

TRANSFER INFORMASI HARGA SAHAM-SAHAM YANG LISTING DI JAKARTA STOCK EXCHANGE DAN NEW YORK STOCK EXCHANGE

3

Heni Setia Wardani
Sugeng Wahyudi
Wardin

Abstract

The stock price's information transfer between the stock exchanges which trading in dual listing stocks will present information for the investors to evaluate the issuers' prospect, because the information is a signal for the investors to make decision. When there is no obstacles against the information distribution, the stock price's information transfer will work appropriately so that the information dissemination runs quickly. The distribution information here means that every investor receives the same information set. In fact, however, there were investors receiving information other than the others', so that the asymmetrical information generated, it was only some investors obtaining the suitable information. Consequently, the investors receiving this information could enjoy the abnormal returns.

This research utilized the listing stocks at the emerging and developed stock exchanges, because at present the investors tended to move their investment strategy through the under-developed countries. In this research, the emerging stock exchange was Jakarta Stock Exchange while the developed stock exchange was New York Stock Exchange.

This research intended to understand the movement direction of the stock price's information transfer and to detect the movement response of the stock price's information transfer from New York Stock Exchange to Jakarta Stock Exchange and/or on the contrary from Jakarta Stock Exchange to New York Stock Exchange.

In reach of this study, census was applied as the research method because all population members became the research objects. The relevant population comprised all issuers performing the listing at New York Stock Exchange and Jakarta Stock Exchange. The secondary data involving daily data of the stock price, exchange rates, Jakarta Composite Index, and Dow Jones Industrial Index stemmed from Bisnis Indonesia Daily News during 1999 was used within this research. The analysis tool used in this study was ordinary linear regression to know the movement direction and response of stock price's information transfer.

Based on this research it was found that the stock price's information transfer running to two directions, from New York Stock Exchange to Jakarta Stock Exchange even so from Jakarta Stock Exchange to New York Stock Exchange and the stronger impact moved from Jakarta Stock Exchange to New York Stock Exchange.

Key words : Stock price's information transfer, JSE, NSE. Ordinary Linear regression

Latar Belakang

Informasi sangat dibutuhkan oleh para pemodal dalam mengambil keputusan investasi, apakah akan membeli, menjual atau menunda. Informasi adalah sinyal bagi pemodal dalam menilai prospek perusahaan yang bersangkutan. Beaver (1986) menyatakan bahwa tersedianya informasi yang benar dapat dipercaya, lengkap dan tepat waktu akan memungkinkan pemodal untuk melakukan pengambilan keputusan investasi secara rasional, sehingga yang diperoleh sesuai dengan harapan yang diinginkan oleh para pemodal. Informasi akan mempengaruhi harga saham di suatu bursa dan harga saham di bursa lain bila saham tersebut *dual listing*. Foster dan Viswanathan (1993) mengatakan, bahwa saham yang listing lebih pada satu bursa, harga saham di bursa satu akan setara dengan bursa lainnya. Pendapat tersebut diperkuat pula oleh Bae, et. al., (1999) yang menyatakan bahwa saham yang *listing* lebih pada satu bursa, harga sahamnya akan bergerak dalam koordinasi harga pada bursa yang lain. Dalam kondisi seperti ini transfer informasi harga akan terjadi. Transfer informasi harga terjadi karena pemodal membutuhkan informasi harga dari bursa lain, yang memperdagangkan saham yang sama. Seperti harga penutupan saham TLKM di bursa NYSE akan menjadi informasi bagi pemodal Indonesia memperkirakan saham TLKM di JSX, yang tentunya pemodal juga memperhatikan harga penutupan TLKM di JSX.

Dipilihnya transfer informasi harga dalam penelitian ini, karena penelitian-penelitian terdahulu tentang listing internasional cenderung memfokuskan

pada motif-motif untuk *listing* di luar negeri (Saudagaran, 1988 ; dan Biddle dan Saudagaran, 1989) atau pergerakan harga saham pada saat hari pertama perdagangan perusahaan di bursa asing (Howe dan Kelm, 1987; Alexander, 1988; dan Lee, 1991), atau hubungan *spread* jual beli dan hubungan *return volatility* saham *dual listing* (Shum, 1994; Cheung dan Shum, 1995; dan Cheung et. al., 1995), yang secara relatif sedikit disinggung adalah transfer informasi harga antar bursa internasional dan domestik melalui saham yang *listing* secara internasional. Penelitian transfer informasi harga saham ini pernah dilakukan oleh Lau dan Diltz (1994) dan Bae, et. al., (1999) dengan menggunakan saham yang listing di Tokyo dan New York, dan Hong Kong dan London.

Pada penelitian ini digunakan saham yang listing pada bursa *emerging* dan *developed* sebab berdasarkan penelitian yang dilakukan Errunza (1994), sekarang ini pemodal cenderung mengalihkan strategi investasi mereka ke bursa *emerging* melalui negara berkembang, karena diversifikasi di bursa *emerging* lebih menguntungkan di dalam meningkatkan return dan mengurangi resiko.

Menurut International Finance Corporation (IFC) (sebagaimana disebutkan oleh Eduardus Tandililin, 1997) Jakarta Stock Exchange adalah bursa *emerging* (*emerging stock market*) sedangkan New York Stock Exchange adalah bursa *developed* (*developed stock market*) yang merupakan bursa terbesar, likuid dan terpadang di dunia.

Perumusan Masalah

Dari latar belakang masalah tersebut yang menjadi pokok masalah dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah transfer informasi harga saham berjalan satu arah (dari *developed market* ke *emerging market*) atau dalam dua arah ?
2. Bagaimana respon pergerakan transfer harga saham dari suatu bursa ke bursa yang lain ?

Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai arah pergerakan transfer informasi harga saham dan mendeteksi respon pergerakan transfer harga saham dari NYSE ke JSX dan atau dari JSX ke NYSE.

Selain itu hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan tambahan pada kajian mengenai transfer informasi harga pada saham-saham dual *listing* dan pertimbangan bagi pemodal yang ingin melakukan investasi pada saham-saham *dual listing* di bursa internasional.

Landasan Teori

Berbicara mengenai transfer informasi harga saham tidak lepas dari efisiensi pasar. Transfer informasi harga saham akan berjalan lancar apabila tidak ada hambatan dalam pendistribusian informasi sehingga penyebaran informasi cepat. Distribusi informasi di sini adalah jika setiap orang mendapatkan set informasi yang sama (Beaver, 1989), atau dengan kata lain distribusi harga terjadi bila harga saham terjadi setelah informasi diterima oleh pelaku pasar yang sama dengan harga yang akan terjadi jika setiap orang mendapatkan set informasi tersebut. Tetapi pada kenyataannya, ada orang yang tidak mendapatkan informasi yang sama dengan orang lain, sehingga

timbul informasi yang tidak simetris atau asimetrik (*information asymmetric*) yaitu informasi privat yang hanya dimiliki oleh pemodal-pemodal yang mendapat informasi saja (*informed investors*). Padahal transfer informasi pada pasar efisien bila penyebaran informasi dilakukan secara cepat sehingga informasi menjadi simetrik, yaitu setiap orang memiliki informasi ini.

Menurut Jones (1996) suatu pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut. Berdasarkan efisiensi pasar Jones maka transfer informasi harga antar bursa dilakukan sangat cepat bila waktu penyesuaian harga ekuilibrium yang baru dilakukan dengan sangat cepat, sangat cepat di sini bukan seketika tetapi terjadi dengan cepat (*quickly*) setelah informasi disebarkan untuk menjadi tersedia bagi semua orang. Seberapa cepat waktu yang dibutuhkan untuk dapat menyerap semua informasi tergantung dari jenis informasinya. Jika pemodal hanya membutuhkan waktu yang sangat cepat untuk mengevaluasi informasi tersebut, kemungkinan waktu yang dibutuhkan hanya beberapa hari saja atau mungkin bahkan hanya dalam waktu beberapa menit saja. Jenis informasi ini misalnya adalah pengumuman laba oleh perusahaan emiten. Laba yang meningkat dianggap sebagai kabar yang baik dan laba yang menurun dianggap sebagai kabar yang buruk. Pemodal akan bereaksi dengan cepat setelah menerima pengumuman laba ini, karena mengevaluasinya sebagai kabar baik atau buruk hanya dibutuhkan waktu yang cepat. Informasi yang mungkin cukup lama untuk dievaluasi oleh pemodal adalah informasi

mengenai merger atau akuisisi, untuk menentukan informasi ini sebagai kabar baik atau buruk, pemodal mungkin masih membutuhkan informasi yang lainnya dan membutuhkan waktu lama untuk mengevaluasinya. Akibatnya reaksi pasar untuk informasi sejenis ini terjadi dalam periode waktu yang cukup panjang.

Sebaliknya bila waktu penyesuaian harga cukup lama, maka transfer informasi antar bursa akan berjalan lambat, dan hal ini menunjukkan indikasi adanya distribusi informasi yang belum simetris, yaitu hanya beberapa pemodal saja yang mendapatkan informasi bersangkutan.

Perumusan Hipotesis

Penelitian-penelitian yang membahas transfer informasi harga saham *dual listing* semacam ini sangat sedikit jumlahnya dalam literatur. Chan, et. al. (1992) dan Cheung dan Mak (1992) yang meneliti mengenai saham *dual listing* menemukan bahwa *developed market* mempunyai pengaruh yang kuat pada *emerging market*, dimana mereka menemukan derajat signifikansi dari saling ketergantungan antar bursa nasional dan atau menunjukkan bahwa bursa US mempunyai pengaruh paling kuat pada seluruh kinerja bursa-bursa lain.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya maka dalam penelitian ini akan diuji hipotesis nol sebagai berikut ini :

- H1: Transfer informasi harga saham berjalan satu arah yaitu dari *developed market* ke *emerging market*.
- H2: Respon pergerakan harga saham dari NYSE ditransferkan ke JSX adalah cepat. Ukuran cepat pada penelitian ini

dilihat dari sensitivitas koefisien *slope* yang signifikan pada level 5%.

Definisi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut ini:

1. Transfer informasi harga saham adalah pemindahan informasi harga dengan memanfaatkan perbedaan waktu antara kedua bursa, yaitu Jakarta Stock Exchange dan New York Stock Exchange, yang memperdagangkan saham yang sama. Pada penelitian ini transfer informasi harga ditunjukkan dengan respon dari Jakarta Stock Exchange ke New York Stock Exchange atau New York Stock Exchange ke Jakarta Stock Exchange. Respon adalah tanggapan yang diberikan oleh Jakarta Stock Exchange atau New York Stock Exchange dalam menerima informasi harga saham dari New York Stock Exchange atau Jakarta Stock Exchange. Respon dalam penelitian ini ditunjukkan oleh persamaan (1') dan (3').
2. Hambatan adalah kendala-kendala yang dihadapi oleh Jakarta Stock Exchange atau New York Stock Exchange dalam menerima informasi harga dari New York Stock Exchange atau Jakarta Stock Exchange. Ada tidaknya hambatan dalam penelitian ini ditunjukkan pada persamaan (2) dan (4).

Metodologi Penelitian

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu harga saham harian emiten yang melakukan

listing di JSX dan NYSE, daftar kurs resmi JSX, data Indeks Harga Saham Gabungan dan data Indeks Dow Jones, yang diperoleh dari harian Bisnis Indonesia dari tanggal 4 Januari 1999 hingga 31 Desember 1999. Untuk memperoleh informasi yang akurat maka dipilihlah periode 1999, yang merupakan data terbaru sehingga standar kualitas minimum data dapat dipenuhi

Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah

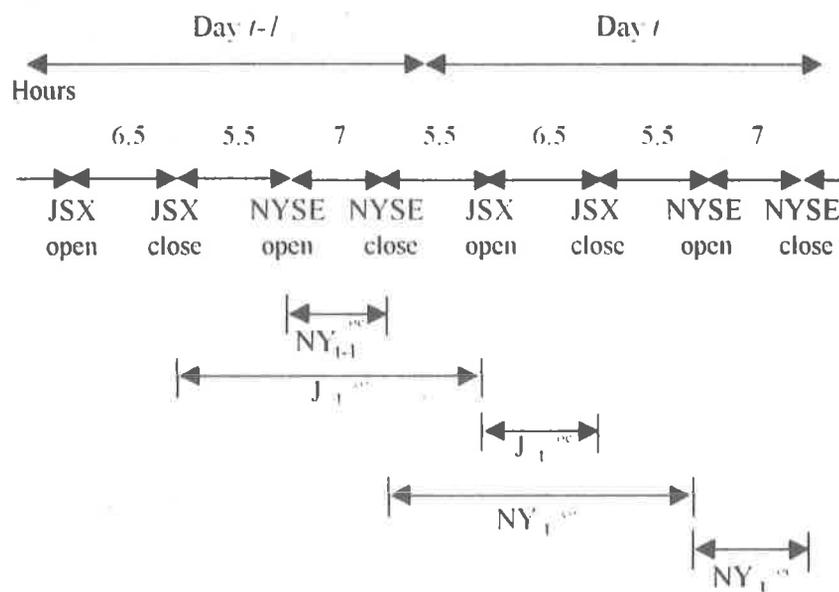
semua emiten yang melakukan listing baik di Jakarta Stock Exchange dan New York Stock Exchange, terhitung mulai 4 Januari 1999 sampai dengan 31 Desember 1999, yaitu PT. Indonesian Satellite Corporation Tbk. dan PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk.

Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis kuantitatif.

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini seperti yang digunakan oleh Becker (1990), Lau dan Diltz (1994) dan Bae,

Gambar 1.
Urutan Kronologis Peristiwa di NYSE dan JSX



Keterangan :

- NY_{t-1}^{oc} NYSE intraday return pada day $t-1$
- J_t^{oc} JSX return untuk akhir periode overnight pada day t
- J_t^{oc} JSX intraday return pada day t
- NY_t^{oc} NYSE return untuk akhir periode overnight pada day t
- NY_t^{oc} NYSE intraday return pada day t

et. al.,(1999), dimana harga pembukaan dan penutupan pada *day-t* menjadi *open-t* dan *close-t* kemudian *intraday return*, *oc*, dan *overnight return*, *co*, masing-masing dihitung dengan log ($\frac{close\ t}{open\ t}$) dan log ($\frac{open\ t}{close\ t-1}$).

Secara spesifik *overnight return* dan *intraday return* untuk JSX dan NYSE didefinisikan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Jt\ co &= JSX\ return\ untuk\ akhir\ periode\ overnight\ pada\ day\ t, \\ Jt\ oc &= JSX\ intraday\ return\ pada\ day\ t, \\ NYt\ co &= NYSE\ return\ untuk\ akhir\ periode\ overnight\ pada\ day\ t, \\ NYt\ oc &= NYSE\ intraday\ return\ pada\ day\ t \end{aligned}$$

Urutan kronologis dari keempat return tersebut digambarkan pada gambar 1.

Jam perdagangan Jakarta Stock Exchange adalah dari pukul 09.30 WIB - 16.00 WIB. Perdagangan di New York Stock Exchange dalam waktu Indonesia dimulai pukul 21.30 WIB sampai dengan pukul 04.30 WIB.

Keempat perbandingan tersebut dipertimbangkan dalam penelitian transfer informasi harga antara JSX dan NYSE. Untuk arah dari NYSE ke JSX dipertimbangkan dua akibat sebagai berikut:

- akibat perubahan *NYSE intraday return*, $NYt-1\ oc$, pada hari berikutnya *JSX overnight return*, $JSX\ t\ co$, dan
- akibat perubahan *NYSE intraday return*, $NYt-1\ oc$, pada hari berikutnya *JSX intraday return*, $JSX\ t\ oc$.

Hubungan regresinya adalah sebagai berikut:

$$Jt\ co = a1 + b1\ NYt-1\ oc + e1\ t, \quad (1)$$

$$Jt\ oc = a2 + b2\ NYt-1\ oc + e2\ t, \quad (2)$$

dimana $e_i\ t, i=1,2$, menerangkan kesalahan acak dengan properti normal biasa. Jika *JSX return* merespon dengan cepat perubahan-perubahan pada *intraday return* di NYSE sebelumnya, estimasi $b1$ pada (1) akan positif dan signifikan secara statistik. Begitu pula, jika transfer informasi harga dari NYSE ke JSX ada hambatan, perkiraan $b2$ pada (2) akan positif dan signifikan secara statistik.

Untuk arah dari JSX ke NYSE dipertimbangkan 2 akibat sebagai berikut :

- akibat perubahan *JSX intraday return*, $Jt\ oc$, pada hari yang sama *NYSE overnight return*, $NYt\ co$, dan
- akibat perubahan *JSX intraday return*, $Jt\ oc$, pada hari yang sama *NYSE intraday return*, $NYt\ oc$.

Hubungan regresinya sebagai berikut:

$$NYt\ co = a3 + b3\ Jt\ oc + e_{3t}, \quad (3)$$

$$NYt\ oc = a4 + b4\ Jt\ oc + e_{4t}, \quad (4)$$

dimana :

$NYt\ co$ dan $NYt\ oc$ = variabel dependen
 $Jt\ oc$ = variabel independen

Seperti yang diindikasikan gambar 1, ada waktu perdagangan yang terjadi pada waktu yang sama yaitu 1) *NYSE intraday return* dan *JSX overnight return* (persamaan (1)), dan 2) *JSX intraday return* dan *NYSE overnight return* (persamaan (3)). Untuk menghindari masalah persamaan waktu

yang potensial pada persamaan (1) dan (3), digunakan empat tahap metode variabel instrumen yang telah digunakan oleh Koch dan Koch (1991), Lau dan Diltz (1994) dan Bae, et. al., (1999).

Pertama, untuk masing-masing perusahaan individu, regresi market model dijalankan untuk dua intraday return : NYt oc dan Jt oc ,

$$NYt oc = a_5 + b_5 DJI t oc + e_{5t} \quad (5)$$

$$Jt oc = a_6 + b_6 IHSG t oc + e_{6t} \quad (6)$$

dimana DJIt oc adalah *day t intraday return* pada Dow Jones Industrial Average di New York, dan IHSGt oc adalah *day t intraday return* pada Index Harga Saham Gabungan di Jakarta. Digunakannya *market index* (indeks pasar) pada masing-masing bursa guna mewakili keadaan bursa yang bersangkutan. Hasil estimasi *market model* tersebut disajikan pada Tabel 1.

Kedua, menggunakan perkiraan pa-

rameter dari a i dan b i (i = 5, 6), kemudian diperoleh ' perkiraan ' (persamaan) *intraday return* :

$$NY_{t-1}^{oc} = \hat{a}_5 + b_5 DJI_{t-1}^{oc} \quad (5')$$

$$J_{t-1}^{oc} = \hat{a}_6 + b_6 IHSG_{t-1}^{oc} \quad (6')$$

Ketiga, persamaan (5') dan (6') disubstitusikan ke persamaan (1) dan (3)

$$Jt co = a_1 + b_1 NY_{t-1}^{oc} + e_{7t} \quad (1')$$

$$NYt co = a_3 + b_3 Jt oc + e_{8t} \quad (3')$$

dimana :

Jt co dan NYt co = variabel dependen
NYt-1 co dan Jt oc = variabel independen

Terakhir, parameter dari persamaan (1'), (2'), (3') dan (4) diestimasi dengan menggunakan metode regresi linear.

Hasil Analisis Data

Tabel 2 menampilkan hasil dari persamaan (1') dan (3'), yaitu mengenai

Tabel 1
Hasil Market Model untuk NYSE dan JSX

Saham	$NY_t^{oc} = a_5 + b_5 DJI_t^{oc} + e_{5t}$		$J_t^{oc} = a_6 + b_6 IHSG_t^{oc} + e_{6t}$	
	a_5	b_5	a_6	b_6
TLKM	0.0005763 (0.001)	0.007103** (0.003)	0.0005248 (0.001)	0.003764** (.003)
ISAT	0.0009611 (0.001)	0.006219** (0.013)	0.0006075 (0.001)	0.002428* (0.003)

Sumber : Bisnis Indonesia 1999, diolah

** Signifikansi pada level 5%

* Signifikansi pada level 10%

respon akibat perubahan *intraday return* ISAT dan TLKM pada suatu bursa dengan overnight return mereka pada bursa yang lain. Berdasarkan hasil penelitian pada persamaan (1') diperoleh hubungan variabel NYt-1oc dengan Jtco adalah positif yang ditunjukkan dengan koefisien *slope* saham TLKM dan ISAT yang positif, dan setelah dilakukan uji *t* diketahui bahwa secara parsial variabel NYt-1oc berpengaruh penting (signifikan) pada level 5% untuk saham ISAT dan 10% untuk saham TLKM. Dengan demikian hasil ini menunjukkan bahwa *JSX overnight return* merespon perubahan di *NYSE intraday return* pada pembukaan hari perdagangan berikutnya.

Hasil penelitian untuk persamaan (3') menunjukkan konstanta negatif, yang disebabkan oleh variabel lain yang mempunyai pengaruh sangat besar terhadap *return* saham dari *JSX* ke *NYSE*. Variabel lain tersebut adalah peristiwa politik yang tidak dapat dipisahkan begitu saja dari aktivitas bursa. Menurut Marwan Asri dan Arifin (1998) peristiwa politik

berkaitan erat dengan stabilitas perekonomian suatu negara. Kondisi politik yang stabil akan mengakibatkan kecilnya *country risk* suatu negara. Stabilitasnya kondisi politik mempunyai implikasi rendahnya resiko yang mungkin ditimbulkan oleh peristiwa politik. Keadaan ini tentunya menjadi pertimbangan investor untuk melakukan investasi. Peristiwa politik yang cenderung mengganggu stabilitas suatu pemerintahan seperti: kudeta, pergantian rezim, pemilihan presiden dan lain-lain yang cenderung direspon negatif oleh pelaku pasar, dan kondisi politis di Indonesia tahun 1999 cenderung mengganggu kestabilan perekonomian Indonesia, sehingga kinerja ekonomi negara Indonesia menurun.

Pada persamaan (3') terlihat hubungan variabel Jtco dan NYtco adalah positif dan signifikan pada level 5%, dengan demikian hasil ini menunjukkan bahwa *NYSE overnight return* merespon dengan cepat perubahan di *JSX intraday return*, bahkan tingkat signifikansi akibat perubahan *JSX intraday return* ke *NYSE over-*

Tabel 2
Respon akibat Perubahan Intraday Return pada Suatu Bursa dengan Overnight Return Pada Bursa Lain

Saham	$J_t^{oc} = a_1 + b_1 NY_{t-1}^{oc} + e_{7t}$ (1')		$NY_t^{oc} = a_3 + b_3 J_t^{oc} + e_{8t}$ (3')	
	a_1	b_1	a_3	b_3
TLKM	0.001078 (0.001)	0.699* (0.401)	-0.0002990 (0.001)	1.289** (.003)
ISAT	0.002711 (0.002)	2.092** (0.692)	-0.0001611 (0.002)	1.628** (0.351)

Sumber : Bisnis Indonesia 1999 diolah

** Signifikansi pada level 5%

* Signifikansi pada level 10%

night return lebih kuat, jika dibandingkan akibat perubahan *NYSE intraday return* ke *JSX overnight return*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Neumark, Tinsley dan Tonsini (1991) mengenai saham *dual listing* di bursa domestik dan asing, yang menyebutkan bahwa reaksi bursa asing terhadap perubahan harga domestik lebih cepat daripada reaksi bursa domestik terhadap perubahan bursa asing. Begitu pula penemuan Chowdhry dan Nanda (1991) yang menyatakan bahwa perubahan harga saham di bursa domestik mempunyai pengaruh yang kuat pada harga di bursa asing.

Hasil penelitian ini berbeda dengan peneliti-peneliti terdahulu tentang hubungan bursa internasional, sebagian besar para peneliti menggunakan indeks return (Chan, et. al., 1992; dan Cheung dan Mak, 1992), menyatakan bahwa developed market (lebih-lebih bursa US) secara dominan memimpin bursa-bursa negara lain. Hubungan transfer bilateral pada penelitian ini menggunakan return saham *dual listing*, menyatakan bahwa return saham pada emerging market dapat mempengaruhi return penyesuaian di developed market. Hal ini dapat terjadi karena PT. Indonesian Satellite Corporation, Tbk. (INDOSAT) dan PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk. (TLKM) berada di Indonesia, dan situasi politik dan keamanan di Indonesia pada tahun 1999 sedang memanas seperti kerusuhan di berbagai daerah, pemilihan presiden dan wakil presiden. sehingga bila ada informasi mengenai kedua perusahaan tersebut pemodal akan meresponnya. Jones (1996) menyatakan informasi akan merubah keyakinan para pemodal yang dapat dilihat dari respon pasar. Respon pasar dapat

dilihat dari reaksi volume perdagangan saham, reaksi harga saham, dan reaksi tingkat keuntungan (*return*) saham. Selain itu isi informasi mempunyai pengaruh yang besar pada harga saham, menurut Beaver (1986) isi informasi dapat merubah harapan pemodal tentang suatu perusahaan, yang akan dicerminkan dalam harga saham dan volume perdagangan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penemuan Lau dan Diltz (1994) bahwa transfer informasi harga berjalan dua arah antara New York dan Tokyo. Begitu pula dengan penemuan Bae, et. al., (1999) yang menyatakan transfer informasi harga berjalan dua arah antara Hong Kong dan London.

Tabel 3 menyajikan hasil regresi untuk persamaan (2) dan (4), mengenai hambatan akibat perubahan-perubahan *intraday return* ISAT dan TLKM dalam satu bursa pada *intraday return* dalam bursa yang lain. Dampak *NYSE intraday return* terhadap *JSX intraday return* adalah positif dan signifikan pada level 5% dan 10%. Hasil ini menunjukkan bahwa terjadi hambatan transfer informasi harga dari NYSE ke JSX, yang mana sebagian transfer informasi harga tidak dilengkapi pada waktu perdagangan hari tersebut di JSX dan banyak informasi yang tetap diproses selama jam-jam perdagangan tersebut.

Hasil persamaan (4) yaitu hambatan dari perubahan *NYSE intraday return* pada hari yang sama dengan *JSX intraday return* menunjukkan bahwa koefisien *slope* saham TLKM dan ISAT positif dan signifikan pada level 5% dan 10%. Hasil ini menunjukkan bahwa terjadi hambatan transfer informasi dari JSX ke NYSE bahkan setelah jam perdagangan di JSX telah berakhir.

Tabel 3
Hambatan Akibat Perubahan Intraday Return pada Suatu Bursa
Terhadap Intraday Return di Bursa Lain

Saham	$J_t^{inc} = a_2 + b_2 NY_{t-1}^{inc} + e_{2t}$ (2')		$NY_t^{inc} = a_4 + b_4 J_t^{inc} + e_{4t}$ (4')	
	a_2	b_2	a_4	b_4
TLKM	0.0006636 (0.001)	0.02440* (0.012)	0.0006351 (0.001)	0.09068** (0.034)
ISAT	0.006502 (0.001)	0.04915** (0.692)	0.0009700 (0.001)	0.02566* (0.014)

Sumber : Bisnis Indonesia 1999, diolah

** Signifikansi pada level 5%.

* Signifikansi pada level 10%.

Terjadinya hambatan transfer informasi harga dari JSX ke NYSE begitu pula dari NYSE ke JSX disebabkan oleh 1) kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*), dimana kualitas informasi berkaitan erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tersebut (*information of content*), 2) distribusi informasi kepada pemodal yang kurang lancar, dimana distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan (*accessibility*) informasi dan biaya yang murah untuk memperoleh informasi tersebut, 3) harga pembukaan dalam perhitungan *intraday return* yang lemah. Harga pembukaan yang lemah adalah sangat mungkin bila akibat dari kebocoran informasi yang menghambat diperoleh melalui informasi yang telah disatukan dengan harga perdagangan berikutnya, mengikuti pembukaannya. Untuk meminimalkan akibat dari harga yang lemah, dapat dilakukan dengan mencegah harga perdagangan yang ada (berlaku) setelah pembukaan resmi sebagai

harga pembukaan di dalam memperhitungkan *intraday return*.

Implikasi Hasil Penelitian

Pemodal hendaknya memperhatikan informasi-informasi yang mempengaruhi harga saham *dual listing* dan memantau pergerakan harga di bursa sebelum mengambil keputusan untuk melakukan investasi pada saham *dual listing*. Informasi-informasi yang mempengaruhi harga saham adalah informasi lingkungan ekonomi (makro dan mikro) dan non ekonomi.

Setelah pemodal menganalisis situasi saat ini dengan memantau pergerakan harga saham *dual listing* di bursa baik fluktuasi harian, mingguan, maupun bulanan; hendaknya pemodal melakukan prosedur perhitungan memilih saham *dual listing* dan menentukan saham *dual listing* optimal; kemudian merencanakan investasi pada saham *dual listing* optimal; dan terakhir mengimplikasikan strategi investasi pada

saham *dual listing* optimal dengan strategi tahan, jual dan beli.

Kesimpulan

1. *Jakarta Stock Exchange overnight return* merespon secara signifikan perubahan-perubahan di *New York Stock Exchange intraday return*, tetapi proses transfer tidak selengkap pada pembukaan di Jakarta Stock Exchange.
2. *New York Stock Exchange overnight return* merespon secara signifikan perubahan-perubahan di *Jakarta Stock Exchange intraday return*, tetapi proses transfer juga tidak selengkap pada pembukaan di New York Stock Exchange.
3. Dampak lebih kuat bergerak dari Jakarta Stock Exchange ke New York Stock Exchange, yang berarti *return* saham *emerging market* dapat mempengaruhi *return* penyesuaian di *developed market*.

Hasil penelitian mengenai akibat perubahan *intraday return* pada suatu bursa terhadap *intraday return* di bursa lain tidak sesuai dengan harapan pemodal di pasar efisien, yang disebabkan adanya hambatan transfer informasi harga. Terjadinya

hambatan transfer informasi harga antara JSX dan NYSE, begitu pula sebaliknya disebabkan oleh 1) kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*), 2) distribusi informasi kepada pemodal yang kurang lancar dan 3) harga pembukaan dalam perhitungan *intraday return* yang lemah.

Saran

1. Untuk penelitian lebih lanjut disarankan menggunakan data dengan jangka waktu yang lebih panjang sehingga keakuratan pengujian dapat ditingkatkan, dan sebaiknya tidak menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS) tetapi *Autoregression Moving Average/ARIMA model*.
2. Saham-saham *dual listing* yang belum diteliti dapat diteliti agar diperoleh gambaran transfer informasi harga saham secara menyeluruh.
3. Bagi pemodal yang akan menanamkan dananya pada emiten yang melakukan *dual listing* hendaknya memperhatikan informasi yang tersedia, seperti informasi ekonomi umum suatu negara dimana saham tersebut *listing*. ■

DAFTAR PUSTAKA

- Alexander, G.J., C.S. Eun dan S. Janakiraman. 1988. *International Listings and Stock Returns: Some Empirical Evidence*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 23. No. 2. h. 839-55.
- Bae, K.H., Cha, B. dan Cheung, Y.L. 1999. *The Transmission of Pricing Information of Dually-Listed Stock*. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 26. No. 5. h. 709-21.
- Beaver, W.H. 1986. *The Information Content of Annual Earning Announcement*. *Journal of Accounting Research*. Spring. h. 40-56.
- , 1989. *Financial Reporting An Accounting Revolution*. Prentice-Hall International. New Jersey.

*Transfer Informasi harga saham-saham yang listing di
Jakarta Stock Exchange dan New York Stock Exchange*

- Becker, K., J. Finnerty dan M. Gupta. 1990. *The Intertemporal Relation Between the U.S. and Japanese Stock Markets*. *Journal of Finance*. Vol. 45. No.4. h. 1297-306.
- Biddle, G. dan S. Saudagaran. 1989. *The Effects of Financial Disclosure Levels on Firms Choices Among Alternative Foreign Stock Exchange Listings*. *Journal of International Financial Management and Accounting*. Vol. 1. No. 1. h. 55-87.
- Chan, K.C., B.E. Cup dan M.S. Pan. 1992. *An Empirical Analysis of Stock Prices in Major Asian Markets and the United States*. *The Financial Review*. Vol. 27. h. 289-307.
- Cheung, Y.L. dan C.K. Shum. 1995. *International Stock Exchange Listing and the Reduction of Political Risk*. *Managerial and Decision Economics*. Vol. 16. h.537-46.
- dan S.C. Mak. 1992. *The International Transmission of Stock Market Fluctuation Between the Developed Markets and the Asian-Pacific Markets*. *Applied Financial Economics*. Vol. 2. h. 43-7.
- Chowdhry, B. dan V. Nanda. 1991. *Multimarket Trading and Market Liquidity*. *Review of Financial Studies*. Vol. 4. h. 483-512.
- Eduardus Tandelilin. 1999. *Gain from International Diversification and Domestic Portfolio in Emerging Markets: Philippine and Indonesian Perspectives*. *Gadjah Mada International Journal of Business*. Vol. 1. h. 63-84.
- Errunza, V.R. 1998. *Emerging Capital Market: Some New Concepts*. *The Journal of Portfolio Management*. Spring. h. 82-87.
- Foster, F. dan S. Viswanathan. 1993. *Variations in Trading Volume, Return Volatility and Trading Costs: Evidence on Recent Price Formation Models*. *The Journal of Finance*. Vol. 45. h. 187-211.
- Howe, J. dan K. Kelm. 1987. *The Stock Price Impact of Overseas Listings*. *Financial Management*. Vol. 16. h. 51-56.
- Jones, Charles P. 1996. *Investments Analysis and Management*. Fifth Edition. John Wiley & Sons Inc., New York. h. 269-272.
- Koch, P.D. dan T.W. Koch. 1991. *Evolution in Dynamic Linkages Across Daily National Stock Indexes*. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 10. h. 231-51.
- Lau, S.T. dan J.D. Diltz. 1994. *Stock Returns and the Transfer of Information Between the New York and Tokyo Stock Exchange*. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 13. No. 2. h. 211-22.
- Lee, I. 1991. *The Impact of Overseas Listing on Shareholder Wealth: The Case of the London and Toronto Stock Exchange*. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 18. No. 4. h. 583-92.
- Marwan Asri dan Arief Setiawan. 1997. *Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event study pada Peristiwa 27 Juli 1996)*. KELOLA Universitas Gadjah Mada. Vol.7. No. 18. MMUGM. Yogyakarta.
- Neumark, D., P.A. Tinsley dan S.S. Tonsini. 1991. *After-hours Stock Prices and Post-crash Hangovers*. *Journal of Finance*. Vol. 46. h. 159-78.
- Saudagaran, S.M. 1988. *An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchange*. *Journal of International Business Studies*. Vol. 19. h. 101-27.