

1 PENGARUH FATWA MUI TENTANG BUNGA BANK TERHADAP TINGKAT ABNORMAL RETURN SAHAM BANK UMUM (Studi Kasus pada saham Bank Umum yang termasuk dalam LQ45 BEJ)

Wisnu Mawardi
Fahmi Hasan

Abstrak

Fatwa MUI tentang bunga bank diprediksi oleh banyak kalangan dunia perbankan akan memperkeruh kondisi perbankan nasional yang baru bangkit setelah dihantam krisis ekonomi. Prediksi ini membuat para investor akan berpikir dua kali sebelum melakukan investasi pada saham –saham sektor perbankan. Penelitian ini memberikan gambaran aktual tentang reaksi investor pasar modal terhadap peristiwa munculnya fatwa MUI tentang bunga bank pada tanggal 16 Desember 2003 pada saham – saham sektor perbankan yang terdaftar pada LQ 45 Bursa Efek Jakarta. Pengujian dilakukan terhadap pengaruh abnormal return saham. Analisis yang dipakai menggunakan event study dengan melihat 100 hari periode estimasi dan 21 hari periode peristiwa yang terdiri 10 hari sebelum munculnya fatwa, 1 hari saat kejadian dan 10 hari sesudah fatwa tersebut dikeluarkan. Dengan menggunakan alat analisis Uji- t. Sampel yang digunakan adalah saham perbankan yang termasuk dalam daftar indeks LQ 45 di Bursa Efek Jakarta. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa fatwa MUI tentang bunga bank tidak menimbulkan gejolak berarti bagi perdagangan saham perbankan di pasar modal.

Kata kunci : *abnormal return, trading volume activity*

PENDAHULUAN

Sistem perbankan yang sehat dibangun dengan permodalan yang kuat sehingga mampu mendorong kepercayaan nasabah (*stakeholder*) yang selanjutnya bank akan mampu memperkuat permodalan melalui pemupukan laba ditahan. Selanjutnya perbankan nasional yang beroperasi secara efisien akan mampu meningkatkan daya saingnya sehingga tidak hanya jago kandang atau hanya mampu bersaing di segmen pasar domestik tetapi justru diharapkan produk dan jasa perbankan yang ditawarkan bank nasional mampu bersaing di pasar internasional.

Awal Januari 2004, siaran pers Bank Indonesia secara resmi mengumumkan implementasi Arsitektur Perbankan Indonesia (API) dimana salah satu program API adalah mensyaratkan modal minimum bagi bank umum (termasuk BPD) menjadi Rp.100 miliar selambat-lambatnya pada tahun 2011.

Setelah melakukan penyelesaian penyusunan cetak biru API pada tahun 2003, maka sejak tahun 2004 secara bertahap API diimplementasikan dengan visi yang jelas. Visi Arsitektur Perbankan Indonesia adalah menciptakan sistem perbankan yang sehat, kuat, dan efisien guna menciptakan kestabilan sistem keuangan dalam rangka membantu mendorong pertumbuhan ekonomi nasional.

Salah satu program yang akan dilakukan dalam implementasi API yang dimulai sejak tahun 2004 adalah meningkatkan GCG (Good Corporate Governance) dengan menetapkan minimum standar GCG dan mendorong bank-bank untuk *go public*. Dengan menjadi bank *go public* maka transparansi dan kontrol pengendalian masyarakat menjadi semakin besar, sehingga kasus-kasus perbankan di kemudian hari dapat diminimalkan. Paling tidak apabila terjadi kasus-kasus perbankan harus segera diumumkan sesuai persyaratan bank *go public*.

Pasar modal Indonesia dalam perkembangannya telah menunjukkan perannya sebagai bagian dari instrumen perekonomian, dimana indikasi yang dihasilkannya banyak digunakan oleh para peneliti maupun praktisi dalam melihat gambaran perekonomian Indonesia. Sebagai salah satu instrumen perekonomian, maka pasar modal tidak terlepas dari pengaruh yang berkembang di lingkungannya, baik yang terjadi di lingkungan ekonomi mikro yaitu peristiwa atau keadaan para emiten seperti laporan kinerja, pembagian dividen, perubahan strategi perusahaan atau keputusan strategis dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) akan menjadi informasi yang menarik bagi para investor di pasar modal. Perubahan lingkungan yang dimotori oleh kebijakan makroekonomi seperti kebijakan fiskal dan moneter maupun regulasi pemerintah dalam sektor riil dan keuangan, juga dapat mempengaruhi gejolak di pasar modal.

Walaupun tidak terkait secara langsung dengan dinamika yang terjadi di pasar modal, namun pengaruh lingkungan nonekonomi tidak dapat dipisahkan dari aktivitas bursa saham. Berbagai isu seperti kepedulian

terhadap lingkungan hidup, hak azasi manusia, serta berbagai peristiwa politik kerap kali menjadi faktor utama pemicu fluktuasi harga saham di pasar bursa seluruh dunia. Makin pentingnya peran bursa dalam kegiatan ekonomi, membuat bursa semakin sensitif terhadap berbagai peristiwa di sekitarnya, baik berkaitan ataupun tidak berkaitan secara langsung dengan kegiatan ekonomi.

Munculnya fatwa Majelis Ulama Indonesia (MUI) tertanggal 16 Desember 2003 tentang bunga bank memicu reaksi para nasabah bank khususnya yang beragama Islam (muslim) untuk melakukan investasi pada Bank Syariah. Tercatat hingga Februari 2004, penerimaan dana pihak ketiga (DPK) pada bank syariah meningkat hingga 12% (Pikiran Rakyat, Februari 2004).

Masuknya dana ke perbankan syariah mengakibatkan bank-bank syariah kelebihan dana. Sebagian kelebihan dana tersebut meluap ke Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI) sehingga jumlah SWBI yang sebelumnya berkisar pada besaran Rp 600-800 miliar, melonjak mencapai Rp 2,3 triliun pada medio Maret 2004. Sedangkan perkembangan aset perbankan syariah tercatat mengalami pertumbuhan dari sekitar Rp 7 Triliun pada Februari 2004 meningkat menjadi sekitar Rp 8 Triliun pada bulan Juni di tahun yang sama (Serambi Indonesia, Agustus 2006).

Keadaan ini tidak disia-siakan oleh kalangan pasar modal dengan menerbitkan berbagai obligasi syariah untuk menyerap kelebihan likuiditas tadi. Hal ini juga menyebabkan angka bagi hasil Bank Syariah mencapai level 9 persen pada periode Desember - Maret 2003, padahal pada saat yang sama, bunga bank konvensional (umum) hanya berkutat pada kisaran 6 persen (Tempo Edisi II, April 2004).

Awal kemerdekaan RI 1945, wakil presiden RI, Mohammad Hatta mengatakan bahwa sistem bunga perbankan itu dihalalkan karena memberi dampak bagi masyarakat luas. 58 tahun kemudian, tepatnya 16 Desember 2003 MUI mengeluarkan fatwa bahwa bunga bank termasuk dalam *riba qardh* sehingga bunga bank termasuk dalam kategori haram. Fatwa ini berpotensi menimbulkan reaksi pada dunia perbankan domestik yang didominasi oleh sistem ribawi meskipun sebagian masyarakatnya ialah muslim.

Berbagai penelitian *event study* pada peristiwa yang bersifat nonekonomi ternyata menunjukkan perbedaan hasil penelitian. *Abnormal return* yang positif

dan signifikan ditemukan dalam penelitian Rustamadji (2001) yang meneliti ekspektasi investor di BEJ terhadap keputusan memorandum oleh DPR dalam kasus Buloggate dan Bruneigate. Sedangkan *negative abnormal return* ditemukan dalam penelitian Marwan Asri (1996) yang menganalisis reaksi harga saham 62 perusahaan multinasional di Amerika pada peristiwa pengumuman rencana mundurnya perdana menteri Jepang, Noburu Takeshita.

Tidak diperbolehkannya sistem bunga dalam fatwa MUI tentunya bertentangan dengan teori perbankan konvensional yang menjadikan bunga sebagai salah satu pendapatan dari sektor perbankan. Peristiwa ini berpotensi menyebabkan kinerja sektor perbankan umum mengalami gangguan dan menimbulkan reaksi. Tentu saja, saham-saham sektor perbankan di BEJ juga turut bereaksi dan berpotensi menghasilkan *abnormal return* dan perubahan terhadap aktivitas volume perdagangan sahamnya.

TINJAUAN PUSTAKA

Metodologi *event study* menurut Pamela P. Peterson (1989: 1) diartikan sebagai satu alat analisis yang paling sering dipakai dalam riset keuangan. Tujuan dari sebuah *event study* ialah melihat apakah terdapat *abnormal return* yang diterima oleh pemegang saham sebagai akibat dari sebuah peristiwa (*event*), misalnya: pengumuman pendapatan, merger, atau pemecahan saham (*stock splits*).

Event study mempelajari reaksi pasar terhadap sebuah peristiwa yang melalui observasi harga sekuritas dalam kurun waktu tertentu. Peristiwa tersebut biasanya berhubungan dengan munculnya informasi dalam sebuah pasar melalui media massa keuangan (misal: Jurnal Wall Street) atau melalui sebuah perusahaan. Beberapa peristiwa berhubungan dengan kebijakan perusahaan (misal: pembagian dividen periode tedahulu) atau tindakan yang dilakukan oleh pemerintah (misal: penarikan pajak, perubahan peraturan).

Sedangkan menurut Craig McKinlay (1997: 1) dalam riset keuangan, *event study* telah diaplikasikan ke dalam berbagai *event* yang bersifat ekonomi seperti merger, akuisisi, pengumuman pendapatan, dan pengumuman yang berhubungan dengan variabel makroekonomi seperti defisit perdagangan.

Walaupun *event study* memiliki jangkauan yang luas, namun sebagian besar dari penelitian yang ada meneliti kaitan antara pergerakan harga saham dengan peristiwa ekonomi seperti *stock splits*, pengumuman dividen, dan lain-lain. Baru sekitar dua dekade terakhir, mulai dilakukan *event study* terhadap peristiwa di luar isu ekonomi.

Indikasi makin banyaknya penelitian yang berbasis pada *event study* yang mengambil kaitan antara perubahan harga saham dengan berbagai peristiwa atau informasi yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi menunjukkan makin terintegrasinya peran pasar modal dalam kehidupan sosial masyarakat dunia (M. A. Suryawijaya dan Faizal, 1998:1)

Buku Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia (Badan Pengawas Pasar Modal, 2003: 10) mendefinisikan saham sebagai sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan, dan pemegang saham memiliki hak klaim atas penghasilan dan aktiva perusahaan.

Saham dibagi menjadi 2 jenis, yaitu: Saham Biasa; merupakan jenis efek yang paling sering dipergunakan oleh emiten *event study* memperoleh dana dari masyarakat dan juga merupakan jenis yang paling populer di pasar modal. Saham Preferen; memiliki karakteristik sebagai berikut, pembayaran dividen dalam jumlah yang tetap, hak klaim terlebih dahulu dibanding saham biasa jika perusahaan dilikuidasi, dapat dikonversi menjadi saham. Indeks saham LQ 45, merupakan indeks yang diperkenalkan BEJ sejak 24 Februari 1997 yang berisi daftar 45 saham yang menempati posisi paling banyak diperdagangkan. Indeks ini ditinjau setiap 3 bulan sekali (Robert Ang, 1997). Agar dapat masuk dalam indeks LQ 45, setiap saham harus melalui 2 tahap seleksi. Dalam tahap pertama, saham harus memenuhi kriteria – kriteria berikut, saham tersebut berada di top 95 persen dari total rata-rata tahunan nilai transaksi saham di pasar reguler, berada di top 90 persen dari rata-rata tahunan kapitalisasi pasar, tercatat di BEJ minimal selama 30 hari bursa. Dalam tahap kedua jika ternyata saham tersebut memenuhi kriteria dalam tahap pertama, maka saham tersebut juga harus memenuhi kriteria-kriteria dalam tahap kedua, yaitu merupakan urutan tertinggi yang mewakili sektornya dalam

klasifikasi industri BEJ, memiliki porsi yang sama dengan sektor lain, merupakan urutan tertinggi berdasarkan frekuensi transaksi

Definisi bank memberi tekanan bahwa bank dalam mengajukan usahanya terutama menghimpun dana dalam bentuk simpanan yang merupakan sumber dana bank. Demikian pula dari segi penyaluran dananya, hendaknya bank tidak semata-mata memperoleh keuntungan sebesar-besarnya bagi pemilik bank tetapi juga kegiatannya itu harus pula diarahkan pd peningkatan taraf hidup masyarakat.

Sedangkan pada dasarnya merupakan penekanan pada fungsi tambahan bank umum dalam hal pemberian pelayanan atau jasa-jasa dalam lalu lintas pembayaran. Dalam definisi ini disimpulkan bahwa hanya bank umum yang dapat menyediakan jasa-jasa dalam lalu lintas pembayaran, sedangkan BPR tidak diperkenankan melakukan kegiatan tersebut (Dahlan Siamat, 1995: 66)

Dalam naskah UU No. 10/1998 pasal 1 tentang perbankan disebutkan bahwa bank adalah badan usaha yang menghimpun dana dari masyarakat dalam bentuk simpanan dan menyalurkannya dalam bentuk kredit dan atau dalam bentuk lainnya dalam rangka meningkatkan taraf hidup rakyat banyak. (Eugenia Liliawati M, 1999: 8).

Expected Return atau return ekspektasi didefinisikan sebagai return yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. Return ini penting dibandingkan dengan return historis karena return ekspektasi merupakan return yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan (Jogiyanto, 1998:

Cumulative Abnormal Return (CAR) merupakan penjumlahan return tidak normal hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas.

Trading Volume Activity (TVA) merupakan instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar (M. A. Suryawijaya dan Faizal Arief S, 1998).

Ditinjau dari fungsinya, dapat dikatakan bahwa TVA merupakan variasi dari *event study*. Perbedaan dari keduanya ialah pada parameter yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu peristiwa.

TVA dihitung dengan membandingkan jumlah saham yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar pada kurun waktu yang sama.

PENELITIAN TERDAHULU

Penelitian yang dilakukan penulis merupakan variasi dari berbagai penelitian tentang *event study* yang telah dilakukan sebelumnya. Sebagian besar dari *event study* yang dihasilkan menggunakan berbagai peristiwa yang terkait dengan aktivitas ekonomi atau bisnis seperti kenaikan suku bunga perbankan, kebijakan dividen, ataupun pengumuman rencana merger atau akuisisi. Sebagian dari penelitian tersebut dilakukan untuk menguji efisiensi pasar modal. Namun beberapa *event study* terakhir mengamati reaksi pasar modal terhadap peristiwa yang terdapat di luar (tidak terkait secara langsung dengan) aktivitas-aktivitas ekonomi.

M. A. Suryawidjaya dan Faizal Arief S (1998) melakukan penelitian reaksi pasar modal Indonesia pada peristiwa perebutan kantor pusat salah satu partai politik yang didukung oleh massa yang besar pada tanggal 27 Juli 1996 yang dikenal dengan peristiwa 'Kudatuli'.

Penelitian menyebutkan bahwa peristiwa 27 Juli 1996 menghasilkan *negative abnormal return* yang signifikan pada *event date*. Namun, dalam waktu yang tidak lama (tiga hari) terjadi *rebound* pada *abnormal return* menjadi positif. Sedangkan transaksi saham mengalami perbedaan secara signifikan antara sebelum dan sesudah *event date*. Secara umum, temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa BEJ semakin sensitif terhadap munculnya berbagai informasi yang relevan; termasuk informasi politik.

R Gatot Rustamadji yang juga melakukan penelitian *event study*, menganalisis ekspektasi investor di BEJ terhadap keputusan memorandum oleh DPR dalam kasus Buloggate dan Bruneigate yang terjadi pada tanggal 1 Februari 2001.

Penelitian ini menghasilkan simpulan, bahwa putusan memorandum DPR terhadap kasus Bruneigate dan Buloggate menimbulkan reaksi di pasar modal Indonesia dalam hal ini BEJ dengan memberikan *abnormal return* yang signifikan baik sebelum, pada saat

maupun setelah *event day*. Sedangkan pengujian statistik pada rata-rata *abnormal return*, menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa terjadi.

Marwan Asri (1996) meneliti reaksi harga saham 62 perusahaan multinasional di Amerika pada peristiwa pengumuman rencana mundurnya perdana menteri Jepang, Noburu Takeshita yang diberitakan oleh Wall Street Journal pada tanggal 25 April 1989. Penelitian ini menghasilkan temuan munculnya *negative abnormal return* pada hari kedua pasca pengumuman, namun kemudian hilang hingga hari keenam. Tetapi, pada hari ketujuh, *negative abnormal return* kembali terjadi secara signifikan.

Iqbal Mansur, Steven J. Cochran dan Gregory L. Froio (1996) meneliti hubungan antara tingkat return ekuitas perusahaan penerbangan dengan peristiwa jatuhnya pesawat DC-10 pada 25 Mei 1979. Sampel penelitian terdiri dari sebelas saham perusahaan penerbangan terkemuka di Amerika Serikat. Ketiga peneliti ini menyimpulkan bahwa harga ekuitas perusahaan penerbangan yang dijadikan sampel sangat dicerminkan oleh informasi yang berhubungan dengan jatuhnya DC-10.

Peristiwa munculnya fatwa MUI tentang bunga bank merupakan faktor yang termasuk dalam lingkungan eksternal makro sebuah organisasi. Stoner, seperti dikutip Handoko (1995: 66) menyebutkan bahwa lingkungan ekstern makro dapat berpengaruh dalam organisasi secara langsung ataupun tidak langsung dan menciptakan iklim dimana organisasi berada dan harus memberikan tanggapan. Lingkungan ekstern makro ini mencakup teknologi, ekonomi, politik, sosial dan dimensi internasional sebagai kekuatan yang berada di luar jangkauan perusahaan dan biasanya terlepas dari situasi operasional perusahaan, dan organisasi jarang memiliki kekuatan untuk memberikan pengaruh balik yang berarti.

Penelitian ini menggunakan asumsi munculnya fatwa MUI tentang bunga bank sebagai peristiwa yang paling berpengaruh terhadap variabel dan alat penelitian yang digunakan. Fatwa MUI ini dapat dikategorikan sebagai faktor sosial yang dapat mempengaruhi kinerja organisasi, sehingga menimbulkan reaksi seperti yang tertera dalam hipotesis.

HIPOTESIS - HIPOTESIS

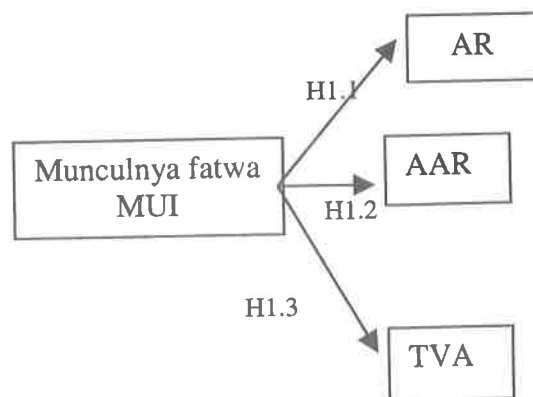
Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini ialah:

- H_{1.1} : Saham bank umum bereaksi terhadap fatwa MUI dan menghasilkan *abnormal return*.
- H_{1.2} : Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah munculnya fatwa MUI.
- H_{1.3} : Rata-rata aktivitas volume perdagangan (Trade Volume Activity/ TVA) berbeda antara sebelum dan sesudah fatwa MUI dikeluarkan.

Munculnya fatwa MUI tentang keharaman bunga bank merupakan sebuah peristiwa bersifat makroekonomi yang diprediksi mempengaruhi pergerakan saham bank-bank umum yang *listing* di BEJ.

Pengujian mengenai ada-tidaknya reaksi pasar modal khususnya saham perbankan terhadap peristiwa ini dilakukan dengan mengamati *abnormal return*, rata-rata *abnormal return* dan *trade volume activity* pada periode tertentu. Adapun bentuk kerangka pemikiran ialah sebagai berikut :

Gambar 1
Kerangka Pikir



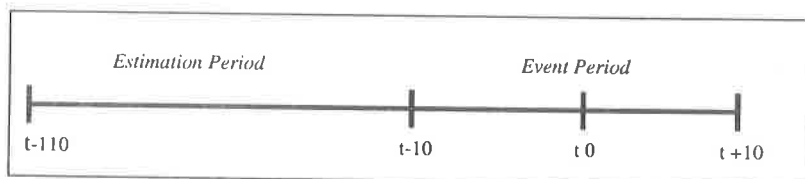
JENIS DAN SUMBER DATA

Pamela P. Peterson (1989) menyebutkan bahwa periode pengamatan untuk *event study* yang bersifat harian berkisar antara 100 – 300 hari, sedangkan Jogiyanto (1998) menyatakan bahwa periode pengamatan yang umum digunakan untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit ditentukan ialah selama 121 hari bursa yang dibagi menjadi:

1. **Periode Estimasi**; yaitu rentang waktu yang dipakai untuk meramalkan *expected return* dari saham-saham yang diteliti, dengan panjang periode estimasi adalah 100 hari bursa.

2. **Periode Peristiwa**; yaitu rentang waktu seputar tanggal kejadian. Panjang peristiwa adalah sebelas hari bursa, meliputi sepuluh hari sebelum, satu hari pada saat peristiwa, dan sepuluh hari setelah kejadian. Adapun tanggal jatuhnya fatwa tersebut adalah hari Selasa yang merupakan hari bursa, sehingga dapat digunakan sebagai t_0 . Periode pengamatan yang diambil dapat dilihat pada gambar berikut:

Grafik 1
Periode Penelitian



Populasi dalam penelitian ini adalah semua saham Bank Umum Swasta yang konsisten masuk Indeks LQ45 dan dibatasi pada saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2004 dan 2005 dan tidak pernah keluar

Marwan Asri (1998) menyebutkan bahwa penelitian yang berbasis *event study* terutama untuk periode harian, memerlukan emiten-emiten yang bersifat *liquid* dengan kapitalisasi yang relatif besar sehingga pengaruh suatu *event* dapat diukur dengan segera dan relatif lebih akurat. Selain itu saham LQ 45 merupakan saham-saham yang aktif diperdagangkan di bursa.

Dalam penelitian ini data dikumpulkan dan diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD), Pojok BEJ FE Undip, dan www.jsx.co.id. Data meliputi nama-nama emiten, data harga saham harian,

dan indeks LQ 45 harian selama periode pengamatan dan periode estimasi, dan jumlah saham yang diperdagangkan serta jumlah saham yang beredar untuk sepuluh hari sebelum dan sepuluh hari sesudah munculnya fatwa MUI tersebut.

METODE PENGUMPULAN DATA DAN METODE ANALISIS DATA

Dalam penelitian ini data dikumpulkan dan diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD), Pojok BEJ FE Undip, dan www.jsx.co.id. Data meliputi nama-nama emiten, data harga saham harian, dan indeks LQ 45 harian selama periode pengamatan dan periode estimasi, dan jumlah saham yang diperdagangkan serta jumlah saham yang beredar untuk sepuluh hari sebelum dan sepuluh hari sesudah munculnya fatwa MUI tersebut.

Abnormal return (AR atau RTN)

Kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi

terhadap return normal atau selisih antara return yang sesungguhnya terjadi dengan return ekpektasi (Jogiyanto, 2003); secara matematis:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

dimana:

$AR_{i,t}$ = Abnormal return saham i pada hari ke t

$R_{i,t}$ = Actual return untuk saham i pada hari ke t

$E(R_{i,t})$ = Expected return untuk saham i pada hari ke t

Trade Volume Activity (TVA)

Perbandingan jumlah saham yang diperdagangkan dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar dalam kurun waktu yang sama pada periode tertentu. TVA dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar (M. A. Suryawijaya dan Faizal, 1998); secara matematis:

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham yang ditransaksikan waktu } t}{\sum \text{saham beredar waktu } t}$$

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan penghitungan terhadap *abnormal return* selama periode peristiwa, yaitu dengan cara

membandingkan (mencari selisih) antara *actual return* dengan *expected return* untuk tiap-tiap emiten yang memenuhi syarat sebagai sampel penelitian.

Hasil Uji Paired T untuk Pengujian AAR

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	sebelum - sesudah	1,280E-05	1,160E-02	3,669E-03	-8,29E-03	8,312E-03	,003	9	,997

Hasil Uji Paired T untuk Pengujian TVA

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Sebelum - Sesudah	-7,57E-05	5,916E-04	1,871E-04	-4,988E-04	3,475E-04	-,404	9	,695

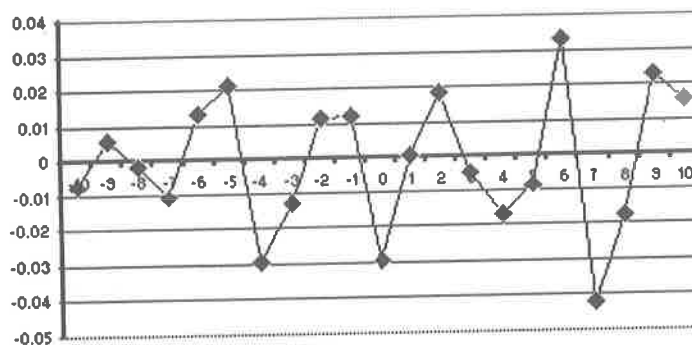
Uji Hipotesis I

Pengujian terhadap adanya *abnormal return* yang diakibatkan oleh munculnya fatwa MUI tertanggal 16 Desember 2003 tentang haramnya bunga bank terhadap

saham perbankan umum yang termasuk LQ45 di BEJ tidak dilakukan untuk tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* seluruh sekuritas untuk tiap-tiap hari selama periode peristiwa (Jogiyanto, 2003: 446).

Grafik. 2

Pergerakan Nilai Avarage Abnormal Return (AAR)



Dari grafik di atas dapat dilihat bahwa kecenderungan penambahan pendapatan investor kumulatif yang terjadi selama periode 10 hari sebelum *event date* (16 Desember 2003), mengalami pergolakan yang cukup tajam. Rata-rata *abnormal return* (AAR) yang positif terjadi selama 5 kali, yaitu pada t-10, t-8, t-7, t-4, dan t-3. Sedangkan pada saat *event date*, AAR justru mengalami penurunan tajam dibandingkan dengan hari sebelumnya. Pasca *event date*, AAR yang positif terjadi sebanyak 5 kali, yaitu pada t+1, t+2, t+6, t+9 dan t+10. Secara keseluruhan, nilai AAR yang terjadi selama *event period* terlihat sangat fluktuatif.

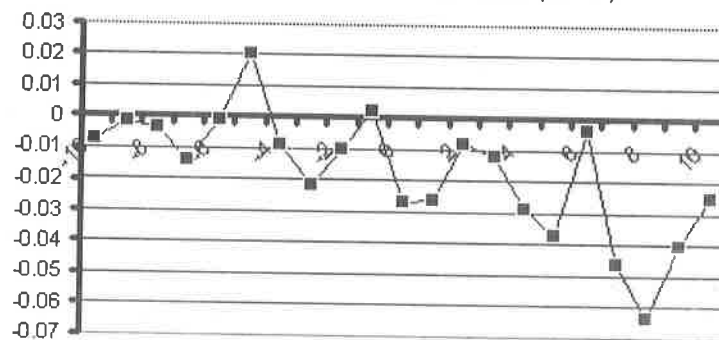
Berdasarkan grafik AAR di atas, dapat diketahui bahwa Fatwa MUI tentang haramnya bunga bank pada tanggal 16 Desember 2003 memberikan dampak tidak hanya pada *event day*, tapi juga hari-hari sebelum dan setelah fatwa tersebut diumumkan. Hal ini karena kejadian tersebut bukan merupakan *unanticipated event*,

dimana fatwa tersebut telah menjadi perbincangan berbagai kalangan dunia perbankan Indonesia jauh hari sebelum maupun sesudah fatwa MUI tersebut dikeluarkan.

Fluktuasi pada nilai AAR selama *event period*, muncul karena pasar mengalami ketidakpastian akibat banyaknya berita (*uncertainty informations*) baik yang relevan, maupun tidak relevan yang diterima pasar. Munculnya fatwa yang oleh banyak pihak khususnya perbankan dinilai kontroversial menyebabkan pasar merespon dengan tak menentu. Ini terlihat khususnya pada fluktuasi nilai yang terjadi sejak awal hingga akhir periode peristiwa (t-10 hingga t+10).

Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) akan memberikan gambaran secara kumulatif atas rata-rata *abnormal return* selama periode peristiwa. Pergerakan nilai CAAR dapat dilihat pada grafik di bawah ini:

Grafik 3
Cumulatif Average Abnormal Return (CAAR)



sumber: data sekunder, diolah

Dalam grafik di atas terlihat bahwa selain pada t-5 dan t-1, seluruh CAAR memiliki nilai negatif. Nilai CAAR pada t-5 merupakan capaian CAAR tertinggi selama periode peristiwa, yaitu 0,0203.

Pada t-3 hingga t-1, terlihat grafik yang naik, keadaan ini sesuai dengan beredarnya isu bahwa fatwa MUI tersebut akan dikaji ulang dan ada kemungkinan pembatalan fatwa sehingga pasar meresponnya dengan relatif positif. Namun pada *event day*, grafik terlihat menurun. Hal ini timbul sebagai reaksi negatif pasar terhadap peristiwa ditetapkannya bunga bank sebagai sesuatu yang haram oleh MUI. Reaksi negatif

pasar terhadap fatwa MUI ini terus berlanjut selama periode peristiwa dengan nilai CAAR yang fluktuatif dan selalu berada di bawah nol.

Selain pada keempat hari tersebut, nilai SAAR berada di bawah t-tabel, sehingga dianggap *abnormal return* yang dihasilkan tidak signifikan. Munculnya nilai *abnormal return* yang signifikan menyebabkan $H_{1,1}$ diterima.

Uji Hipotesis II

Hasil pengujian ini menyangkut perbedaan antara *average abnormal return* (AAR) sebelum dan

sesudah peristiwa munculnya fatwa MUI. Pengujian ini menggunakan *paired sample t-test*, yang nantinya hasil pengujian tersebut dibandingkan dengan t tabel agar dapat diambil kesimpulan.

Nilai AAR sebelum maupun sesudah peristiwa tidak berbeda secara signifikan. Ini terlihat dari nilai T-Hitung (0,003) yang lebih kecil dari nilai t-tabel (1,833) dan tingkat signifikansi yang bernilai lebih besar dari 5 persen. Tidak adanya perbedaan nilai AAR secara signifikan sebelum dan sesudah peristiwa menyebabkan $H_{2,1}$ tertolak.

Uji Hipotesis III

Pengujian ini dilakukan untuk melihat adanya perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan (*trade volume activity/TVA*) pada periode sebelum dan sesudah peristiwa munculnya fatwa MUI pada 23 Desember 2003 tentang keharaman bunga bank. Penghitungan dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama. Selanjutnya dilakukan uji beda dua rata-rata TVA dengan menggunakan *paired sample t test*. Hasil pengujian tersebut akan memperlihatkan apakah pasar bereaksi terhadap sebuah peristiwa atau tidak. Nilai rata-rata TVA sebelum maupun sesudah peristiwa tidak berbeda secara signifikan. Ini terlihat dari nilai T-hitung (-0,404) yang lebih kecil dari nilai T-Tabel (1,833) dan tingkat signifikansi yang lebih besar dari 5 persen (0,05).

Hasil perhitungan ini membuktikan peristiwa munculnya fatwa MUI meski memberikan *abnormal return* yang signifikan pada pengujian hipotesis sebelumnya, ternyata tidak mempengaruhi investor untuk melakukan perdagangan yang lebih tinggi maupun lebih rendah secara signifikan. Meski secara nilai rata-rata TVA menunjukkan fluktuasi, tetapi dari hasil pengujian statistik, fluktuasi nilai tersebut tidak cukup berarti untuk menyatakan bahwa peristiwa munculnya fatwa MUI menimbulkan perbedaan tingkat perdagangan saham yang tercermin dalam nilai TVA. Hasil pengujian ini menyebabkan $H_{3,1}$ tertolak.

Selain itu, silang pendapat para pakar baik ilmu ekonomi maupun ilmu agama tentang keharaman

bunga bank dan masyarakat yang sudah terbiasa dengan sistem bunga, menyebabkan fatwa MUI ini tidak berpengaruh signifikan terhadap pergerakan saham-saham perbankan dalam daftar LQ45 BEJ.

KESIMPULAN

Penelitian reaksi saham-saham sektor perbankan terhadap peristiwa munculnya fatwa MUI tertanggal 16 Desember 2003 tentang keharaman bunga bank menghasilkan kesimpulan terdapat *abnormal return* (AR) yang signifikan antara sebelum dan sesudah turunnya fatwa. Nilai *abnormal return* yang signifikan muncul pada *event date*, t+6 dan t+7 dan t+9. Hasil ini konsisten dengan penelitian Marwan Asri (1996) yang juga melakukan penelitian *event study* dengan peristiwa yang berhubungan dengan kebijakan pemerintahan. Tidak terdapat perbedaan nilai *average abnormal return* (AAR) yang signifikan antara sebelum dan sesudah munculnya fatwa. Hasil pengujian statistik dengan alat bantu program SPSS menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sejenis yang dilakukan oleh Suryawijaya dan Faizal Arief (1998). Tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* (TVA) yang signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham perbankan pada periode sebelum dan sesudah peristiwa. Hasil pengujian dengan metode *paired sample t test* dari SPSS menunjukkan bahwa nilai rata-rata TVA sebelum dan sesudah peristiwa tidak berbeda secara signifikan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Suryawijaya dan Faizal Arief (1998).

DAFTAR REFERENSI

- Ang, Robert, 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Media Soft Indonesia, Jakarta
- Antonio, Muhammad Syafi'i, 2001. *Bank Syariah: dari Teori ke Praktik*. Gema Insani, Jakarta
- Asri, Marwan, 1996. "US Multinational's Stock Price Reaction to Host Country's Governmental Change : The Case of Prime Minister Takeshita Resignation" *KELOLA Gadjahmada University Business Review*, Vol 5 No 11, MMUGM, Yogyakarta, h.126-137
- Bank Indonesia, 2004, *Siaran Pers BI*, Jakarta
- Barret, W. Brian, Andrea J. Heuson, Robert W. Kolb dan Gabriell H. Schrop. 1987 "The Adjusment of Stock Prices to Completely Unanticipated Events". *The Financial Reviews*, Vol. 22, No. 4. November. hal 345-353
- Economic and Financial Institute, 2004 . *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, Jakarta
- Halim, Abdul, 2005. *Analisis Investasi*. Penerbit Salemba Empat, Jakarta
- Handoko, T. Hani. 1995. *Manajemen*. BPFE -Yogyakarta
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo, 2002. *Meotodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. BPFE Yogyakarta
- Jogiyanto HM, 1998. *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*. BPFE, edisi Pertama
- Mansur, Iqbal, Stephen J. Cochran, dan Gregory L. Froiro, 1989. "The Relationship between the Equity Return Levels of Airline Company and Unanticipated Events: The Case of the 1979 DC-10 Grounding," *Logistics And Transportation Review*, Desember . h.355-365
- McKinlay, A Craig, 1997. "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV (Maret). h. 13-39
- Muliono, Eugenia Liliawati, 1999. *Susunan dalam Satu Naskah dari UU No. 7/1992 tentang Perbankan Sebagaimana Telah Diubah dengan UU No. 10/1998*. Harvarindo, Jakarta
- Peterson, Pamela . 1989." Event Studies: A Review of Issues and Methodology," *Quarterly Journal of Business and Economics*. Summer. Vol. 28 No 3. h. 36-66
- Pojok BEJ Undip, 2004 & 2005. *Database Transaksi Harian*, Semarang
- Rustamadji, R. Gatot, 2002." Analisis Ekspektasi Investor di Bursa Efek Jakarta Terhadap Peristiwa Politik: Event Study Peristiwa Memorandum oleh DPR dalam Kasus Buloggate dan Bruneigate," *Usahawan*, No.8 Th.XXX. Agustus. h.36-43
- Santoso, Singgih, 2004. *SPSS 10: Mengolah Data Statistik secara Profesional* Elex Media Komputindo, Jakarta
- Siamat, Dahlan, 1995. *Manajemen Lembaga Keuangan*. Intermedia. Jakarta
- Sugiarto, Agus, 2004. "Membangun Fundamental Perbankan yang Kuat". *Media Indonesia*. 26 Januari .
- Suryawijaya, MA, & Faizal Arief Setiawan, 1998." Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri: Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996." *KELOLA Gadjahmada University Business Review*, No. 18/VII, MMUGM. Yogyakarta. h. 137-153
- Tim Bapepam, 2003. *Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia*. JICA Press, Jakarta
- Yayasan Bung Hatta, 1998. *Biografi Hatta*. Jakarta