

Pengujian Kandungan Informasi pada Peristiwa dimasukkannya Saham dalam Daftar Indeks LQ45

Rita Kusumawati

e-mail : ritakusumawati@gmail.com

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine information content of stock inclusion in LQ45 index list. It is seen from whether there is abnormal return or not that can be obtained around the announcement date. It is also seen the increase and the decrease of stock liquidity and asymmetric information around the announcement date. The research samples were selected using purposive sampling method from all stocks registered in Jakarta Stock Exchange (JSE) during July 1997-July 2001 period. The sample stocks contained of 79 newly included stocks in LQ45 list during July 1997-July 2001 period. We find that market reacted positively toward the newly included stocks in LQ45 index list indicated by the existence of: 1) Significant positive abnormal return around announcement date; 2) Trade volume increasing(it meant that there was stock liquidity rate increasing); and 3) Bid ask spread decreasing after the announcement.

Key Words : *LQ45 Index, Information Content, Stock Liquidity, Asymmetric Information*

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji kandungan informasi dari inklusi saham di daftar LQ45. Hal ini dilihat dari apakah ada abnormal return atau tidak yang bisa didapatkan di sekitar tanggal pengumuman. Hal ini juga terlihat peningkatan dan penurunan likuiditas saham dan informasi asimetris sekitar tanggal pengumuman. Sampel penelitian dipilih dengan menggunakan metode purposive sampling dari seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama Juli 1997-Juli periode 2001. Sampel saham yang terkandung dari 79 saham yang baru masuk dalam daftar LQ45 selama Juli 1997-Juli periode 2001. Kami menemukan

bahwa pasar bereaksi positif terhadap saham-saham yang baru masuk dalam daftar indeks LQ45 ditunjukkan dengan adanya: 1) signifikan abnormal return positif di sekitar tanggal pengumuman; 2) Volume perdagangan meningkat (itu berarti bahwa ada tingkat likuiditas saham meningkat); dan 3) Bid ask spread menurun setelah pengumuman.

Kata Kunci: Indeks LQ45, Isi Informasi, Likuiditas Saham, Informasi Asimetris

PENDAHULUAN

Peristiwa dimasukkannya suatu saham dalam perhitungan indeks banyak menarik perhatian beberapa peneliti. Diantaranya adalah penelitian terhadap S&P 500 Indeks, dilakukan oleh Shleifer (1986), Harris & Gurel (1986), Jain (1987), Pruitt & Wei (1989), Dhillon & Johnson (1991) serta Erwin & Miller (1998); dan penelitian terhadap Indeks LQ45 oleh Srirahmawati (2001). Para peneliti tersebut berhasil menunjukkan adanya reaksi pasar terhadap pengumuman ditambahkannya suatu saham dalam perhitungan indeks walaupun argumen yang diajukan berkaitan dengan penyebab terjadinya reaksi tersebut berbeda.

Shleifer (1986) berpendapat bahwa reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya peningkatan harga pada saham-saham yang diumumkan masuk dalam daftar S&P 500 indeks lebih dipacu oleh *imperfect substitutes hypothesis* dimana dua saham yang identik jika salah satunya dimasukkan dalam indeks tersebut maka tidak lagi bersubstitusi secara sempurna karena permintaan yang lebih besar pada saham yang dimasukkan dalam indeks. Shleifer juga mengemukakan beberapa alternatif kemungkinan penyebab reaksi pasar di seputar peristiwa dimasukkannya saham dalam indeks yaitu: Pertama, berlakunya *information hypothesis* yaitu pengumuman *S&P 500 Index addition* tersebut memiliki kandungan informasi karena dianggap sebagai jaminan atas kualitas perusahaan. Kedua, kenaikan harga yang terjadi disebabkan adanya *price pressure hypothesis*. Ketiga, adanya segmentasi pasar. Keempat, adanya *liquidity hypothesis*, dimana pengumuman *S&P 500 Index addition* akan diikuti oleh penyelidikan yang lebih mendalam terhadap saham-saham yang dimasukkan dalam indeks oleh pelaku pasar.

Harris & Gurel (1986) yang mengamati saham-saham yang masuk dalam perhitungan S & P 500 menyatakan bahwa peningkatan harga yang terjadi setelah pengumuman disebabkan oleh adanya permintaan yang meningkat atas

saham yang dimasukkan dalam indeks. Kenaikan harga bersifat temporer, harga akan kembali normal dalam beberapa hari kemudian. Menurut mereka kenaikan harga yang temporer ini disebabkan oleh adanya *price pressure hypothesis*.

Sementara itu, Dhillon & Johnson (1991), Erwin dan Miller (1998) dan Srirahmawati (2001) berpendapat bahwa reaksi pasar yang terjadi disepuluh tanggal pengumuman dimasukkannya saham dalam indeks disebabkan oleh berlakunya *information hypothesis* dimana saham-saham yang masuk dalam daftar perhitungan indeks akan mendapatkan penelitian yang lebih mendalam oleh analis dan investor, dan peningkatan volume membuat saham-saham tersebut semakin likuid sehingga kondisi tersebut membuat harga saham meningkat dan *bid/ask spread* menurun. Penurunan *bid/ask spread* pada saham-saham yang dimasukkan dalam perhitungan indeks menurut mereka disebabkan oleh adanya penurunan *asymmetric information*.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji kembali apakah pengumuman ditambahkan suatu saham dalam daftar indeks LQ45 memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi pasar. Ada tidaknya pengaruh ini akan dilihat dari perubahan harga di seputar tanggal pengumuman. Pengujian tersebut dilakukan dengan menggunakan metodologi *event study*.

Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar terhadap pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham yang bersangkutan. Perubahan harga akan ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman.

Penelitian ini juga ingin menguji apakah pengumuman ditambahkan suatu saham dalam daftar perhitungan indeks LQ45 berpengaruh terhadap likuiditas saham-saham yang masuk dalam daftar perhitungan indeks LQ45. Likuiditas saham diukur dengan aktivitas volume perdagangan saham. Disamping itu juga akan diamati apakah perubahan-perubahan yang terjadi disekitar tanggal pengumuman ditambahkan suatu saham dalam perhitungan Indeks LQ45 disebabkan oleh penurunan *asymmetric information*.

KAJIAN TEORI DAN HIPOTESIS

Indeks LQ45

Indeks LQ45 diluncurkan pertama kali pada tanggal 24 Februari 1997, merupakan indeks yang dihitung dari harga 45 saham dengan kapitalisasi

terbesar yang terpilih dari seluruh saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta sehingga dianggap mewakili pasar. Hari dasar perhitungannya adalah pada tanggal 13 juni 1994 dengan nilai dasar 100. Untuk seleksi awal digunakan data pasar dari Juli 1993 - Juni 1994, hingga terpilih 45 emiten yang meliputi 72 % dari total kapitalisasi pasar dan 72,5 % dari nilai total transaksi di pasar reguler.

Indeks LQ45 dibentuk dengan maksud untuk melengkapi indeks yang ada sebelumnya yaitu IHSG dan Indeks Sektoral, bukan untuk menggantikannya. Adapun tujuan pembentukan indeks ini adalah untuk menyediakan sarana yang obyektif dan andal bagi analis keuangan, manajer investasi, investor, serta para pelaku pasar modal lainnya dalam memonitor pergerakan harga saham yang secara aktif diperdagangkan di lantai bursa.

Untuk dapat masuk dalam daftar perhitungan indeks LQ45, suatu saham harus memenuhi kriteria-kriteria, yaitu:

- (1) Masuk dalam urutan 60 terbesar dari total transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir)
- (2) Urutan berdasarkan kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir)
- (3) Telah tercatat di BEJ paling sedikit 3 bulan (*jsx co.id*.)

Bursa Efek Jakarta secara rutin memantau perkembangan kinerja komponen saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45. Penggantian saham akan dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu pada awal Februari dan Agustus. Saham-saham yang tidak lagi memenuhi kriteria seleksi Indeks LQ45, akan dikeluarkan dari penghitungan indeks dan diganti dengan saham lain yang memenuhi kriteria. Rumus perhitungan indeks ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Indeks LQ45} = \frac{\text{Nilai pasar}}{\text{Nilai dasar}} \times 100$$

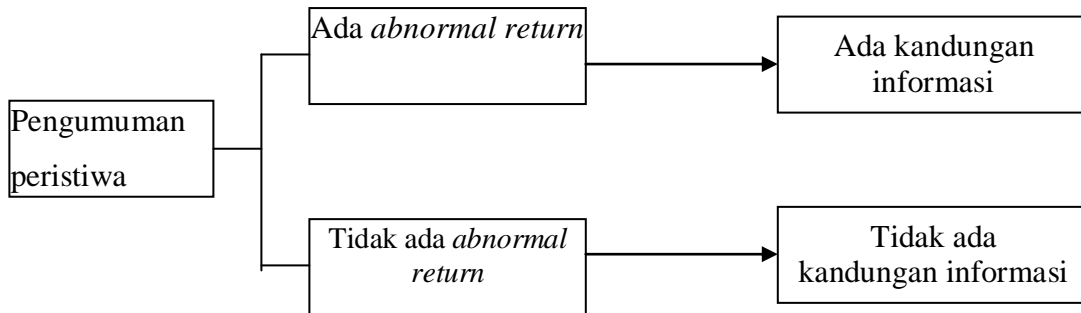
Event Study dan Information Content

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* digunakan untuk menguji kandungan informasi untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisien pasar secara informasi bentuk setengah kuat.

Jones (1997) menjelaskan bahwa pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Jika

pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ini akan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Apabila menggunakan *abnormal return*, maka suatu pengumuman yang mengandung informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar, seperti tampak pada gambar berikut ini :

Gambar1.
Kandungan informasi suatu peristiwa



Teori *Bid Ask Spread* dan *Asymmetric Information*

Bid merupakan harga tertinggi yang bersedia dibayar oleh calon pembeli pada suatu saat tertentu untuk suatu unit dagangan dari sekuritas tertentu. *Ask* merupakan harga terendah yang dapat diterima oleh calon penjual dari surat berharga yang sama. Kedua harga tersebut secara bersama membentuk suatu catatan harga, dan perbedaan antara kedua harga tersebut yang disebut dengan *spread*.

Dalam literatur struktur mikro, terdapat dua model prinsip perilaku perdagangan *dealer* yang bisa menjelaskan *bid ask spread* (Hasbrouk dan Sofianos, 1993). Model yang pertama adalah model pengendalian inventori (*inventori control*). Model ini mempertimbangkan masalah penahanan sekuritas dalam jumlah tertentu yang besarnya ditentukan oleh tingkat resiko yang dihadapi oleh *dealer*. Model ini didasarkan pada model optimisasi ekonomi klasik. *Dealer* mengendalikan inventornya tidak melalui penetapan waktu dan kuantitas pesanan stock, tetapi dengan cara penyesuaian harga (jumlah) sekuritas yang dia miliki secara aktif. Pengendalian harga secara aktif perlu dilakukan, karena bila penyusunan harga ditentukan berdasarkan keseimbangan

pesanan rata-rata akan mengakibatkan inventori yang tidak stationer. Model yang kedua adalah model informasi asimetri, yang memfokuskan pada pengungkapan *adverse selection cost* dari sejumlah pedagang yang memberikan suatu permintaan atau penawaran ke pasar yang terdiri dari pedagang yang tidak bisa dibedakan dari sisi informasi yang dipunyainya.

Harga penawaran jual (*ask*) dan harga permintaan beli (*bid*) sangat menentukan dalam membentuk nilai saham, dan harga yang ditetapkan tersebut merupakan cerminan dari biaya transaksi secara implisit dihadapi para investor.

Stool (1989) menyatakan bahwa *bid ask spread* merupakan fungsi dari tiga komponen biaya yaitu, *adverse selection cost*, *inventory holding cost*, dan *order processing cost*. *Adverse selection cost* mengacu pada perkiraan resiko kerugian yang dialami dealer dalam perdagangan dengan investor yang memiliki informasi lebih. *Inventory holding cost* menunjukkan keputusan tarik menarik dealer, yaitu antara menahan banyak saham atau menahan sedikit saham dengan mempertimbangkan *opportunity cost* yang menyebabkan biaya yang besar dari *inventory cost*. Sementara *order processing cost* merupakan *fee* yang dibayarkan untuk pelayanan *order* jual dan *order* beli. Termasuk biaya telpon, biaya pembuatan laporan bulanan, serta kompensasi lama waktu penyiapan kertas kerja yang diperlukan dalam transaksi.

Glosten dan Milgrom (1985) telah membangun suatu model intuitif yang menggambarkan *adverse selection cost* serta dampaknya terhadap *bid ask spread*. Pada dasarnya dealer berdagang dipasar berhadapan dengan dua tipe investor. Pertama, adalah pedagang dengan informasi superior (*informed trader*) dan yang kedua adalah pedagang dengan informasi inferior (*liquidity trader*). Para dealer berharap mendapatkan keuntungan dari perdagangan dengan *liquidity trader*, serta mencoba meminimalkan kerugian dari perdagangan dengan *informed trader*. Resiko menderita kerugian dalam perdagangan dengan investor yang memiliki informasi yang lebih baik darinya akan dijadikan acuan dalam menentukan *adverse selection cost*.

Pada saat dealer sering tidak mengetahui apakah suatu perdagangan dilaksanakan untuk keperluan likuiditas atau didasarkan pada keunggulan informasi, maka saat itu *spread* disesuaikan untuk merefleksikan sejumlah resiko yang dihadapi oleh dealer. Ketika volume saham yang diperdagangkan oleh pedagang yang mendasarkan diri pada informasi di pasar melebihi volume dari *liquidity trader*, maka dealer akan memperlebar *spread*. Kemudian, dikarenakan adanya suatu informasi disebarkan melalui pengumuman publik, mengakibatkan informasi dapat mengalir dengan baik ke dealer maupun kepada investor yang kurang mempunyai informasi. Kondisi tersebut akhirnya

membawa *dealer* dan *uninformed trader* dapat bersaing dengan *inform traders*. Adanya pegurangan informasi asimetri akan menurunkan *adverse selection cost* yang dihadapi, dan pada akhirnya membawa pada penetapan *bid ask spread* yang sempit. Dengan demikian *bid ask spread* dapat digunakan sebagai proksi dari *asymmetric Information*.

Hipotesis

Ada tiga macam hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini. Ketiga hipotesis tersebut adalah:

- (1) Terdapat *abnormal return* positif yang signifikan secara statistik pada saham-saham yang baru dimasukkan dalam daftar indeks LQ45 disekitar tanggal pengumuman.
- (2) Terjadi peningkatan volume perdagangan yang signifikan pada saham-saham yang baru dimasukkan dalam daftar perhitungan indeks LQ45 setelah tanggal pengumuman
- (3) Terjadi penurunan *bid/ask spread* yang signifikan pada saham-saham yang baru dimasukkan dalam daftar indeks LQ45 setelah pengumuman

METODE PENELITIAN

Metodologi

Penelitian ini menggunakan model pasar (*market model*) dengan window 21 hari perdagangan yaitu pengujian berdasarkan pengamatan harga saham 10 hari sebelum pengumuman ($t - 10$) untuk mengantisipasi kebocoran informasi, pada saat pengumuman ($t = 0$), dan 10 hari setelah pengumuman ($t + 10$). Periode estimasi 120 hari digunakan untuk menentukan parameter α dan β dari model yang digunakan.

Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dari seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama periode Juli 1997-Juli 2001. Sampel penelitian ini dipilih berdasarkan kriteria yang ditetapkan sebagai berikut:

- (1) Telah terdaftar di BEJ sebelum tahun pengamatan
- (2) Termasuk dalam daftar saham yang baru dimasukkan dalam daftar perhitungan indeks LQ45.
- (3) Tidak melakukan pengumuman lain, seperti: pengumuman deviden, laporan keuangan, atau *stock split* selama 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman ditambahkannya suatu saham dalam daftar perhitungan indeks LQ45.

- (4) Dan datanya tersedia secara lengkap di DPM (Database pasar Modal) UGM maupun di PRPM (Pusat Referensi Pasar Modal) BEJ.

Jumlah sampel yang diperoleh berdasarkan kriteria-kriteria tersebut diatas adalah sebanyak 79 sampel saham.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang dipublikasikan BEJ yang terdiri dari:

- (1) Daftar saham-saham yang dimasukkan dalam perhitungan indeks LQ45 selama periode Juli 1997-Juli 2001 yang diumumkan BEJ beserta tanggal pengumumannya.
- (2) Data *return* harian, harga penutupan, *bid price*, *ask price*, volume penutupan saham, jumlah saham yang beredar serta *return* pasar dalam periode estimasi dan di sekitar tanggal pengumuman ditambahkannya suatu dalam daftar perhitungan indeks LQ45 selama periode Juli 1997-Juli 2001 yang diperoleh dari berbagai sumber diantaranya *JSX Statistic*, DPM UGM dan PRPM BEJ.

Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis.

Pengujian terhadap Hipotesa pertama dilakukan dengan cara mengamati ada atau tidaknya *abnormal return* yang signifikan dalam periode jendela. Pengujian terhadap Hipotesa kedua dilakukan dengan cara menghitung besarnya total aktivitas perdagangan dan membandingkan nilainya untuk periode sebelum dan sesudah pengumuman. Pengujian terhadap Hipotesis ketiga dilakukan dengan cara menghitung *relative bid/ask spread* dan membandingkan nilainya untuk periode sebelum dan sesudah pengumuman.

Pengujian Abnormal Return

Untuk menguji adanya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman dilakukan tahap- tahap berikut:

a. Menghitung α dan β

Nilai alfa (α) dan beta (β) masing-masing saham dihitung dengan menggunakan data return selama periode estimasi (120 hari sebelum periode jendela). Nilai alfa (α) dan beta (β) ini koreksi dengan menggunakan metode koreksi Fowler dan Rorke dengan menggunakan empat lead dan empat lag. Hal ini dilakukan karena menurut Hartono dan Suriatno (1999), pasar modal di Indonesia (BEJ) tergolong pasar yang tipis (*thin market*) yang artinya bahwa BEJ memiliki jumlah transaksi perdagangan yang sangat tipis atau jarang. Keadaan ini dapat menimbulkan biasanya hasil perhitungan beta (β) akibat perdagangan yang tidak sinkron

(*non Synchronous trading*). Metode Fowler dan Rorke yang dimaksud adalah yang menggunakan periode empat lead dan empat lag, yaitu yang dirumuskan sebagai berikut:

Rumus:

$$R_{i,t} = \alpha_I + \beta_I^{-4}(R_{M,t-4}) + \beta_I^{-3}(R_{M,t-3}) + \beta_I^{-2}(R_{M,t-2}) + \beta_I^{-1}(R_{M,t-1}) + \beta_I^0(R_{M,t}) + \beta_I^1(R_{M,t+1}) + \beta_I^2(R_{M,t+2}) + \beta_I^3(R_{M,t+3}) + \beta_I^4(R_{M,t+4}) + \varepsilon_{it}$$

Dalam hal ini:

$R_{i,t}$: = *return* sekuritas i pada hari ke-t

$R_{M,t}$: = *return* pasar pada hari ke-t

α_I = alfa koreksi sekuritas I

β_I^n = beta hasil regresi *return* periode n lead dan n lag

ε_{it} = kesalahan residu sekuritas I pada hari ke-t

Selanjutnya dihitung faktor penentu bobot (ρ) dalam pengkoreksian beta dengan meregresikan *return* pasar melalui rumus berikut:

$$R_{M,t} = \alpha_I + \rho_1(R_{M,t-1}) + \rho_2(R_{M,t-2}) + \rho_3(R_{M,t-3}) + \rho_4(R_{M,t-4}) + \varepsilon_{it}$$

Nilai ρ kemudian digunakan untuk menentukan besarnya bobot (W) dalam pengkoreksian beta dengan memasukkannya dalam rumus berikut:

$$W_1 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W_2 = \frac{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W_3 = \frac{1 + 2\rho_1 + \rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

$$W_4 = \frac{1 + \rho_1 + \rho_2 + \rho_3 + \rho_4}{1 + 2\rho_1 + 2\rho_2 + 2\rho_3 + 2\rho_4}$$

Terakhir, dihitung beta koreksi sekuritas (β_i) dengan menjumlahkan hasil perkalian bobot masing-masing periode dengan beta dari hasil regresi *return* sekuritas sesuai dengan rumus berikut:

$$\beta_i = W_4\beta_I^{-4} + W_3\beta_I^{-3} + W_2\beta_I^{-2} + W_1\beta_I^{-1} + \beta_I^0 + W_1\beta_I^1 + W_2\beta_I^2 + W_3\beta_I^3 + W_4\beta_I^4$$

b. Menghitung Ekspektasi *Return*

Setelah diperoleh nilai beta koreksi yang dihitung dari *return* saham dan *return* pasar selama periode estimasi maka *return* ekspektasian periode jendela dapat dihitung dengan menggunakan *market model*. Rumus *market model* yaitu:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

c. Menghitung *Abnormal Return*

Nilai *abnormal return* dihitung dengan mengurangkan *return* sekuritas pada periode jendela dengan *return* ekspektasinya. Rumus penghitungan *abnormal return* adalah sebagai berikut:

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

$AR_{i,t}$: *abnormal return* sekuritas i pada hari ke-t

$R_{i,t}$: *return sekuritas* i pada hari ke-t

$ER_{i,t}$: *expected return* sekuritas i pada hari ke-t.

d. Menguji Signifikansi *Abnormal Return*

Pengujian ini sekaligus merupakan pengujian hipotesis pertama dan kedua. Pengujian signifikansi *abnormal return* untuk *event study*, dilakukan dengan menggunakan t-test yang diperoleh melalui *standardized abnormal return* (Hartono, 1998). *Standardized abnormal return* (return tidak normal standarisasi) ini merupakan hasil bagi dari *abnormal return* dengan *standard error of the estimate* (kesalahan standar estimasi) yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{SEE_i}$$

Dalam hal ini:

$SAR_{i,t}$: *standardized abnormal return* sekuritas i pada hari ke-t

$AR_{i,t}$: *Abnormal return* sekuritas pada hari ke-t

SEE_i : *standard error of the estimate* sekuritas i.

Sedangkan *standard error of the estimate* (kesalahan standar estimasi) diperoleh dengan rumus berikut:

$$SEE_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=t}^m (R_{ij} - \bar{R})^2}{T-2}}$$

Dengan hasil perhitungan $SAR_{i,t}$, selanjutnya dapat diketahui nilai t- hitung dari *abnormal return* masing-masing sekuritas pada hari ke-t. Pengujian *abnormal return* ini biasanya dilakukan semua sekuritas pada masing-masing hari dalam periode jendela, karena itu nilai t-hitung untuk semua sekuritas masing-masing hari pada periode jendela merupakan rata-rata

SAR_{i,t} semua sekuritas (SAR portofolio) pada hari ke-t dalam periode jendela yang dirumuskan sebagai berikut:

$$AR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{i,t}}{\sqrt{k}}$$

Pengujian aktivitas volume perdagangan

Aktivitas volume perdagangan dihitung dengan rumus

$TVA_{i,t} = \frac{\Sigma \text{ Saham Perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\Sigma \text{ Saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$
--

Uji Signifikansi statistik nilai aktivitas volume perdagangan ini dilakukan dengan membandingkan nilai aktivitas volume perdagangan 10 hari sebelum pengumuman dengan nilai aktivitas volume perdagangan 10 hari sesudah pengumuman. Hasil pengujian tersebut kemudian digunakan sebagai dasar menerima atau menolak Hipotesis kedua

Pengujian Relative Bid/Ask Spread

Nilai *bid/ask spread* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *relative bid/ask spread* yang dihitung dengan mengurangkan nilai *ask price* dengan *bid price* dan membagi selisihnya dengan rata-rata *bid* dan *ask*. Rumus perhitungan *relative bid/ask spread* adalah sebagai berikut:

$$SPREAD_{i,t} = (ASK_{i,t} - BID_{i,t}) / \{(ASK_{i,t} + BID_{i,t})/2\}$$

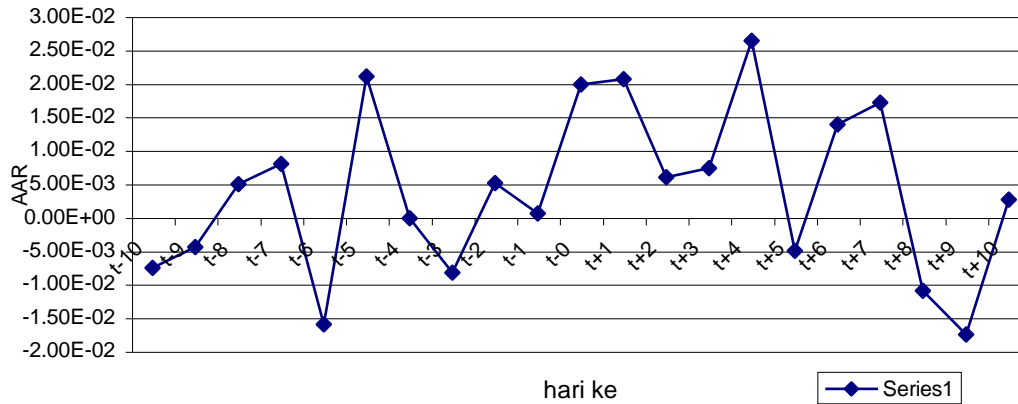
Uji Signifikansi statistik nilai *relative bid/ask spread* ini dilakukan dengan membandingkan nilai *relative bid/ask spread* 10 hari sebelum dengan nilai *relative bid/ask spread* 10 hari sesudah pengumuman. Hasil pengujian tersebut kemudian digunakan sebagai dasar menerima atau menolak Hipotesis ketiga.

HASIL PENELITIAN

Hasil Perhitungan dan Pengujian *Abnormal Return* diseputar tanggal pengumuman

Rata-rata *abnormal return* selama 21 hari periode jendela seperti yang tampak pada tabel 1 dan gambar 2 menunjukkan nilai yang tidak berpola dan sulit untuk diramalkan.

Gambar 2
Rata-rata *Abnormal Return* Di Seputar Tanggal Pengumuman



Rata-rata *abnormal return* positif terjadi pada hari ke t-8, t-7, t-5, t-2, t-1, t=0, t+1, t+2, t+3, t+4, t+6, t+7 dan t+10. Banyaknya *abnormal return* positif yang terjadi disepanjang 21 periode jendela mencerminkan bahwa pasar menafsirkan pengumuman dimasukkan saham dalam daftar indeks LQ45 sebagai sinyal positif. Rata-rata *abnormal return* tertinggi terjadi pada hari keempat setelah pengumuman (t+4) yaitu sebesar 0.0263. Sedangkan rata-rata *abnormal return* terendah terjadi pada hari kesembilan setelah pengumuman (t+9) yaitu sebesar -0.0175.

Hasil pengujian secara statistik terhadap nilai rata-rata *abnormal return* seperti yang tampak pada tabel 1 menunjukkan nilai rata-rata *abnormal return* positif dan signifikan terjadi pada hari ke t-5, t=0, t+1, t+3, dan t+4 masing-masing pada tingkat signifikansi 1% dan 5 %.

Secara keseluruhan dari semua nilai t hitung dapat disimpulkan bahwa hipotesis alternatif pertama (H1) diterima, artinya secara statistik terdapat *abnormal return* positif pada saham-saham yang baru dimasukkan dalam daftar perhitungan indeks LQ45 disekitar tanggal pengumuman. Ini menunjukkan adanya reaksi positif dari pasar atas dimasukkannya saham tersebut dalam daftar perhitungan indeks LQ45. *Abnormal return* positif yang signifikan yang terjadi pada t-5 sebelum pengumuman menunjukkan adanya kebocoran informasi sebelum peristiwa pergantian/ditambahkannya suatu saham dalam daftar indeks LQ45.

Tabel 1
Hasil uji t statistik Average *Abnormal Return*

HARI KE-	AAR	Standar dev	t hitung	sign(2 tailed)
t-10	-7.60E-03	6.7902E-02	-1.001	.32
t-9	-4.50E-03	8.5977E-02	-0.464	.644
t-8	4.95E-03	.10605382	0.415	.679
t-7	7.92E-03	8.2105E-02	0.857	.394
t-6	-1.60E-02	7.4557E-02	-1.95**	.055
t-5	2.10E-02	5.0608E-02	3.684***	.00
t-4	-1.80E-04	5.6919E-02	-0.027	.978
t-3	-8.30E-03	8.5094E-02	-0.872	.386
t-2	5.10E-03	8.7672E-02	0.518	.606
t-1	5.60E-04	6.2817E-02	0.079	.937
t-0	1.98E-02	7.5460E-02	2.336**	.022
T+1	2.06E-02	7.2779E-02	2.52***	.014
T+2	5.92E-03	8.5221E-02	0.617	.539
T+3	7.27E-03	2.8763E-02	2.248**	.027
T+4	2.63E-02	.11136111	2.099**	.039
T+5	-5.00E-03	5.4962E-02	-0.817	.417
T+6	1.38E-02	9.1741E-02	1.334	.186
T+7	1.71E-02	9.8064E-02	1.546	.126
T+8	-1.10E-02	6.7825E-02	-1.421	.159
T+9	-1.75E-02	7.3045E-02	-2.126**	.037
T+10	2.64E-03	5.2079E-02	0.451	.653

Keterangan:

*** : signifikan pada tingkat signifikansi 1 %.

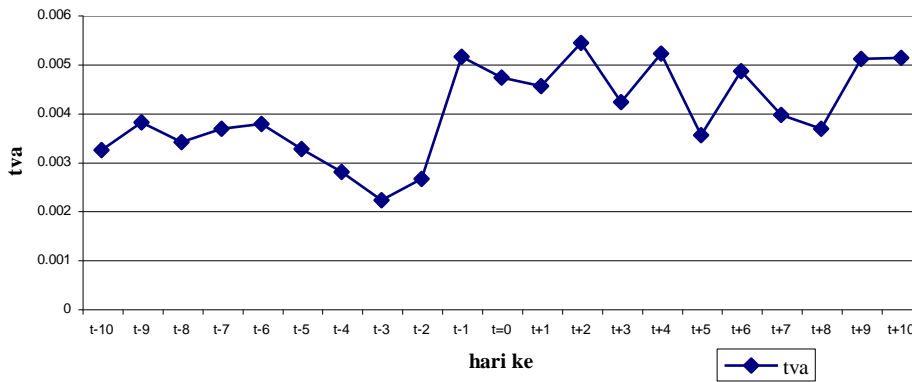
** : signifikan pada tingkat signifikansi 5 %.

* : signifikan pada tingkat signifikansi 10 %.

Hasil Perhitungan dan Pengujian Aktivitas Volume Perdagangan (*Trading Volume Activity*)

Perhitungan aktivitas volume perdagangan (TVA) dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama. Aktivitas volume perdagangan selama 21 hari periode jendela terlihat pada gambar 3 berikut ini:

Gambar 3
Aktivitas Volume Perdagangan Saham Di Seputar Tanggal Pengumuman



Setelah pengumuman ditambahkannya suatu saham dalam daftar indeks LQ45, saham-saham yang diumumkan masuk dalam indeks LQ45 mengalami peningkatan aktivitas volume perdagangan dibandingkan sebelum pengumuman. Peningkatan aktivitas volume perdagangan yang tajam terjadi pada hari t-1 sebelum pengumuman. Pada hari-hari selanjutnya aktivitas volume perdagangan naik turun. Peningkatan ini menurut penulis dipacu oleh ekspektasi pasar terhadap peningkatan likuiditas saham-saham tersebut, yang kemudian mengakibatkan banyaknya permintaan (*demand*) atas saham-saham yang dimasukkan dalam daftar indeks LQ45.

Nilai rata-rata aktivitas volume perdagangan pada periode sebelum pengumuman dan setelah pengumuman pada saham-saham yang dimasukkan adalah sebagai berikut:

Tabel 2
Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata
Trading Volume Activity (TVA) Sebelum Dan Setelah Pengumuman

Keterangan	Means	Std dev	T hitung	Sign(2 tailed)
Sebelum	0.00398	0.00540	2.48	.015
Sesudah	0.00489	0.006746		

Nilai rata-rata TVA sesudah pengumuman mengalami kenaikan sebesar 0.00091 atau 22 % dibandingkan periode sebelum pengumuman.

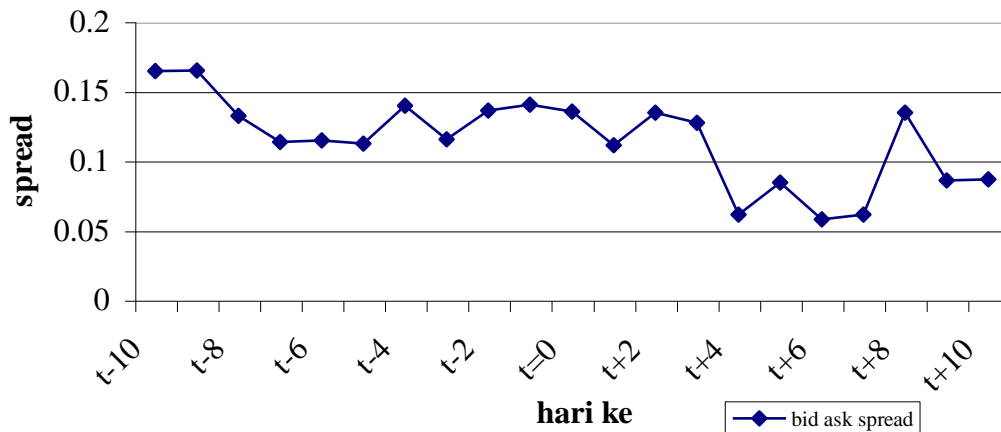
Hasil uji statistik dengan uji *paired sample t test* menunjukkan nilai t hitung untuk sebesar 2.48 dengan tingkat probabilitas kesalahan yang ditunjukkan dengan nilai sig (2 tailed) sebesar 0,015 (lebih kecil dari tingkat signifikansi 5 %). Berdasarkan nilai t hitung yang diperoleh dapat disimpulkan bahwa rata-

rata TVA sebelum pengumuman berbeda secara signifikan dengan rata-rata TVA setelah pengumuman. Nilai rata-rata TVA seperti yang tampak pada table 2 menunjukkan adanya peningkatan rata-rata volume perdagangan saham pada periode setelah pengumuman ditambahkannya suatu saham daftar indeks LQ45 . Hasil ini mendukung diterimanya hipotesis dua (H2) yang berarti terjadi peningkatan volume perdagangan yang signifikan pada saham-saham yang baru dimasukkan dalam daftar perhitungan indeks LQ45 setelah tanggal pengumuman.

Hasil Perhitungan dan Pengujian *Relative Bid Ask Spread*

Perilaku *bid ask spread* selama 21 hari periode jendela seperti yang tampak pada gambar 4 menunjukkan bahwa setelah pengumuman dimasukkannya suatu saham dalam daftar indeks LQ45, nilai rata-rata *relative bid ask spread* mengalami penurunan dibandingkan sebelum pengumuman. Nilai rata-rata *relative bid ask spread* pada periode sebelum pengumuman adalah sebesar 0.1164 sedangkan nilai *relative bid ask spread* pada periode setelah pengumuman adalah sebesar 0.0772 (lihat tabel 3). Dengan kata lain setelah pengumuman dimasukkannya saham dalam daftar indeks LQ45 terjadi penurunan nilai *relative bid ask spread* sebesar 0.0392 atau 33.67 % dibandingkan periode sebelumnya.

Gambar 4
Perilaku Bid Ask Spread di Seputar Tanggal Pengumuman



Tabel 3
Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata
***Relative Bid Ask Spread* Sebelum Dan Sesudah Pengumuman**

Keterangan	Means	Std dev	T hitung	Sign(2 tailed)
Sebelum	0.1164	0.2836	2.0	.047
Sesudah	0.0772	0.1553		

Hasil uji t statistik dengan uji *paired sample t test* seperti yang tampak pada tabel 3 menunjukkan nilai t hitung sebesar 2.0 dengan tingkat probabilitas kesalahan yang ditunjukkan dengan nilai sig(2 tailed) sebesar 0,047 (lebih kecil dari tingkat signifikansi 5 %). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H3 diterima, artinya terjadi penurunan nilai *relative bid ask spread* yang signifikan pada saham-saham yang baru dimasukkan dalam daftar perhitungan indeks LQ45 setelah tanggal pengumuman. Menurunnya nilai *relative bid ask spread* ini memberikan bukti empiris adanya penurunan *asymmetric information* pada saham-saham yang masuk dalam daftar indeks LQ 45.

KESIMPULAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman yang dikeluarkan BEJ tentang dimasukkannya suatu saham dalam daftar indeks LQ45 mempunyai kandungan informasi yang ini terlihat dengan munculnya reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman tersebut.

Pasar bereaksi positif terhadap saham-saham yang dimasukkan dalam daftar indeks LQ45, ini tercermin dengan adanya *abnormal return* positif yang signifikan disekitar tanggal pengumuman, meningkatnya volume perdagangan dan menurunnya nilai *bid ask spread*. Reaksi positif ini terjadi karena saham-saham tersebut dianalisis secara lebih mendalam oleh pelaku pasar, sehingga mengurangi *asymmetric information*. Penurunan *asymmetric information* akan direspon pasar melalui penurunan *bid ask spread* saham, yang berarti likuiditas saham yang bersangkutan mengalami peningkatan. Peningkatan likuiditas selanjutnya akan mendorong kenaikan harga saham.

Keterbatasan

Meskipun hasil empiris menunjukkan dukungan terhadap hipotesis yang diajukan, namun terdapat beberapa kelemahan dalam penelitian ini. Kelemahan tersebut diantaranya adalah:

- (1) Periode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah Juli 1997 – Juli 2001, dimana saat itu pasar modal di Indonesia terkena dampak krisis sehingga memungkinkan adanya bias hasil penelitian.
- (2) Pemilihan sampel yang tidak random memberikan kelemahan dalam desain riset ini karena dapat memungkinkan adanya *selection bias* dan mempengaruhi normalitas data sampel yang diambil.
- (3) Riset ini mengukur *asymmetric information* berdasarkan *spread* pasar, bukan *spread* dealer sebagaimana yang seharusnya digunakan. Hal ini dapat mempengaruhi pengukuran proksi *asymmetric information* mengingat *spread* pasar umumnya lebih kecil dari *spread* dealer.

DAFTAR PUSTAKA

- Amihud, Y. dan H. Mendelson, 1986. *Asset Pricing and The Bid Ask Spread*. Journal of Financial Economics 14, 223 – 249.
- _____, 1989. *The Effect of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk, and Size on Stock Return*. Journal of Finance 44, 479 – 486.
- Beneish, Messod D. Dan Robert E. Whaley, 1995. *Information Cost and Liquidity Effect from changes in the Dow Jones Industrial Average List*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 30, 135 – 157.
- _____, 1996. *An Anatomy of “S & P Game” The Effect Of Changing The Rules*. The Journal of Finance 51, 1909-1930.
- Brennan, Michael J., 1998. *Stripping The S & P 500 Index*. Financial Analysts Journal, 12-22.
- Callahan, M. Carolyn, Charles M. Lee, Dan Teri L. Yohn, 1997. *Accounting Information and Bid Ask Spread*. Accounting Horizon 11, 50 – 60.
- Copeland, T. dan D. Galal, 1983. *Information Effect on The Bid Ask Spread*, Journal of Finance 38, 1457-1469.
- Chan K.C., dan G. S. Seow , 1985. *The effect of Inventory Cost and adverse Information on Relative Bid Ask Spread : The Case of Telefonos de Mexico Shares* , Financial Practice and Education, Vol 5(2), Fall/Winter.

- Demsetz, H., 1968. *The Cost of Transacting*. Quarterly Journal of Economics 82, 44-54.
- Dhillon, U Dan H. Johnson, 1991. *Changes In Standard and Poor's 500 List*. Journal Of Businnes 64, 75 - 85.
- Elton, Edwin J. dan Martin J Gruber. 1995 *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York : John Wiley & Sons, Inc., Edisi Kelima.
- Erwin, Gayle R Dan James M Milerr, 1998. *The Liquidity Effect Associated With Addition of a Stock to The S&P 500 Index: Evidence From Bid/Ask Spread*. The Financial Review 33, 131-147.
- Fama, L. Fisher, M. Jensen dan Roll. 1969. *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, Economic Review, No. 10, hal 1 - 21.
- Hamilton, J., Dan E. Gurel, 1986. *Price and Volume Effect Associated With Changes In The S&P 500 List: New Evidence For The Existence of Price Pressures*, Journal of Finance 41, 815-829.
- Hartono, M.J., 1998. Teori Portofolio dan Analisis Investasi, BPFE, Edisi Pertama.
- Jain, P.C., 1987, *The Effect on Stock Price of Inclusion in or Exclusion From The S & P 500*, Financial Analyst Journal 43, 58-65
- Jones, C. P., 1996. *Investment Analysis and Management*, New York, NY: John Wiley & Sons, Inc. Fifth Edition.
- Katoppo, Aristides Et Al., 1997. Pasar Modal Indonesia: Restrokpesi 5 Tahun Swastanisasi BEJ. Jakarta: Pustaka Sinar Harapan
- Pruitt, S., dan Wei, K. 1989. *Institutional Ownership and Changes in the S&P 500*. Journal of Finance 44: 509 -13.
- Roll, Richard, 1984. *A Simple Implicit Measure of Effective Bid Ask Spread in an Efficient Market*. Journal Of Finance 39, 1127 - 1139.

Shleifer, A., 1986. *Do Demand Curve For Stocks Slope Down ?* Journal Of Finance 41, 579-590.

Stoll, H.R. 1989, *Infering the Component of the Bid Ask Spread : Theory and Empirical Test*. Journal of Finance, Vol 44, 115 - 134.

Srirahmawati, 2001. Analisis Reaksi Pasar Terhadap Turnover Saham Dalam Daftar Indeks LQ 45: Analisis *Abnormal Return* dan *Bid Ask Spread*, Thesis tidak dipublikasikan. Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.