

## REAKSI HARGA SAHAM DI BEJ TERHADAP PENGUMUMAN PERGANTIAN KEPEMIMPINAN SUHARTO

Tatiek Nurhayatie  
Mutamimah  
Siyamtinah

### Abstrak

*This research is meant to examine whether the investor earn abnormal return with change Suharto leadership announcement or whether security prices reflect the information about change Suharto leadership announcement. In other words, we can ask whether Jakarta Stock Exchange is efficient in the category of semi strong form. The samples in the research are 30 securities, which chosen by using certain criteria. The evaluation periode took place in 1998.*

*For the research purpose, abnormal return test can be done. Abnormal return can be found by single index model. The analysis result show that investor will earn abnormal return with change Suharto leadership announcement or security price don't reflect the information about change Suharto leadership announcement. This is marked by average abnormal return which is different from null ( $\alpha = 5\%$ ), change Suharto leadership announcement case. It means that Jakarta Stock Exchange isn't efficient in Semi strong form.*

### PENDAHULUAN

Pasar modal Indonesia merupakan salah satu sarana yang efektif untuk memobilisasi dana jangka panjang yang dimiliki oleh masyarakat untuk disalurkan ada sektor-sektor yang produktif. Perusahaan dapat memanfaatkan dana

tersebut untuk memenuhi kebutuhan modal dan kegiatan operasionalnya, yang sekaligus mengurangi ketergantungan sumber pembiayaan baik dari hutang komersial luar negeri maupun dalam negeri. Meskipun terdapat lembaga keuangan perbankan, namun pembiayaan perusahaan tentunya tidak dapat terus-menerus

tergantung pada lembaga tersebut, karena *leverage constrains*.

Selain karena alasan tersebut, dana-dana yang dipinjamkan oleh perbankan biasanya bersifat jangka pendek dengan tingkat suku bunga yang relatif tinggi, sehingga memperberat beban perusahaan apabila perusahaan ingin memperluas usahanya.

Salah satu jenis surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal Indonesia adalah saham. Saham merupakan tanda bukti kepemilikan sebagian kekayaan perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Melalui pembelian saham, seseorang mengharapkan untuk memperoleh dividen dan *capital gain*.

Sebelum memutuskan untuk membeli atau menjual saham, para pemodal sangat memerlukan informasi. Kondisi lingkungan mikro, meliputi: kinerja perusahaan, pertumbuhan perusahaan, pembagian dividen, dan sebagainya. Sedangkan lingkungan makro meliputi: keadaan politik, kondisi ekonomi, kebijakan moneter, dan sebagainya.

Kondisi politik suatu negara sangat mempengaruhi investor untuk berinvestasi. Semakin stabil keadaan politik suatu negara, maka saham yang diminati oleh investor cukup banyak, sehingga harga saham bisa naik. Sebaliknya apabila keadaan politik suatu negara tersebut kacau dan tidak stabil, seperti yang terjadi pada bulan Mei 1998, di mana rakyat Indonesia sangat menghendaki agar

Presiden Suharto segera turun dari jabatannya, kerusuhan dan penjarahan terjadi dimana-mana, demonstrasi hampir di seluruh wilayah Indonesia, dan sebagainya. Kondisi tersebut menyebabkan investor mengurangi ataupun sama sekali tidak membeli saham di pasar modal. Mereka khawatir bahwa keuntungan yang akan mereka terima nanti justru akan berkurang atau justru tidak memperoleh keuntungan sama sekali (rugi). Hal ini seperti dikemukakan oleh Marwan Asri dan Faizal Arief (1998:137) bahwa adanya peristiwa politik yang mengancam stabilitas suatu negara, seperti: pemilihan umum, pergantian kepala negara, ataupun berbagai kerusuhan politik cenderung mendapat respon negatif dari para pelaku pasar.

Informasi yang cepat dan benar tercermin dalam sekuritas yang ada, yang selanjutnya kondisi seperti ini menunjukkan bahwa pasar modal efisien secara informasional. Pasar modal efisien (Fama, 1991) merupakan pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan informasi yang relevan. Semakin cepat pasar modal melakukan reaksi terhadap informasi baru, maka pasar modal tersebut semakin efisien. Fama (Elton dan Gruber, 1995) mendefinisikan 3 (tiga) bentuk efisiensi pasar modal, yaitu:

a. *Weak-form efficiency* (efisiensi bentuk lemah),

yaitu suatu keadaan dimana harga-harga mencerminkan semua informasi yang

ada pada suatu keadaan di mana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan di waktu yang lalu. Dalam kondisi ini tidak ada satupun pemodal yang bisa memperoleh keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rule* yang didasarkan pada informasi harga di waktu yang lalu.

b. *Semi-strong form efficiency* (efisiensi bentuk setengah kuat),

adalah suatu kondisi di mana harga-harga yang terjadi tidak hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi juga mencerminkan semua informasi yang dipublikasi. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa: pengumuman *earning* dan pengumuman dividen, pengumuman pergantian Suharto, pengumuman pemecahan saham, merger dan sebagainya. Dalam kondisi ini, harga yang terjadi adalah harga yang wajar dan tidak ada seorang pemodal atau sekelompok pemodal yang dapat memperoleh keuntungan di atas keuntungan yang normal (*abnormal return*).

c. *Strong-form efficiency* (efisiensi bentuk kuat),

yaitu suatu kondisi di mana harga saham tidak hanya mencerminkan informasi yang dipublikasikan saja, akan tetapi juga mencerminkan informasi yang tidak dipublikasikan, yang dikenal dengan *insider information*.

Pengujian efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat sudah pernah dilakukan, baik di luar negeri maupun di

dalam negeri. Mansur, Cochran dan Frioiro (1989) meneliti tentang reaksi pasar modal pada saham-saham perusahaan penerbangan Amerika Serikat terhadap *event* pelarangan terbang (*grounding*) pesawat-pesawat DC-10. Periode yang diteliti selama 30 hari bursa dengan menentukan *event date* tanggal 6 Juni 1979, yang merupakan tanggal pelarangan terbang. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa saham-saham perusahaan penerbangan yang menggunakan pesawat-pesawat DC-10 di *New York Stock Exchange* secara cepat mencerminkan reaksi yang negatif, di mana return saham individual turun sebagai akibat dari *event* tersebut.

Asri (1996) meneliti tentang reaksi harga saham emiten Amerika Serikat di *New York Stock Exchange* yang memiliki cabang di Jepang terhadap informasi mengenai mundurnya Perdana Menteri Jepang yang bernama Noburu Takeshita. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan sejalan dengan berita perkembangan kejadian itu dalam beberapa hari sebelum *event-day* serta pada hari kedua dan sejak hari ke tujuh setelah *event-day*.

Asri dan Arief (1998) meneliti tentang reaksi harga saham terhadap peristiwa politik yang berupa pengambil alihan kantor PDI tanggal 27 Juli 1996. Saham yang dijadikan sampel sejumlah 37 saham aktif dan likuid di Bursa Efek Jakarta. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia bereaksi terhadap peristiwa

politik "27 Juli 1996". Reaksi negatif (*abnormal return* yang negatif dan signifikan) terjadi secara spontan pada *event date*. Namun dalam waktu yang tidak terlalu lama (tiga hari) terjadi perubahan arah (*rebound*) pada *abnormal return* menjadi positif, sebagai reaksi atas pernyataan pemerintah bahwa kerusuhan telah terkendali dan jaminan akan kestabilan politik yang berkaitan erat dengan keberlangsungan dan kepastian melakukan kegiatan bisnis di Indonesia.

Fenomena tersebut mendorong peneliti untuk menguji "Reaksi Harga Saham di Bursa Efek Jakarta Terhadap Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Suharto". Dengan kata lain peneliti ingin menguji efisiensi di Bursa Efek Jakarta dalam bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*), di mana pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto dijadikan sebagai *event*.

#### PERUMUSAN MASALAH DAN TUJUAN PENELITIAN

Dalam penelitian ini perumusan masalah yang utama adalah "Apakah para investor masih memperoleh *abnormal return* dengan adanya pengumuman pergantian Kepemimpinan Suharto". Dengan kata lain "Apakah Bursa Efek Jakarta efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*)?"

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah para pemodal masih

memperoleh *abnormal return* dengan adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto. Dengan kata lain, penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah Bursa Efek Jakarta efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*), di mana pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto dijadikan sebagai *event*.

#### MANFAAT PENELITIAN

Manfaat Penelitian ini antara lain:

1. Memberi informasi mengenai tingkat efisiensi pasar modal di Bursa Efek Jakarta kepada para pelaku pasar modal (investor, BEJ, emiten, dan pialang), sehingga diharapkan mereka dapat melakukan analisis investasi dengan baik di Bursa Efek Jakarta.
2. Dengan mengetahui tingkat efisiensi pasar modal, diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan atau masukan bagi Bapepam dan BEJ untuk membuat kebijakan lebih lanjut.
3. Memberikan tambahan wawasan dan pandangan lebih jauh kepada para akademisi tentang penerapan hipotesis pasar efisien di Bursa Efek Jakarta.

#### LANDASAN TEORI

##### Pasar Modal Efisien

West (Husnan, 1994) membedakan pasar modal efisien menjadi 2 bentuk, yaitu: *internal efficiency* dan *external effi-*

*ciency*. *Internal efficiency* adalah pasar modal yang diorganisir dengan baik, di mana harga-harga sekuritas tidak hanya mencerminkan tingkat harga yang benar, tetapi juga menyediakan berbagai jasa yang diperlukan oleh pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin. Sedangkan *external efficiency* adalah pasar modal yang berada dalam keadaan keseimbangan, sehingga keputusan perdagangan saham yang berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak bisa memberikan tingkat *expected return* di tingkat *expected equilibrium return*. Efisiensi eksternal ini sesuai dengan pengertian efisiensi mikro pasar modal, yaitu suatu kondisi seberapa jauh pasar modal *informationally efficiency* (efisien secara informasional). Definisi ini sesuai dengan definisi yang dikemukakan oleh Fama (1991), bahwa pasar modal efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya selalu mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia di pasar.

Kondisi-kondisi yang harus dipenuhi dalam pasar modal efisien, antara lain: tidak ada biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas, semua informasi tersedia secara gratis bagi semua partisipan pasar, tersedia banyak pembeli dan penjual yang siap mengakses informasi, serta tidak ada kerja sama antar penawar dalam melakukan transaksi tersebut.

Berdasarkan jenis informasi yang digunakan, Fama (Elton dan Gruner, 1995) mendefinisikan 3 (tiga) bentuk efisiensi pasar

modal, yaitu:

*weak form efficiency*

*weak-form efficiency* (efisiensi bentuk lemah), yaitu suatu keadaan di mana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan di waktu yang lalu. Dalam kondisi ini, harga yang terjadi adalah harga yang wajar dan tidak ada seorang pemodal atau sekelompok pemodal yang dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*).

*Semi-strong efficiency*

*Semi-form efficiency* (efisiensi bentuk setengah kuat) adalah suatu kondisi di mana harga-harga yang terjadi tidak hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi juga mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa: pengumuman *earning* dan pengumuman deviden, pemecahan saham, merger dan sebagainya. Dalam kondisi ini, harga yang terjadi adalah harga wajar dan tidak ada seorang pemodal atau sekelompok pemodal yang dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*). Karena dalam kondisi efisien, semua pemodal mampu mengakses informasi secara cepat dan benar. Untuk mengetahui apakah pasar modal berada dalam bentuk setengah kuat, maka perlu di cari *abnormal return*. *Abnormal return* dicari dengan menggunakan model indeks tunggal. Tes ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah para pemodal masih memperoleh *abnormal return* segera setelah informasi

dipublikasikan.

#### *Strong-form efficiency*

Dalam efisiensi pasar modal bentuk kuat ini, harga saham tidak hanya mencerminkan informasi yang dipublikasikan saja, akan tetapi juga mencerminkan informasi yang tidak dipublikasikan, yang dikenal dengan insider information. Disebut *insider information*, karena yang mempunyai informasi tersebut adalah pihak yang ada dalam perusahaan.

Pasar modal dapat menjadi efisien secara informasional, apabila faktor-faktor pendukungnya tersedia. Foster (1986) menjelaskan beberapa faktor yang dapat menentukan agar pasar modal efisien bisa dicapai, antara lain: tingkat persaingan antar analis sekuritas di pasar modal, *the law of large numbers*, kualitas dan kuantitas informasi yang diterbitkan oleh emiten/perusahaan.

#### Penelitian Terdahulu

Hanafi dan Husnan (1991) meneliti efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat. Mereka menggunakan informasi harga saham perdana (emisi) paska deregulasi (khususnya selama tahun 1990). Untuk menaksir besarnya *abnormal return* digunakan model indeks tunggal. Mereka menemukan bahwa para pemodal masih memperoleh *abnormal return* pada saat setelah masuk ke pasar sekunder. Fenomena seperti ini menunjukkan bahwa efisiensi informasi pasar modal Indonesia

dalam bentuk setengah kuat masih belum terpenuhi.

Mansur, Cocharn dan Froiro (1989) meneliti tentang reaksi pasar modal pada saham-saham perusahaan penerbangan Amerika Serikat terhadap event pelarangan terbang (*grounding*) pesawat-pesawat DC-10. Periode yang diteliti selama 30 hari bursa dengan menentukan *event date* tanggal 6 Juni 1979, yang merupakan tanggal pelarangan terbang. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa saham-saham perusahaan penerbangan yang menggunakan pesawat-pesawat DC-10 di *New York Stock Exchange* secara cepat mencerminkan reaksi yang negatif, di mana return saham individual turun sebagai akibat dari *event* tersebut.

Asri (1996) meneliti tentang reaksi harga saham emiten Amerika Serikat di *New York Stock Exchange* yang memiliki cabang di Jepang terhadap informasi menenai mundurnya Perdana Menteri Jepang yang bernama Noburu Takeshita. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan sejalan dengan berita perkembangan kejadian itu dalam beberapa hari sebelum *event day* serta pada hari kedua dan sejak hari ke tujuh setelah *event day*.

Asri dan Arief (1998) meneliti tentang reaksi harga saham terhadap peristiwa politik yang berupa pengambil-alihan kantor PDI tanggal 27 Juli 1996. Saham yang dijadikan sampel berjumlah 37

saham yang aktif dan likuid di Bursa Efek Jakarta. Hasilnya menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia bereaksi terhadap peristiwa politik "27 Juli 1996". Reaksi negatif (*abnormal return* yang negatif dan signifikan) terjadi secara spontan dan *event date*. Namun dalam waktu yang tidak terlalu lama (tiga hari) terjadi perubahan arah (*rebound*) pada *abnormal return* menjadi positif, sebagai reaksi atas pernyataan pemerintah bahwa kerusuhan telah terkendali dan jaminan akan kestabilan politik yang berkaitan erat dengan keberlangsungan dan kepastian melakukan kegiatan di Indonesia.

### Hipotesis

Mengacu pada permasalahan dan berdasarkan pada tinjauan teori di atas, maka hipotesis utama dalam penelitian ini adalah diduga bahwa para pemodal masih memperoleh *abnormal return* dengan adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto di Bursa Efek Jakarta. Dengan kata lain bahwa Bursa Efek Jakarta belum efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong-form efficiency*).

### METODE PENELITIAN

#### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham biasa yang *listed* di BEJ sampai tahun 1998. Populasi berjumlah

288 saham. Sedangkan sampel yang diambil sebanyak 30 saham yang aktif dan *likuid* selama periode pengamatan. Sampel tersebut diambil melalui teknik nonprobabilitas dengan menggunakan metode *purpose sampling* berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriteria-kriteria sampel, yaitu saham yang *listed* dan aktif diperdagangkan di BEJ selama tahun pengamatan.

#### Sumber dan Pengumpulan Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang diperoleh dengan cara mengutip langsung, yang meliputi:

1. Nama saham mingguan atau perusahaan yang menjadi sampel
2. Harga saham mingguan untuk tiap-tiap jenis saham pada periode 1996-1998
3. Indeks LQ-45 mingguan pada periode 1996-1998
4. Tanggal pengumuman pengunduran diri presiden Suharto

Data-data tersebut di atas diperoleh dari Bursa Efek Jakarta, Badan Pengawas Pasar Modal, perpustakaan-perpustakaan dan informasi lain yang mendukung penelitian ini.

#### Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Untuk menjawab permasalahan di atas, metodologi yang digunakan adalah

*event study*. *Event* yang dipilih adalah pengumuman pengunduran diri presiden Suharto. Peneliti perlu menguji perilaku harga saham, yang ditunjukkan oleh gerakan *abnormal return* disekitar *event*, yaitu 5 minggu sebelum dan 5 minggu sesudah *event*. Apabila investor masih memperoleh *abnormal return* dengan adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto, berarti pasar modal belum efisien dalam bentuk setengah kuat. Sebaliknya, apabila investor tidak memperoleh *abnormal return* dengan adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto, berarti pasar modal efisien bentuk setengah kuat tercapai. Model indeks tunggal digunakan untuk mencari *abnormal return*, yang rumusnya sebagai berikut:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_i$$

dimana:

$E(R_i)$  = Return saham individual yang diharapkan

$\alpha_i$  = besarnya return saham individual yang tidak dipengaruhi oleh harga saham

$\beta_i$  = tingkat kepekaan return saham individual sebagai akibat berubahnya harga pasar

$e_i$  = abnormal return

Secara terperinci langkah-langkah pengujiannya sebagai berikut:

1. Menentukan *estimation period*, yaitu periode waktu yang digunakan untuk

*meforecast expected return* saham. *Estimation period* yang digunakan dalam penelitian ini adalah 50 minggu, yaitu dari  $t_{-55}$  sampai  $t_0$ . Periode ini dianggap cukup untuk mengestimasi koefisien parameter model regresi *return* pasar.

- Menentukan *event period*, yaitu periode waktu di sekitar *event time* (ketika *event* memang benar-benar terjadi). *Event period* yang dipilih dalam penelitian ini adalah 10 minggu sebelum pengumuman dan 5 minggu sesudah pengumuman ( $t_{-5}$  sampai  $t_{+5}$ ).
- Menghitung *return* pasar pada 5 minggu sebelum dan 5 minggu sesudah pengumuman deviden dan menghitung *return* pasar pada 5 minggu sebelum dan 5 minggu sesudah pengumuman *earning*, rumusnya sebagai berikut:

$$R_{mt} = \ln \frac{LQ - 54_t}{LQ - 45_{t-1}}$$

Dimana:

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

$LQ - 54_t$  = Indeks LQ-45 mingguan untuk periode t

$LQ - 45_{t-1}$  = Indeks LQ-45 mingguan untuk periode t-1

- Menghitung *return* saham individual yang sesungguhnya:

$$R_{it} = \ln \frac{P_{it}}{P_{i,t-1}}$$

dimana:

$R_{it}$  = return saham i untuk periode t

$P_{it}$  = harga saham untuk periode t

$P_{i,t-1}$  = harga saham untuk periode t-1

dimana:

$E(R_i)$  = return saham individual yang diharapkan

$\alpha_i$  = besarnya return saham individual yang tidak dipengaruhi oleh harga pasar

$\beta_i$  = tingkat kepekaan return saham individual sebagai akibat berubahnya harga pasar

5. Menghitung alpha ( $\alpha_i$ ) dan beta ( $\beta_i$ ) untuk masing-masing saham dengan rumus:

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

$$\alpha_i = \frac{\sum Y - \beta_i(\sum X)}{n}$$

dimana:

Y = return saham individual yang sesungguhnya atau  $E(R_{it})$

X = return pasar ( $R_{mt}$ )

n = periode pengamatan

6. Menghitung *expected return* saham individual pada 5 minggu sebelum dan 5 minggu sesudah pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto. *Expected return* saham individual dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

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

7. Menghitung *abnormal return*, dengan rumus sebagai berikut:

abnormal return = return yang sesungguhnya - return yang diharapkan

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

dimana:

$AR_{it}$  = menunjukkan abnormal return untuk saham i periode t

$R_{it}$  = return saham i periode t

$\alpha_i$  = besarnya saham individual yang tidak dipengaruhi oleh pasar

$\beta_i$  = tingkat kepekaan return saham individual sebagai akibat berubahnya return pasar

8. Sedangkan besarnya *Cumulative Average Return* dicari dengan rumus dimana:

$$CAAR = \sum_t^k AAR$$

dimana:

CAAR = *Cumulative Avarage Abnormal Return* dari saham yang diamati selama periode pengamatan

AAR<sub>t</sub> = Rata-rata *abnormal return* pada periode t

k = jumlah hari perdagangan yang diamati

9. Menguji *abnormal return* untuk setiap minggu *event* atau *event week test*, dengan rumus sebagai berikut (Riyanto dan Gudono, 1996):

$$ASAAR_t = AAR_t / S_{it}$$

dimana:

AAR<sub>t</sub> =  $(1/N) \sum AAR_{it}$

S<sub>it</sub> = akar dari  $\sum [(AAR_{it} - AAR^*)^2 / (\text{periode estimasi})]$

AAR\* = rata-rata *abnormal return* setiap periode t

AAR<sub>t</sub> = rata-rata *abnormal return* setiap periode t

AAR\* =  $[1/\text{periode estimasi}] [\sum AAR \text{ dari periode estimasi}]$

N = jumlah saham yang diamati

S<sub>it</sub> = standar deviasi dari *abnormal return*

## HASIL PENELITIAN

Berbagai langkah untuk pengujian efisiensi pasar modal bentuk setengah kuat telah dilakukan. Sedangkan hasil-hasilnya dapat dilihat pada tabel 1 dan tabel 2.

Dengan tingkat signifikansi 5% (t tabel +/- 2.0045) hasilnya menunjukkan bahwa t-test selama *event period* (-5 sampai +5) adalah signifikan semua. Berarti investor memperoleh *abnormal return* dengan adanya pengumuman pergantian Kepemimpinan Suharto. Hal ini berarti bahwa pasar modal Indonesia belum efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*).

*Avarage Abnormal Return* yang positif terjadi karena return aktual lebih besar dari return yang diharapkan, dalam hal ini terlihat pada minggu ke-5 yaitu 0.01465, minggu ke-3 (0,0277), minggu ke 0 (0,0605) dan minggu ke 5 (0,0079).

Sedangkan *avarage abnormal return* yang negatif terjadi karena *return* aktual lebih kecil dari *return* yang diharapkan oleh investor. Hal ini ditunjukkan oleh *abnormal return* minggu ke-4, yaitu -0,0041, minggu ke 3 (-0,0686), dan minggu ke 4 (-0,0156). Hasil pengujian efisiensi pasar modal Indonesia bentuk setengah kuat atau *semi-form efficiency* secara umum memberi kesimpulan bahwa setelah pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto, *Avarage Abnormal Return* berbeda dari 0. Harga sekuritas belum mencerminkan *public announcement*. Para investor masih

Tabel 1 :  
Nama Saham, Alfa ( $\alpha$ ) dan Beta ( $\beta$ )  
untuk masing-masing Saham

No	Nama Saham	$\alpha$	$\beta$
1	Astra International	-0,0119	0,5969
2	Asuransi Lippo Life	-0,0318	1,4832
3	Bimantara Citra	-0,0081	0,8152
4	BDNI	-0,0476	1,2183
5	Bank Danamon	-0,0405	0,6179
6	Bank Bali	-0,0267	0,4093
7	Bank Internas. Indonesia	-0,0070	0,9982
8	BNI	0,0446	0,4832
9	Berlian Laju Tanker	0,0054	0,3115
10	Citra Marga NP.	-0,0156	0,8888
11	Fiskaragung Perkasa	-0,0324	1,1961
12	Eratex Jaya Limited	-0,0093	0,3223
13	Gudang Garam	0,0058	01,2450
14	HM Sampoerna	0,0576	0,7970
15	Indosat	0,0168	1,0117
16	Indofood SM.	0,0034	1,0556
17	Kalbe Farma	-0,0176	1,2153
18	Karwell	0,0076	0,3789
19	Lippo Securities	-0,0341	0,9139
20	Multipolar	-0,0405	0,6738
21	Matahari Putra Prima	-0,0236	1,4015
22	PP London S.	-0,0139	1,2320
23	Steady Safe	-0,0363	0,9166
24	Semen Cibinong	-0,0347	0,9108
25	Semen Gresik	0,0066	1,0262
26	Telekomunikasi Indonesia	0,0056	1,1371
27	Tjiwi Kimia	0,0110	0,9714
28	Tempo Scan Pasific	-0,0415	0,7904
29	United Tractors	-0,0206	0,2735
30	Van Der Hors	-0,0068	1,1097

memperoleh *abnormal return* sesudah pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto.

Pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto belum tercermin secara cepat dan tepat pada harga sekuritas yang ada. Hal ini ditandai dengan adanya investor yang masih memperoleh *abnormal return* dengan adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto tersebut. Dengan demikian terdapat perubahan harga sekuritas setelah adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto dengan lebih besar atau lebih kecil dari harga keseimbangan yang diharapkan, sehingga menimbulkan *abnormal return* yang berbeda dari 0.

Pasar modal belum efisien tentu karena asumsi-asumsi atau kondisi-kondisi yang mendukung efisiensi pasar modal belum terpenuhi. Belum terpenuhinya kondisi tersebut sangat ditentukan oleh karakteristik pasar modal yang bersangkutan. Pasarmodal Indonesia masuk kategori *emerging capital market* (Na'im, 1996), artinya bahwa pasar modal yang baru berkembang dari beberapa negara berkembang lainnya atau negara-negara industri baru. Karakteristik-karakteristik dari *emerging capital market*, antara lain : *size* masih kecil (*thin market*), likuiditas dan kualitas informasi masih rendah (Na'im, 1996). Berarti dengan hasil penelitian ini yang menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta belum efisien dalam bentuk setengah kuat konsisten dengan hasil

penelitian Dawson (Foster, 1986), yang menyatakan bahwa efisiensi pasar jarang ditemui di negara yang sedang berkembang yang pasar modalnya relatif kurang berkembang, karena pasar modal di negara yang sedang berkembang, informasi belum diungkapkan secara penuh serta kurang ketatnya peraturan-peraturan akuntansi.

Selain itu penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Brown (Foster, 1986), yang menyatakan bahwa di negara yang mempunyai pasar modal dengan frekuensi rendah cenderung tidak efisien.

#### SARAN

1. Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa sampai penelitan ini dilakukan belum menunjukkan bahwa efisien bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*) terpenuhi, fenomena ini akan dapat mengurangi kegalrahan para investor dalam menanamkan danaynya di pasar modal. Sangat mungkin ahwa di Bursa Efek Jakarta, informasi belum menyebar secara sempuran dan merata kepada semua pelak pasar, manipulasi harga sangat mungkin terjadi, sebahagian pihak untung, sedangkan ada sebahagian pihak yang dirugikan, dan harga yang wajar tidak tercermin di pasar modal. Sehingga agar pasar modal menjadi menarik bagi para calon-calon investor, harga yang wajar segera terwujud, dan saling

menguntungkan satu dengan yang lainnya, satu dengan yang lain saling terlindungi dan aman dananya, maka hendaknya Bapepam dan BEJ meninjau kembali peraturan-peraturan dan ketentuan-ketentuan yang telah dibuat dan sangat perlu untuk disempurnakan sehingga diharapkan pasar modal yang efisien dalam bentuk setengah kuat atau *semi strong form efficiency* segera terwujud.

2. Dalam penelitian ini *abnormal return* di rata-rata, sehingga ada kemungkinan

nilai negatif dan positif saling menghilangkan. Oleh karena itu untuk penelitian yang akan datang dapat menggunakan indikator SRV (*security Return Variability*), sehingga semua nilai akan positif.

3. Model yang digunakan untuk menentukan besarnya *abnormal return* dalam penelitian ini menggunakan model indeks tunggal. Bagi peneliti berikutnya dapat menggunakan model lain, seperti: model indeks berganda, yang kemungkinan akan memperoleh hasil yang berbeda.✕

Tabel 2 :  
Hasil Pengujian abnormal return selama 5 minggu sebelum dan 5 minggu sesudah pergantian kepemimpinan Suharto

Week	AAR	CAAR	SD	Variance	t-Test
-5	0,0146	0,0146	0,0022	4,840E-06	6,6364
-4	-0,0041	0,0105	0,0005	2,500E-07	-8,2000
-3	0,0277	0,0382	0,0040	1,600E-05	6,9250
-2	-0,1126	-0,0744	0,0158	2,500E-04	-7,1266
-1	-0,1128	-0,1873	0,0159	2,530E-04	-7,0943
0	-0,0482	-0,1267	0,0087	7,600E-05	6,9540
1	-0,0736	-0,1749	0,0067	4,500E-05	-7,1940
2	-0,0686	-0,2485	0,0103	1,100E-04	-7,1456
3	-0,0686	-0,3171	0,0096	9,299E-05	-7,1458
4	-0,0156	-0,3327	0,0021	4,400E-06	-7,4286
5	0,0079	-0,3248	0,0012	1,400E-06	6,5833

\*AAR = -0,00067

## DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, Joseph, dan Itzhak Swary (1980), "Quarterly Dividend and Earning Announcements and Stock Holders Return: An Empirical Analysis", *Journal Of Finance*, no,1 pp 1-11
- Amsari, M. Ishak (1993), "Pengaruh Pengumuman Deviden Terhadap Harga Saham di Pasar Modal Indonesia", *thesis-S2*, tidak dipublikasikan, UGM, Yogyakarta.
- Ary Suta, I.P.G. (1997), "Regulasi di Bidang Pasar Modal dalam Konteks Kebijakan Ekonomi Makro Indonesia", *Makalah seminar Strategi Pasar Modal untuk Menghadapi Era Globalisasi*, PAU Studi Ekonomi, UGM.
- Asri, Marwan (1996), "U.S. Multinational Stock Price Reaction to Host Country's Governmental Change: The Case of Prime Minister Takeshita's Resignation", *Kelola*, no.II/VII/1996
- (1998), "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (event study pada peristiwa 27 Juli 1996)", *Kelola*, no. 18/VII/1998
- Bawazer, Saïd dan Herman R., "Dividen Perusahaan dan Efisiensi di Pasar Modal Jakarta", *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, Agustus.
- Brigham, Eugene dan Louis G. Gapenski (1987), "Intermediate Financial Management", *Second Edition*, Dryden Press, New York.
- Brown S. And J.B. Warner (1985), "Using Daily Stock Return", *Journal of Finance of Economics*, Vol. 14, pp 3-31
- Dhillon and Johnson (1994), "The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices" *Journal of Finance*, Vol. XLIX, March
- Elton, J.E. and M.J. Gruber (1995), "Modern portofolio Theory and Invesment Analysis" Fourth edition, *Jahn Willey and Sons*, New York.
- Fama, Eugene (1991), "Efficient Capital Market II", *Journal of Finance*, Desember.
- Foster, G. (1986), "Finance Statment Analysis", *Prentice Hall*
- Fuller, R.J. and Farrel, J. L. (1987), "Modern Invesments and Security Aalysis", *Graw Hill*
- Hanafi, Mamduh dan Husnan, S. (1991), "Prilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta Selama Tahun 1990", *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, November
- Haugen, R.A (1994), "Modern Invesment Theory", Third edition, *Prentice Hall*.
- Husnan, Suad (1991), "Pasar Modal Indonesia, Makin Efisienkah?: Pengamatan Selama Tahun 1990", *Manajemen dan Usahawan*, Juni
- (1994), "Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas", Edisi Kedua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Maurice Joy, Robert H.L. and Richard WM, "The Adjusment of Stock Price to Announcements of Unanticipated Changes in Quarterly Earnings", *Journal of Accounting Research*, Autumn.

- Na'im, Ainun (1997), "Peran Pasar Modal dalam Pembangunan Ekonomi Indonesia", *Kelola* no.14/VI/1997
- Riyanto, Bambang dan udono, "An Assesment of The Impacts of Compensation Plans on Stock Market Return: The Case of Merger and Acquisitioons", *Kelola* no.12/V/1996.
- Suwandi, Tintin (1997), "Kinerja BEJ 1988-1996)", *Kelola* no.14/VI/1997
- Yullanti, S. Handaru, Handoyo P. Dan F. Tjiptono (1996), "Manajemen Portofollo dan Analisis Investasi", Edisi pertama, *Andi Offset*, Yogyakarta.