, I 2005, *Aplikasi Analisa Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit–Undip, Semarang.
- Hanafi, MM 2008, *Manajemen Keuangan*,BPFE, Yogyakarta.
- Indonesia Stock Exchange 2011, *IDC fact book 2011*, Indonesia stock Exchange, Jakarta.Kwan, SH 2000, *Impact of Deposit Rate Deregulation in Hong Kong on the Market Value of Commercial Banks*, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hongkong.
- Lamdin, DJ 1999, 'Event Studies of Regulation and New Results on the Effect of the Cigarette Advertising Ban', *Journal of Regulatory Economics*, V. 16, hal. 187- 201.
- Hakim L 2007, 'Pengaruh Peristiwa Politik (Pemilu Legislatif 2004) Terhadap Return, Abnormal Return, Aktivitas Volume Perdagangan dan Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham di BEJ', *Arthavidya*, Tahun 8 No.1, Hal. 163-177.
- Martani, D, Mulyono & Khairurizka, R 2009, 'The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return', *Chinese Business Review*, Vol. 8, No.6 (Serial No.72), hal. 44-55.
- Oberndorfer, U and Ziegler, A 2006, 'Environmentally Oriented Energy Policy and Stock Returns: An Empirical Analysis' *Discussion Paper No. 06-079*, Center for European Economic Research, Jerman

- Padmavathy & Ashok 2012, 'Merger Announcements and Stock Price Behavior: Empirical Evidence from Indian Stock Market', *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 83, hal. 153-160
- Prihadi, T 2008, *Deteksi cepat kondisi keuangan: 7 analisis rasio keuangan*, PPM, Jakarta.
- Ross, SA, Westerfield, RW & Jordan, BD 2009, *Pengantar Keuangan Perusahaan 1* ed. 8, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Santosa, B 2009, 'Menyorot Prospek Kredit Pemilikan Rumah', *Economic Review* No. 217.
- Tandelilin, E 2010, *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*, Kanisius, Yogyakarta.
- Wartawan Kompas 2011, *Menpera: Indonesia Butuh 13 Juta Rumah*, Kompas. <http://properti.kompas.com/read/2011/06/01/16002743/Menpera.Indonesia. Butuh.13. Juta.Rumah> [20 Mei 2012]
- Zhang, Y 2010, 'High Default Risk on Down Payment Assistance Program: Adverse Selection Vs. Program Characteristics?', online journal.
<http://www.ohiohome.org/oahr/DPAresearch.pdf> [nd]