

**REAKSI PASAR MODAL INDONESIA SEBELUM, SAAT
DAN SETELAH PELAKSANAAN PEKAN OLAHRAGA
OLIMPIADE BEIJING- CHINA 2008
(Studi pada Subsektor Farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI))**

SKRIPSI

Oleh

INNA FIENA NURAHMAN

NIM : 05610049



**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
2009**

**REAKSI PASAR MODAL INDONESIA SEBELUM, SAAT
DAN SETELAH PELAKSANAAN PEKAN OLAHRAGA
OLIMPIADE BEIJING- CHINA 2008
(Studi pada Subsektor Farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI))**

SKRIPSI

Diajukan Kepada:
Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
Untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan dalam
Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)

O l e h

INNA FIENA NURAHMAN

NIM : 05610049



**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
2009**

LEMBAR PERSETUJUAN

**REAKSI PASAR MODAL INDONESIA SEBELUM, SAAT
DAN SETELAH PELAKSANAAN PEKAN OLAHRAGA
OLIMPIADE BEIJING- CHINA 2008
(Studi pada Subsektor Farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI))**

S K R I P S I

O l e h

INNA FIENA NURAHMAN

NIM: 05610049

Telah disetujui 16 Juni 2009

Dosen Pembimbing,

Indah Yuliana, SE., MM

NIP 150327250

Mengetahui :

D e k a n,

Drs. HA. MUHTADI RIDWAN, MA

NIP 150231828

LEMBAR PENGESAHAN

REAKSI PASAR MODAL INDONESIA SEBELUM, SAAT
DAN SETELAH PELAKSANAAN PEKAN OLAHRAGA
OLIMPIADE BEIJING- CHINA 2008
(Studi pada Subsektor Farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI))

S K R I P S I

O l e h

INNA FIENA NURAHMAN

NIM : 05610049

Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji
dan Dinyatakan Diterima sebagai Salah Satu Persyaratan
untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)
Pada tanggal 23 Juli 2009

Susunan Dewan Penguji	Tanda Tangan
1. Ketua <u>Prof. Dr. H. Muhammad Djakfar, SH., M.Ag</u> NIP 150203742	()
2. Sekretaris/ Pembimbing <u>Indah Yuliana, SE., MM</u> NIP 150327250	()
3. Penguji Utama <u>Ahmad Fahrudin A, SE., MM</u> NIP 150294653	()

Disahkan Oleh :

D e k a n

Drs. HA. MUHTADI RIDWAN, MA

NIP 150231828

HALAMAN PERSEMBAHAN

Teriring syukur kehadiran Allah SWT, saya persembahkan karya tulis ini kepada:

Kedua orang tuaku:

*Ibu Siti Nurjanah dan Bapak Miftah Rahman
atas setiap doa yang terucap, perhatian, kasih sayang tulus,
dukungan, semangat, dan segalanya....*

Tulisan kecil ini hanyalah setitik asa atas semua yang Engkau beri

Kedua saudaraku:

Mbak Ruhana Nur Rahman dan Adik Suluk Fithria Nur Rahman

*Tawa dan tangis kalian adalah bagian hidup
yang kita jalani bersama
Semoga kita mampu menjadi anak yang berbakti*

MOTTO

حَدَّثَنَا عَبْدُ اللَّهِ بْنُ مَسْلَمَةَ حَدَّثَنَا مَالِكٌ عَنْ نَافِعٍ عَنْ ابْنِ عُمَرَ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُمَا قَالَ نَهَى النَّبِيُّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنِ النَّجْشِ

“Dari Ibnu Umar: “Nabi melarang jual beli najsy (menambah harga tidak untuk membeli tetapi hanya mengelabui orang lain.”

(H.R. Bukhari: 1998)

(Matan lain: Muslim 2792, Nasa’i: 4421, 4429, Ibnu Majah 2164, Ahmad 6162, Malik 1190, Darimy 2792)

SURAT PERNYATAAN

Yang bertandatangan di bawah ini, saya:

Nama : Inna Fiena Nurahman

NIM : 05610049

Alamat : Jln. Arah Ponorogo RT/RW : 14/05

Karangan-Trenggalek

Menyatakan bahwa "**Skripsi**" yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang, dengan judul:

REAKSI PASAR MODAL INDONESIA SEBELUM, SAAT DAN SETELAH PELAKSANAAN PEKAN OLAHRAGA OLIMPIADE BEIJING- CHINA 2008 (Studi pada Subsektor Farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI))

Adalah hasil karya saya sendiri, bukan "**duplikasi**" dari karya orang lain.

Selanjutnya apabila di kemudian hari ada "**klaim**" dari pihak lain, bukan menjadi tanggungjawab Dosen Pembimbing dan atau pihak Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggungjawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 16 Juni 2009

Hormar saya,

Inna Fiena Nurahman

NIM: 05610049

KATA PENGANTAR



Segala puji syukur penulis panjatkan kepada *Rabbul Izzati* yang telah mengatur roda kehidupan pada porosnya dengan keteraturan, dan hanya kepada-Nyalah kita menundukkan hati dengan mengokohkan keimanan dan *Izzah* kita dalam keridhoan-Nya. Karena berkat *Rahman* dan *Rahim*-Nya pula "SKRIPSI" yang berjudul "REAKSI PASAR MODAL INDONESIA SEBELUM, SAAT DAN SETELAH PELAKSANAAN PEKAN OLAHRAGA OLIMPIADE BEIJING- CHINA 2008 (Studi pada Subsektor Farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI))" ini dapat terselesaikan.

Sholawat dan salam senantiasa turunkan kepada junjungan kita Rasulullah Muhammad saw, atas perjuangan Beliau kita semua dapat merasakan kehidupan yang lebih bermartabat dengan kemajuan ilmu pengetahuan yang didasarkan pada iman dan ihsan .

Dengan penuh rasa syukur, penulis menyampaikan ucapan terimakasih dan teriring do'a kepada semua pihak yang telah membantu demi kelancaran penelitian ini sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar sarjana pada Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang. Secara khusus penulis sampaikan kepada yang terhormat :

1. Bapak Prof. Dr. H. Imam Suprayogo selaku Rektor UIN Maulana Malik Ibrahim Malang beserta staf,
2. Bapak Drs. HA. Muhtadi Ridwan, MA selaku Dekan Fakultas Ekonomi UIN Maulana Malik Ibrahim Malang,
3. Kedua orang tuaku: Bapak Drs. H. Miftah Rahman dan Ibu Hj. Siti Nurjanah yang dengan segala ketulusannya senantiasa memberikan yang terbaik untukku. Terima kasih, aku sayang kalian,

4. Drs. Nur Asnawi, MA., selaku dosen wali yang telah membimbing, memantau perkembangan akademik, mensupport dan mengarahkan penulis mulai masuk dalam kampus ini empat tahun silam hingga kini,
5. Ibu Indah Yuliana, SE.,MM., selaku dosen pembimbing penulis yang telah meluangkan waktunya untuk membimbing selama penyusunan "Skripsi" ini. Terima kasih atas arahannya, semoga Allah swt membalas dengan kebaikan yang berlimpah,
6. Dr. H. Masyhuri, Ir., MP., yang telah banyak memberikan ilmunya terkait konsep penelitian. Terima kasih atas arahannya, semoga Allah swt membalas dengan kebaikan yang berlimpah,
7. H. Misbahul Munir, Lc., M. EI., selaku pembimbing peneliti berkaitan dengan kajian keislaman dan hubungannya dengan teori kontemporer. Terima kasih atas arahannya, semoga Allah swt membalas dengan kebaikan yang berlimpah,
8. M. Sulhan, SE., MM., selaku dosen statistika yang telah banyak membantu penulis dalam penemuan model yang tepat dalam penelitian ini. Semoga Allah swt membalas dengan kebaikan yang berlimpah,
9. Seluruh dosen beserta para staf Fakultas Ekonomi yang telah membagi ilmu, waktu dan tenaganya untuk memberikan nilai 'terbaik' dan kenangan terindah sesuai bidang yang digelutinya,
10. Kedua saudara kandungku (Kakak Ana dan Adik Tria), terima kasih atas semangatnya. Kita adalah 'trio' yang akan terus selalu bersama, kompak dan saling menghargai,
11. Lutviana, Yuyun, Nuzulil, Siti Choiriyah, Masnuatul Khoiriyah, Fatma, Nanang, Kukuh, Nina, Widodo, Alfian, Firdaus, Mbak Devita, terima kasih,

12. Teman-teman Ekonomi Kelas B angkatan 2005, teman-teman kos Sunan Drajad 04 (Rosy, Fuada, Titin, Khoiro, Mbak Sulis, Mbak Zakia, Maya, Mbak Yayuk) terima kasih atas persahabatan yang tulus,
13. Mas Imron, Rangga, Choliq, Rian, Ridlwan, Nawali, Mukrom, Amul, Marliah, Syamsuri, Syarif. Terima kasih,
14. Semua pihak yang tidak dapat peneliti sebutkan satu persatu, yang telah membantu penulis dalam menyusun skripsi ini. Terima kasih banyak.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa dalam penulisan skripsi ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu saran dan kritik yang membangun sangat penulis harapkan demi penyempurnaan skripsi ini. Terakhir semoga tulisan ini dapat bermanfaat bagi kita semua. Amien

Malang, Juni 2009

Penulis,

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	ii
LEMBAR PERSETUJUAN	iii
LEMBAR PENGESAHAN	iv
SURAT PERNYATAAN.....	v
HALAMAN PERSEMBAHAN	vi
MOTTO.....	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR GAMBAR.....	xvi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvii
ABSTRAK.....	xviii
BAB I : PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang.....	1
B. Rumusan Masalah	7
C. Tujuan Penelitian.....	8
D. Batasan Penelitian.....	8
E. Manfaat Penelitian.....	9
BAB II : KAJIAN PUSTAKA	11
A. Penelitian Terdahulu.....	11
B. Kajian Teoritis	18
1. Informasi	18
a. Pengertian dan Klasifikasi Informasi.....	18
b. Olimpiade Beijing-China	21
c. Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China sebagai Informasi.....	25
2. Reaksi Pasar Modal	27
a. Efisiensi Pasar.....	27

b. Pengujian Efisiensi Pasar	36
c. Anomali Pasar (<i>Market Anomalies</i>)	37
d. Fluktuasi Harga Saham.....	40
e. <i>Return</i> Saham.....	43
3. Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade	46
C. Simetris dan Asimetris Informasi dalam Perspektif Islam	48
D. Kerangka Berfikir.....	59
E. Hipotesis	60
BAB III : METODE PENELITIAN.....	61
A. Lokasi Penelitian.....	61
B. Jenis dan Pendekatan Penelitian	61
C. Populasi dan Sampel.....	64
D. Data dan Sumber Data	66
E. Teknik Pengumpulan Data	67
F. Definisi Operasional.....	68
G. Model Analisis Data	70
1. Uji Analisis <i>Event Study</i>	70
2. Uji Normalitas	76
3. Uji Asumsi Klasik (<i>Autokorelasi, Multikolinieritas</i> <i>dan Heterokedastisitas</i>).....	76
4. Uji Beda	77
BAB IV : PAPARAN DATA DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN.....	79
A. Paparan Data Hasil Penelitian	79
1. Gambaran Umum Indusri Farmasi Indonesia	79

2. Gambaran Distribusi Sampel Penelitian	85
3. Statistik Parametrik Objek Penelitian	88
a. Uji Normalitas	88
b. Uji Asumsi Klasik	91
1) Hasil Uji Heterokedastisitas.....	91
2) Hasil Uji Autokorelasi.....	92
3) Hasil Uji Multikolinieritas.....	93
4. Pengujian Hipotesis.....	94
a. Sebelum-Saat Pelaksanaan Pekan	
Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008.....	94
1) <i>Abnormal Return</i>	94
2) <i>Trading Volume Activity (TVA)</i>	97
3) <i>Bid-Ask Spread</i>	98
4) <i>Security Return Variability (SRV)</i>	99
b. Saat-Setelah Pelaksanaan Pekan	
Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008.....	100
1) <i>Abnormal Return</i>	102
2) <i>Trading Volume Activity (TVA)</i>	103
3) <i>Bid-Ask Spread</i>	104
4) <i>Security Return Variability (SRV)</i>	105
c. Sebelum-Setelah Pelaksanaan Pekan	
Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008.....	106
1) <i>Abnormal Return</i>	108
2) <i>Trading Volume Activity (SRV)</i>	109
3) <i>Bid-Ask Spread</i>	110
4) <i>Security Return Variability (SRV)</i>	111
B. Pembahasan Data Hasil Penelitian	112
1. Perbedaan <i>Return Saham</i> Sebelum dan Saat	
<i>Event Date</i> atas Pelaksanaan Pekan	

Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008.....	112
2. Perbedaan <i>Return</i> Saham antara Saat dan Setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008	118
3. Perbedaan <i>Return</i> Saham Sebelum dan Setelah Pelaksanaan Olimpiade Beijing-China 2008	120
BAB V : PENUTUP.....	127
A. Kesimpulan	127
B. Saran	129
 DAFTAR PUSTAKA.....	 131
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	: Nilai Impor Asal China dan Impor Kebutuhan Bahan Kimia dalam Juta US\$	3
Tabel 2.1	: Penelitian Terdahulu	14
Tabel 2.2	: Ringkasan Pengujian Pasar Efisien Berdasarkan Jenis Informasi.....	37
Tabel 2.3	: Ringkasan Anomali Pasar	39
Tabel 3.1	: Perusahaan Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	64
Tabel 3.2	: Sampel Penelitian	65
Tabel 4.1	: Pasar Farmasi dan Konsumsi Obat per Kapita Negara-Negara ASEAN.....	82
Tabel 4.2	: Statistik Kesehatan Indonesia	83
Tabel 4.3	: Uji Normalitas	90
Tabel 4.4	: Uji Autokorelasi	92
Tabel 4.5	: Uji Multikolinieritas	93
Tabel 4.6	: Hasil Uji Sampel Berpasangan AR Sebelum-AR Saat	94
Tabel 4.7	: Hasil Uji <i>T-One Sample</i> terhadap <i>Abnormal Return</i>	96
Tabel 4.8	: Hasil Uji Sampel Berpasangan TVA Sebelum-Saat	97
Tabel 4.9	: Hasil Uji Sampel Berpasangan <i>Bid-Ask Spread</i> Sebelum-Saat	98
Tabel 4.10	: Hasil Uji Sampel Berpasangan SRV Sebelum-Saat	99
Tabel 4.11	: Hasil Perbedaan <i>Abnormal Return, Trading Volume Activity, Bid-Ask Spread</i> dan SRV Saat dan Setelah Pelaksanaan Pekan Olimpiade Beijing 2008	100
Tabel 4.12	: Nilai Perbedaan AR Saat-Setelah	102
Tabel 4.13	: Nilai Perbedaan TVA Saat-Setelah.....	103
Tabel 4.14	: Nilai Perbedaan <i>Bid-Ask Spread</i> Saat-Setelah.....	105
Tabel 4.15	: Nilai Perbedaan SRV Saat-Setelah	106
Tabel 4.16	: Hasil Perbedaan <i>Abnormal Return, Trading Volume Activity, Bid-Ask Spread</i> dan SRV Sebelum dan Setelah Pelaksanaan Olimpiade Beijing 2008	107
Tabel 4.17	: Nilai Perbedaan AR Sebelum-Setelah.....	108
Tabel 4.18	: Nilai Perbedaan TVA Sebelum-Saat	109
Tabel 4.19	: Nilai Perbedaan <i>Bid-Ask Spread</i> Sebelum-Setelah	110
Tabel 4.20	: Nilai Perbedaan SRV Sebelum-Setelah.....	111

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	: Logo Olimpiade Beijing- China 2008.....	23
Gambar 2.2	: Reaksi Harga Saham terhadap <i>Good News</i> pada Pasar Efisien dan Inefisien	31
Gambar 2.3	: Reaksi Harga Saham terhadap <i>Bad News</i> pada Pasar Efisien dan Inefisien	33
Gambar 2.4	: Kerangka Berfikir Penelitian	59
Gambar 3.1	: Periode Waktu Penelitian (<i>Estimation and Event Periode</i>).....	62
Gambar 4.1	: Ekspor dan Impor Produk Farmasi Nasional	82
Gambar 4.2	: Pergerakan Saham Subsektor Farmasi Selama Penelitian	86
Gambar 4.3	: Kurva Normal P-P Plot.....	89
Gambar 4.4	: Uji Heterokedastisitas.....	91
Gambar 4.5	: Hubungan Kuat Lemah dalam Penelitian.....	101
Gambar 4.6	: Pergerakan Harga Saham Hasil Penelitian	115

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 : Uji Normalitas dan Uji Asumsi Klasik
- Lampiran 2 : Gambar Distribusi Normal (*Histogram Display Normal Curve*)
- Lampiran 3 : Daftar *Abnormal Return* Saham Industri Farmasi yang *Listing* pada BEI
- Lampiran 4 : Fungsi Matematis Persamaan *Expected Return* $E(R_{it})$
- Lampiran 5 : Uji *One Sample T-Test Event Periode* Perusahaan Farmasi yang *Listing* pada BEI
- Lampiran 6 : Uji *One Sample T-Test Estimation Periode* Perusahaan Farmasi yang *Listing* pada BEI
- Lampiran 7 : Uji Sampel Berpasangan *Abnormal Return* Industri Farmasi Sebelum-Saat-Setelah Olimpiade Beijing 2008
- Lampiran 8 : Daftar *Trading Volume Activity (TVA)* Saham Industri Farmasi yang *Listing* pada BEI
- Lampiran 9 : Uji Sampel Berpasangan *Trading Volume Activity (TVA)* Industri Farmasi Sebelum-Saat-Setelah Olimpiade Beijing 2008
- Lampiran 10 : Daftar *Bid-Ask Spread* Saham Industri Farmasi yang *Listing* pada BEI
- Lampiran 11 : Uji Sampel Berpasangan *Bid-Ask Spread* Industri Farmasi Sebelum-Saat-Setelah Olimpiade Beijing 2008
- Lampiran 12: Daftar *Security Return Variability (SRV)* Saham Industri Farmasi yang *Listing* pada BEI
- Lampiran 13 : Uji Sampel Berpasangan *Security Return Variability (SRV)* Industri Farmasi Sebelum-Saat-Setelah Olimpiade Beijing 2008
- Lampiran 14 : Daftar Pemegang Saham Industri Farmasi yang *Listing* pada BEI
- Lampiran 15 : Bukti Konsultasi
- Lampiran 16 : Surat Keterangan Penelitian

ABSTRAK

Nurahman, Inna Fiena. 2009. SKRIPSI. Judul “ Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum, Saat dan Setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008 (Studi pada Subsektor Farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI))”

Pembimbing : Indah Yuliana, SE., MM

Kata Kunci : *Abnormal Return, Trading Volume Activity (TVA), Bid-Ask Spread, Security Return Variability (SRV)*, Olimpiade Beijing-China 2008

Indonesia sebagai negara dengan tingkat keberagaman hayati tinggi dengan varietas tanaman berkhasiat obat mencapai sedikitnya 7.000 jenis ternyata masih menggantungkan dirinya pada impor hingga 95% dalam memenuhi kebutuhan bahan baku obat dengan proporsi impor negara China mencapai 75%. Terkait dengan pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing-China 2008, pemerintah China menerapkan beberapa kebijakan yang bersentuhan dengan bidang farmasi. Informasi tersebut direaksi oleh pelaku bursa tanah air berupa kenaikan atau penurunan *return* saham. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan *return* saham sebelum terhadap saat, saat terhadap setelah dan sebelum terhadap setelah *event* olimpiade Beijing- China berlangsung.

Penelitian menggunakan 7 perusahaan subsektor farmasi yang telah memenuhi kriteria tertentu sebagai sampel dari 10 populasi yang *listing* pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode pengamatan selama 100 hari *estimation period* dan 30 hari *event period* yang terbagi atas 10 hari *event date*, 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pelaksanaan. Pengujian menggunakan uji normalitas, uji asumsi klasik, uji analisis *event study*, dan uji beda dua sampel berpasangan atas variable *abnormal return* (X1), *Trading Volume Activity/ TVA* (X2), *bid-ask spread* (X3) dan *Security Return Variability/SRV* (X4).

Dari pengujian yang telah dilakukan, tidak terdapat perbedaan signifikan antara sebelum terhadap saat, saat terhadap setelah dan sebelum terhadap setelah *event* olimpiade Beijing-China berlangsung pada seluruh variable yang diteliti. Hal ini terjadi sebagai akibat karakter saham farmasi yang tergolong saham tidur, juga dimungkinkan adanya faktor lain yang mempengaruhi bursa secara luas, berupa pelemahan perekonomian dunia. *Abnormal return* yang signifikan positif terjadi pada 2 hari sebelum *event date* pada tingkat $\alpha=5\%$ dan sig (2-tailed) 0,044. Pada hari-hari berikutnya harga saham mengalami *rebound* dan tidak terjadi *abnormal return*.

ABSTRACT

Nurahman, Inna Fiena. 2009. THESIS. Title "The Indonesian Market Share Before, at the Moment and After the Implementation of Sport Olympic Beijing-China 2008 (A Study on Indonesian Stock Exchange (BEI) Pharmacy)"

Advisor : Indah Yuliana, SE., MM

Keywords : Abnormal Return, Trading Volume Activity (TVA), Bid-Ask Spread, Security Return Variability (SRV), Beijing-China Olympic 2008

Indonesia with its highly multi biological variety, with at least 7.000 kinds of plants for medicine actually still depends on import up to 95% in fulfilling medicine material need from China up to 75%. Related to the Beijing-China Olympic 2008, China Government applies some policies related to pharmacy area. That information is responded by stock exchange doers by increasing or decreasing return share. This research is aimed at finding out whether return share exist or not; before, at moment, and after Beijing-China Olympic event.

This research uses 7 pharmacy sub sector companies that have fulfilled certain criteria as the 10 listed population sample in Indonesian Stock Exchange (BEI). The monitoring period used consists of 100 days for estimating period, 10 days before and 10 days after implementation. The test applied are normality testing, classic assumption testing, event study analysis testing, and paired sample t-test on *abnormal return* (X1), *Trading Volume Activity/ TVA* (X2), *bid-ask spread* (X3) and *Security Return Variability/ SRV* (X4) variables.

From the testing it is known that, there is no significant difference; before, at moment and after Beijing-China Olympic on entire variable that has been studied. This happen as the effect of pharmacy share classified as sleep share, and there are other possible factors that influence stock exchange widely, weakening world economic. Significant *Abnormal return* positif occurs 2 days before the event date at the level $\alpha=5\%$ and sig (2-tailed) 0,044. In the next days, share price experience *rebound* and *abnormal return* do not exist.

المُلخَص

نور الرحمن، إينا فينا، 2009، البحث الجامعي. الموضوع : ردود الفعلية من البورصة المالية الإندونيسية قبل وحين وبعد انعقاد الدورة الرياضية العالمية الأولمبياد بيجنج – الصينية سنة 2008 (دراسة في القطاع الجزئي للأدوية الصيدلية في البورصة المالية الإندونيسية (BEI) المشرفة : إينداة يوليانا الماجستيرة

الكلمة الرئيسية : الواردة غير العادية (*abnormal return*)، كمية نشاط التجارة (*TVA*)، متغيرات الواردة الأمنية (*Security Return Variability*)، التفارق السعري (*Bid-Ask Spread*)، الدورة الرياضية العالمية الأولمبياد بيجنج – الصينية سنة 2008

كان بلدة إندونيسيا تملك كثيرة من المزرعة الدوائي حتى 7000 مزرعة، ولكنها ما زالت توارد (*import*) المواد الخام للدواء حتى 95% و 75% من بلدة الصين. وفي انعقاد الدورة الرياضية العالمية الأولمبياد بيجنج – الصينية سنة 2008، تعطي بلدة الصين النظام في مسألة الدوائي. ويقابل عامل برصة إندونيسية ذلك الخبر بأعلى أو بأنزل طبقة إعادة السحم. وأهدف هذه البحث لتعريف اختلاف طبقة إعادة سحم قبل إلى حين، وحين إلى بعد، وقبل إلى بعد في انعقاد الدورة الرياضية العالمية الأولمبياد بيجنج – الصينية .

فمجموعة هذا البحث عشر المصانع الدوائية التي تسجل (*listing*) في (BEI) واختارت سبعا منها تستوفر الشروط كعينة البحث. ويحتاج تحليل هذا البحث إلى مائة أيام *estimation period* وثلاثين يوما في البرنامج *event periode* وذلك ينقسم على عشرة أيام حين انعقاد البرنامج، وعشرة أيام قبله وعشرة أيام بعده. فطريقة الاختبار هي باستخدام اختبار البيانات العادي، والافتراض الكلاسيكي، و تحليل دراسة البرنامج (*event study*) والاختبار الخلافي للعينتين المتزاوجتين على رقم الواردة غير العادية (X1)، كمية نشاط التجارة (X2)، التفارق السعري (X3)، متغيرات الواردة الأمنية (X4).

والإختبار السابق يدل على عدم اختلاف كبير في الواردة قبل، وحين، وبعد البرنامج أولمبياد بيجنج – الصين. وهذا لأن صفة سحم الدوائي هو السحم الثابت، أو لإمكان وجود سبب آخر يؤثر برصة تأثيرا واسعا أى ضعف الإقتصاد في الأرض. الواردة غير العادية تؤثر تأثيرا هاما في اليومين قبل ذلك البرنامج في طبقة $\alpha=5\%$ و $0,044$ (*sig (2-tailed)*). وفي الأيام التالية، عاد السحم كما كان قبله ولم توجد الواردة غير العادية .

BAB I

PENDAHULUAN

A. LATAR BELAKANG

Indonesia termasuk negara dengan tingkat *plant diversity* tinggi, dengan perkiraan 38.000 spesies tanaman. Varietas tanaman berkhasiat obat yang dimiliki Indonesia sedikitnya 7.000 jenis dari 30.000 jenis tanaman obat (<http://economy.okezone.com>). Oleh karena itu, Indonesia dijuluki "*live laboratory*" atau gudangnya tanaman obat.

Kekayaan hayati Indonesia bertolak belakang dengan kenyataan bahwa sekitar 95% bahan baku untuk obat sintesis Indonesia masih impor atau 250 jenis bahan baku obat dengan nilai berkisar Rp 6 triliun per tahun, dengan proporsi 75% dari China, India 20 % dan sisanya Eropa (Warta Ekonomi, 8 September 2008 :24-25).

Ketergantungan yang tinggi terhadap bahan baku impor menyebabkan industri farmasi nasional sangat rentan terhadap perkembangan pasar internasional. Indonesia termasuk negara industri tipe C, yaitu negara yang industri farmasinya hanya memiliki kemampuan reproduktif tanpa inovatif sebagaimana negara China dan India (Warta Ekonomi, 8 September 2008:27).

Belakangan ini terjadi kelangkaan sejumlah obat, baik obat generik maupun obat *branded* (bermerk). Harga bahan baku obat mengalami kenaikan 100%-200% dengan biaya produksi 40 jenis obat generik mencapai 100%-120% dari harga jualnya (Warta Ekonomi, 8 September 2008 :24-25). Kondisi inilah yang menyebabkan harga obat di Indonesia mahal, bahkan dilaporkan paling mahal dibandingkan negara ASEAN lainnya (<http://mashuriweblog.wordpress.com>).

Kenaikan harga bahan baku obat yang kemudian berimbas terhadap kenaikan harga obat generik maupun *branded* (bermerk) diduga disebabkan oleh perubahan kebijakan pemerintah China sebagai negara produsen utama (75%) bahan baku obat.

Pemerintah China telah menerapkan kebijakan ramah lingkungan (*environmental regulation*) seperti polusi kendaraan dan buangan limbah pabrik dari hulu ke hilir menyambut pelaksanaan Olimpiade Beijing.

Olimpiade Beijing merupakan kompetisi berbagai cabang olahraga yang diadakan setiap empat tahun sekali dengan peserta antar negara. Pelaksanaan olimpiade yang hadir setiap empat tahun sekali dengan negara penyelenggara yang bergiliran, menyebabkan pemerintah China memanfaatkan moment spesial tersebut sebagai upaya untuk memperkenalkan negaranya ke dunia internasional

dengan menampilkan keindahan eksotika China, salah satunya melalui kebijakan ramah lingkungan (*envirountment regulation*).

Dari 90 pabrik obat yang beroperasi di China, 70 diantaranya dipaksa tidak beroperasi sementara, yang diikuti dengan pengurangan insentif pajak untuk ekspor bahan baku obat dari 17% menjadi 5% (Warta Ekonomi, 8 September 2008 :26-30).

Tabel 1.1
Nilai Impor Asal China dan Impor Kebutuhan Bahan Kimia
Dalam Juta US\$

<i>Keterangan</i>	2003	2004	2005	2006	2007	2008
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Nilai Impor Menurut Negara Asal Utama						
RRC/ People's Rep. Of China	2.957,5	4.101,3	5.842,9	6.636,9		
Impor Barang Bulanan						
Bahan kimia			3.189,0	3.439,2	3.882,9	
Januari**)				255,4	306,0	393,6
Februari				280,8	303,2	
Maret				315,8	313,1	
April				258,8	296,2	
Mei				300,7	310,4	
Juni				268,7	344,7	
Juli				297,3	319,5	
Agustus				339,4	395,9	
September				298,6	302,0	
Oktober				242,2	322,8	
November				303,9	385,3	
Desember				277,6	283,8	

Sumber : Berita Resmi Statistik, Badan Pusat Statistik (BPS). *Perkembangan Beberapa Indikator Utama Sosial- Ekonomi Indonesia, Maret 2008*

Catatan : *) angka sementara

**) angka sangat sementara

Posisi Indonesia sebagai konsumen dengan kekuatan pasar lemah (importir 75% bahan baku obat dari China) menyebabkan

sekecil apapun kebijakan yang diterapkan negara pemasok utama bahan baku berimplikasi terhadap perekonomian dalam negeri.

Pembatasan ekspor oleh negara utama pemasok bahan baku obat (China), menyebabkan kenaikan harga bahan baku obat dan produk obat pada negara tujuan ekspor (Indonesia), sehingga mengakibatkan daya beli masyarakat dalam negeri (Indonesia) menurun. Penurunan daya beli berimbas pada penurunan volume penjualan. Di sisi manajemen perusahaan, biaya operasional perusahaan dalam negeri akan mengalami kenaikan, kebijakan uang ketat, penghematan pemakaian bahan baku demi menjaga ketersediaan bahan baku, dan pengadaan riset yang membutuhkan dana tidak sedikit.

Puspoprano (2004:73-74), mengemukakan hubungan antara sektor riil dan sektor keuangan saling terkait dan saling mendukung satu sama lain. Karena itu kondisi kesehatan salah satu sektor akan berpengaruh terhadap sektor lainnya. Kedua sektor tersebut saling memberikan umpan balik (*two-way feedback*). Kondisi yang kurang menguntungkan pada sektor riil akan segera direspon oleh pasar keuangan, yaitu dengan penurunan harga saham pada pasar modal.

Data Gabungan Pengusaha Farmasi Indonesia (GP Farmasi) menunjukkan angka penjualan obat farmasi nasional pada 2008 diperkirakan mencapai Rp 27 triliun, atau lebih tinggi Rp 2 triliun dari

nilai penjualan tahun lalu yang Rp 25 triliun. Kenaikan industri farmasi ini bukan disebabkan oleh meningkatnya volume obat, melainkan karena kenaikan harga obat.

Diyakini, kegiatan perdagangan efek -utamanya kegiatan bursa saham sebagai bagian dari aktivitas ekonomi, tidak luput dari pengaruh perekonomian negara lain. Olimpiade Beijing- China 2008 tidak mengintervensi bursa saham secara langsung, namun kebijakan pemerintah setempat atas peristiwa tersebut merupakan salah satu informasi yang diserap oleh para pelaku pasar modal dan digunakan oleh para pelaku bursa untuk memperoleh keuntungan.

Informasi tersebut mempengaruhi pengambilan keputusan para investor yang pada akhirnya pasar bereaksi terhadap informasi yang masuk untuk mencapai keseimbangan baru. Jadi, pengaruh Olimpiade Beijing terhadap pergerakan bursa secara tidak langsung.

Berdasarkan UU RI Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, dijelaskan bahwa informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.

Sehingga, suatu informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal, termasuk terjadinya suatu peristiwa atau fakta tertentu dapat menimbulkan suatu reaksi di pasar modal. Terbentuknya reaksi pada

pasar modal didorong muatan informasi dan kemudahan mengakses informasi baru yang masuk pasar.

Informasi sebagai bentuk dari analisis fundamental merupakan penggerak harga. Ketika semua indikator teknikal menunjukkan grafik bergerak naik, justru harga bergerak turun. Sebuah berita fundamental menentukan apakah ekonomi negara yang bersangkutan dalam keadaan sehat atau tidak.

Informasi atau berita sekaligus dinilai sebagai pembentuk kecenderungan harga. Reaksi pasar saham terhadap informasi baru tidak semata berbicara mengenai benar dan salah atau berbicara mengenai logika yang seharusnya terjadi, melainkan juga mengenai psikologi pasar (<http://j-club.com>). Demikian pentingnya informasi hingga diibaratkan bahwa pasar modal tanpa informasi adalah judi (Anoraga, dkk., 2006:88)

Beberapa teori secara umum menyebutkan bahwa perilaku para investor bereaksi berlebihan (*overreact*) terhadap adanya berita mengenai informasi peristiwa, baik peristiwa keuangan maupun peristiwa non keuangan yang tak terduga dan dramatis yang tidak diantisipasi sebelumnya. Beberapa *event* yang tidak diantisipasi mempengaruhi seluruh ekonomi yang ada dan mempengaruhi harga saham secara signifikan, baik apresiasi saham ataupun depresiasi saham (Rahmawati, dkk., 2005:66).

Secara sederhana, informasi yang masuk ke pasar berupa kejadian, berita dan sebagainya akan direspon oleh pasar. Pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing- China 2008 merupakan salah satu kejadian yang sekaligus dinilai sebagai informasi. Respon pelaku pasar akan nampak pada pergerakan harga saham.

Berdasarkan uraian di atas dan perkembangan perekonomian Indonesia, penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul :
“REAKSI PASAR MODAL INDONESIA SEBELUM, SAAT DAN SETELAH PELAKSANAAN PEKAN OLAHRAGA OLIMPIADE BEIJING-CHINA 2008 (Studi pada Subsektor Farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI))”

B. RUMUSAN MASALAH

Dari pemaparan tersebut di atas, maka dirumuskan permasalahan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan *return* saham antara sebelum *event date* dengan saat *event date* olimpiade Beijing pada subsektor farmasi?
2. Apakah terdapat perbedaan *return* saham subsektor farmasi antara saat dan setelah pelaksanaan pekan olahraga Olimpiade Beijing- China 2008?

3. Apakah terdapat perbedaan *return* sebelum dengan sesudah pelaksanaan Olimpiade Beijing?

C. TUJUAN PENELITIAN

Penelitian dengan judul "*Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum, Saat dan Setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008*" ini bertujuan :

1. Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan *return* saham sebelum dan saat *event date* atas pelaksanaan pekan olahraga Olimpiade Beijing- China 2008,
2. Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan *return* saham antara saat dan setelah pelaksanaan pekan olahraga Olimpiade Beijing-China 2008 pada subsektor farmasi,
3. Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan *return* saham sebelum dengan sesudah pelaksanaan Olimpiade Beijing.

D. BATASAN PENELITIAN

Untuk lebih memfokuskan penelitian serta mengoptimumkan hasil, maka penelitian ini difokuskan pada:

1. Variable yang diteliti terdiri atas *abnormal return*, *Trading Volume Activity (TVA)*, *bid-ask spread* dan *Security Return Variability (SRV)*,

2. Harga saham yang dipakai sebagai data penelitian adalah harga penutupan (*closing price*) dengan asumsi telah mewakili pergerakan harga saham dalam satu- satuan hari bursa,
3. Periode pengamatan selama 130 hari bursa yang terdiri atas 100 hari periode estimasi, 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pelaksanaan serta 10 hari pelaksanaan,
4. Memiliki hari perdagangan tidak kurang dari 90% atas total hari selama masa penelitian,
5. Tidak sedang melakukan *right issue, delisting, suspend* dan *corporate action* lainnya yang mempengaruhi harga saham dalam penelitian.

E. MANFAAT PENELITIAN

Dengan dilakukannya pengkajian mengenai *Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum, Saat dan Setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing- China* (studi pada subsektor farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI)), maka diharapkan hasil penelitian mampu memberikan nilai tambah :

1. Bagi investor
sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan pengambilan keputusan investasi dan pengambilan posisi (jual dan beli)

2. Bagi emiten

sebagai dasar pertimbangan mengambil keputusan di bidang keuangan, utamanya untuk mencapai tujuan manajemen keuangan sesuai dengan Standar Akuntansi Keuangan (SAK)

3. Bagi pemerintah

sebagai alat dan barometer dalam pengambilan kebijakan baik kebijakan fiskal ataupun moneter, serta sebagai pijakan awal dalam memecahkan permasalahan perekonomian Indonesia dalam bidang makroekonomi

4. Bagi penulis

diharapkan mampu memberi wawasan baru sekaligus sebagai salah satu wujud bentuk apresiasi pada bidang keilmuan

5. Bagi pihak lain

sebagai referensi tambahan bagi penelitian selanjutnya dengan analisis yang lebih komprehensif dan mendalam

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. PENELITIAN TERDAHULU

Penelitian Elizabeth Alim dan Martha Widiya Santosa (2002) mengenai "*Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik dalam Negeri (Event Study: Peristiwa Pelantikan Megawati Soekarnoputri sebagai Presiden RI ke- 5)*" menyimpulkan bahwa *abnormal return* yang dihasilkan pada *event date* tidak signifikan dari hasil pengujian hipotesa dengan menggunakan uji t satu sampel. *Abnormal return* positif yang signifikan terdapat pada dua hari setelah terjadinya *event date*, dan *abnormal return* negatif yang signifikan terdapat pada 4 hari dan 8 hari setelah *event date*. Dari penelitian tersebut menghasilkan tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* antara sebelum *event date* dan sesudahnya. Dengan kata lain, pasar modal Indonesia belum dapat dikatakan sebagai pasar modal efisien.

Hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Sandi Herigita K (2004) yang berjudul "*Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Non Ekonomi (Studi Kasus Peristiwa Bom Kuningan 9 September 2004)*" menunjukkan bahwa terjadi *abnormal return* pada hari (-6), (-2), (+2) dan (+8). Namun pengaruhnya relatif kecil karena kejadian tersebut dirasa sudah menjadi hal biasa bagi investor akibat seringnya

peristiwa serupa yang telah mendahuluinya. Uji beda dua rata-rata yang dilakukan pada *abnormal return*, variabilitas *return* perusahaan dan aktivitas volume perdagangan menunjukkan hasil tidak signifikan. Kesimpulannya, tidak terjadi perubahan signifikan pada variabel yang diteliti pada periode *event*.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Dwi Agustinasari "*Analisis Reaksi Saham terhadap News dan Rumors (Event Study: Kenaikan BBM dan Bom Bali pada JII)*", atas 30 perusahaan yang tercatat pada Jakarta Islamic Indeks (JII) pada tahun 2005 dengan menggunakan *kolomogrov-smirnov test*, *paired sample t-test* membuktikan bahwa pasar modal Indonesia kurang terpengaruh oleh lingkungan ekonomi makro seperti kebijakan pemerintah dalam menaikkan harga BBM. Pengaruh yang terjadi hanya karena adanya ketidakpastian informasi tentang kenaikan harga BBM, *Event* Bom Bali tidak mendapatkan respon dari pasar karena peristiwa semacam ini sering terjadi di Indonesia.

Penelitian berikutnya yang berjudul "*Analisis Likuiditas Saham Sebelum, Saat dan Sesudah Bencana Banjir antara Tahun 2007 dan 2008 di Ibu Kota Jakarta (Studi pada Industri Dasar dan Kimia di Bursa Efek Indonesia)*", oleh Mohammad Hamidi (2008) menunjukkan bahwa likuiditas saham yang tercermin pada volume perdagangan, *bid-ask spread*, *width* dan *relisiency* selama periode pengamatan antara sebelum

dan saat bencana banjir tidak terdapat perbedaan, begitu pula pada periode pengamatan sebelum dan sesudah, serta saat dan sesudah bencana banjir di ibu kota Jakarta tidak terdapat perbedaan signifikan atas 27 perusahaan industri dasar dan kimia.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

NO	PENELITI/ TAHUN	JUDUL	VARIABEL PENELITIAN	JENIS PENELITIAN	POPULASI DAN SAMPEL	TEKNIK PENGUMPUL AN DATA	METODE ANALISIS DATA	KESIMPULAN
1	Elizabeth Alim dan Martha Widiya Santosa (2002)	Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik dalam Negeri (Event Studi: Peristiwa Pelantikan Megawati Soekarnoputri sebagai Presiden RI ke-5)	1) <i>Actual Return</i> , 2) <i>Abnormal Return</i> , 3) <i>Average Abnormal Return</i> , <i>Cummulative Abnormal Return (CAR)</i> dan <i>Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)</i> 4) Deviasi standar rata-rata sebelum dan sesudah peristiwa	<i>Event study</i> (studi kasus)	1) Populasi : seluruh perusahaan yang <i>go publik</i> di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 2001 2) Sampel penelitian berdasarkan kriteria : a) Data perusahaan LQ 45 tahun 2000-2001, b) Harga <i>closing price</i> harian LQ 45 selama periode pengamatan, c) Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama periode pengamatan	1) <i>Library research</i> (studi kepustakaan), 2) <i>Field research</i> (studi lapangan)	1) <i>Uji-t satu sampel (one sample t-test)</i> 2) <i>Uji dua sample bersamaan (paired sample t-test)</i>	1) <i>Abnormal return</i> pada <i>event date</i> tidak signifikan dari hasil pengujian uji t satu sampel. <i>Abnormal return</i> positif terjadi pada 2 hari setelah <i>event date</i> , sementara <i>abnormal return</i> negatif signifikan terdapat pada 4 hari dan 8 hari setelah <i>event date</i> 2) Tidak terdapat perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> antara sebelum dan sesudah <i>event date</i> .
2	Sandi Herigita K (2004)	Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Non Ekonomi (Studi Kasus Peristiwa Bom Kuningan 9 September 2004)	1) <i>Abnormal Return (AR)</i> , 2) <i>Security Return Variability (SRV)</i> 3) <i>Trading Volume Activity (TVA)</i>	<i>Event study</i> (studi kasus)	1) Populasi : 45 saham yang tergabung dalam indeks LQ 45, 2) Sampel: 35 perusahaan yang telah memenuhi kriteria: a) Tercantum terus-menerus dalam LQ 45 selama	Dokumentasi dari internet, media massa, ICMD, BI, pojok BEJ dan data lain yang mendukung	1) Uji t-one sample test, 2) Uji beda dua rata-rata	1) Peristiwa bom di Kuningan Jakarta memiliki dampak terhadap pasar modal Indonesia. Terdapat reaksi negatif pada hari ke (-6) dan (+2). Reaksi positif terjadi pada hari ke (-2) dan (+8), 2) Rata-rata <i>return</i> yang diterima investor tidak

Lanjutan tabel 2.1

					periode pengamatan, b) Memiliki beta positif lebih dari 0,5			berbeda secara statistik antara sebelum dengan sesudah peristiwa, 3) Tidak terdapat perbedaan signifikan pada rata-rata variabilitas pendapatan investor antara sebelum dan sesudah peristiwa, 4) Tidak terdapat perbedaan secara statistik antara volume perdagangan saham sebelum dan sesudah peristiwa.
3	Dwi Agustinasari (2006)	Analisis Reaksi Saham terhadap News dan Rumors (Event Study: Kenaikan BBM dan Bom Bali pada JII)	1) <i>Abnormal Return (AR)</i> , 2) <i>Average Abnormal Return (AAR)</i> , 3) <i>Cumulative Abnormal Return (CAR)</i> , 4) <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> .	<i>Event study</i> (studi kasus)	Populasi dan sampel : saham perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Indeks berjumlah 30 emiten	Dokumentasi	1) <i>Kolmogrov-smirnov test</i> 2) <i>Paired sample t- test</i> , data terdistribusi normal, 3) <i>Wilcoxon rank test</i> , data terdistribusi tidak normal	1) Pasar modal Indonesia kurang terpengaruh oleh lingkungan ekonomi makro seperti kebijakan pemerintah dalam menaikkan harga BBM. Pengaruh yang terjadi hanya karena adanya ketidakpastian informasi tentang kenaikan harga BBM, 2) <i>Event</i> Bom Bali tidak mendapatkan respon dari pasar karena peristiwa semacam ini sering terjadi di Indonesia.
4	Mohammad Hamidi (2008)	Analisis Likuiditas Saham Sebelum, Saat dan Sesudah Bencana Banjir antara Tahun 2007 dan	1) <i>Aktivitas Volume Perdagangan (AVP)</i> , 2) <i>Bid- ask spread</i> , 3) <i>Width</i> , 4) <i>Resiliency saham</i>	<i>Event study</i> (studi kasus)	1) Populasi : 53 perusahaan dari 8 sektor industri dasar dan kimia 2) Sampel : 27 perusahaan dengan syarat bukan saham	Dokumentasi dari <i>financial market laboratory</i> FE UIN Malang	<i>Compare mens paired sample t- test</i> , uji-t	1) Hasil pengujian terhadap likuiditas saham berupa <i>AVP</i> , <i>bid-ask spread</i> , <i>width</i> dan <i>resiliency</i> , selama periode pengamatan antara sebelum dan saat bencana banjir tidak terdapat

Lanjutan tabel 2.1

		2008 di Ibu Kota Jakarta (Studi pada Industri Dasar dan Kimia di Bursa Efek Indonesia)			tidur, adanya kecukupan data, telah <i>listing</i> sebelum 2008.			perbedaan signifikan, 2) Pengujian likuiditas saham pada periode pengamatan sebelum dan sesudah bencana banjir tidak terdapat perbedaan signifikan, 3) Pengujian likuiditas saham pada periode pengamatan saat dan sesudah bencana banjir tidak terdapat perbedaan signifikan
5	Inna Fiena Nurahman (2009)	Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum, Saat dan Setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008 (Studi pada Subsektor Farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI))	1) <i>Abnormal return</i> , 2) <i>Bid-ask spread</i> , 3) <i>Trading Volume Activity (TVA)</i> , 4) <i>Security Return Variability (SRV)</i>	Event studi melalui pendekatan statistik parametrik	1) Populasi: seluruh perusahaan farmasi yang <i>listing</i> (tercatat) pada Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008 2) Sampel penelitian 7 perusahaan yang telah memenuhi kriteria: a) Memanfaatkan data harga penutupan harian, b) Saham diperdagangkan pada lantai bursa tidak kurang dari 90% atas masa penelitian c) Memiliki kecukupan data.	1) <i>Library research</i> (studi kepustakaan), 2) <i>Field research</i> (studi lapangan)	1) Uji analisis <i>event study</i> , 2) Uji normalitas, 3) Uji asumsi klasik (<i>autokorelasi, multikolinieritas dan heterokedastisitas</i>), 4) Uji beda untuk 2 sampel berpasangan (<i>paired sample t-test</i>)	1) Tidak terdapat perbedaan <i>return</i> saham sebelum dan saat <i>event date</i> atas pelaksanaan pekan olahraga Olimpiade Beijing-China 2008, 2) Tidak terdapat perbedaan <i>return</i> saham antara saat dan setelah pelaksanaan pekan olahraga Olimpiade Beijing-China 2008 3) Tidak terdapat perbedaan <i>return</i> saham sebelum dan sesudah pelaksanaan Olimpiade Beijing 2008.

Sumber: olahan penulis, 2009

Pada tahun 2009, penulis berupaya mengangkat judul "*Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum, Saat dan Setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008 (Studi pada Subsektor Farmasi Bursa Efek Indonesia (BEI))*", yang memiliki persamaan dengan penelitian sebelumnya berupa (1) kesamaan lokasi penelitian, yaitu pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yang sebelumnya bernama Bursa Efek Jakarta (BEJ); (2) jenis penelitian, yaitu *event study*; (3) kesamaan jenis data dan sumber data, yaitu data sekunder berupa laporan, informasi, pergerakan harga saham yang termuat dalam Bursa Efek Indonesia.

Yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya diantaranya (1) *event* yang diangkat, yaitu pada pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing- China 2008; (2) objek penelitian pada industri farmasi; (3) lingkup penelitian pada subsector; (4) indikator penelitian berupa *abnormal return*, *bid-ask spread*, *Security Return Variability (SRV)* dan *Trading Volume Activity (TVA)*; serta (5) periode penelitian, selama 130 hari yang terdiri atas 100 hari *estimation period* (periode estimasi), 10 hari sebelum, 10 hari setelah dan 10 hari *event date* .

B. KAJIAN TEORITIS

1. INFORMASI

a. Pengertian dan Klasifikasi Informasi

Menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI), informasi adalah penerangan, pemberitahuan, kabar atau berita tentang sesuatu, dan keseluruhan makna yang menunjang amanat yang terlihat di bagian amanat itu.

Menurut UU RI Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasal 1, ayat 7, informasi atau fakta material adalah :

“informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut”.

Jones (1998) dalam Gumanti, dkk (2002:56), menyebutkan bahwa harga sekarang suatu saham (sekuritas) mencerminkan dua jenis informasi, yaitu informasi yang sudah diketahui dan informasi yang masih memerlukan dugaan. Informasi yang sudah diketahui meliputi dua macam, yaitu informasi masa lalu (misalnya laba tahun atau kuartal yang lalu) dan informasi saat ini (*current information*) selain juga kejadian atau peristiwa yang telah diumumkan tetapi masih akan terjadi (misalnya rencana pemisahan saham).

Sementara, untuk informasi yang masih membutuhkan dugaan adalah jika banyak investor percaya bahwa suku bunga akan segera turun, harga-harga akan mencerminkan kepercayaan ini sebelum penurunan sebenarnya terjadi.

Fama (1970) dalam Alim, dkk (2002:19) mengklasifikasikan informasi yang relevan menjadi tiga tipe, yaitu :

1) *Public and private information*

Merupakan semua informasi yang tersedia baik kepada publik maupun tidak.

2) *Public information*

Merupakan bagian dari tipe pertama, dimana semua informasi tersedia hanya bagi publik

3) *Past price information*

Merupakan informasi mengenai harga saham, yang didapatkan dengan menganalisa harga pasar dan perubahan harga saham di waktu lalu.

Tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga dan relevan dengan aktivitas pasar modal. Para pelaku pasar modal harus secara tepat menilai informasi yang relevan. Marston (1996) dalam Alim, dkk (2002:20), dalam

penelitiannya menemukan dua penyebab buruknya informasi, *pertama* karena kualitas informasi kurang berharga (*quality of information*). *Kedua*, distribusi informasi kurang lancar kepada investor.

Kualitas informasi terkait dengan muatan yang terkandung dalam informasi (*information content*). Dari muatan informasi dapat dilihat relevan tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal. Sedangkan distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan informasi (*accessibility*) dan biaya yang murah untuk mendapatkan informasi.

Menurut Anoraga, dkk (2006: 88-89), pada dasarnya ada tiga jenis informasi utama yang perlu diketahui oleh para perantara perdagangan efek, pedagang efek dan investor, yaitu:

- 1) Informasi pertama yang bersifat fundamental, merupakan informasi yang berkaitan dengan keadaan perusahaan, kondisi umum industri sejenis dan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kondisi dan prospek perusahaan tersebut di masa datang. Misalnya perubahan peraturan pemerintah.

- 2) Informasi yang berkaitan dengan masalah teknis. Informasi ini mencerminkan kondisi perdagangan efek, fluktuasi kurs, volume transaksi dan sebagainya. Informasi tersebut sangat penting bagi para perantara perdagangan efek dan pemodal untuk menentukan kapan suatu efek harus dibeli, dijual atau ditukar dengan efek lain untuk mendapatkan keuntungan maksimal,
- 3) Informasi yang berkaitan dengan faktor lingkungan, mencakup kondisi ekonomi, politik dan keamanan negara. Informasi ini dapat mempengaruhi prospek perusahaan serta perkembangan perdagangan efeknya, baik secara fundamental ataupun teknikal.

b. Olimpiade Beijing-China

Olimpiade Beijing merupakan olimpiade musim panas 2008 yang secara resmi dikenal sebagai *Games of the XXIX Olympiad* (pertandingan [Olimpiade](#) ke-29), adalah [ajang olahraga internasional](#) yang diadakan di [Beijing, Republik Rakyat Cina](#), dari [8 Agustus](#) (kecuali [sepak bola](#) yang dimulai dua hari sebelum hari pembukaan resmi olimpiade, yaitu pada [6 Agustus](#)) hingga [24 Agustus 2008](#), dengan acara pembukaan yang diadakan pada pukul 08:08:08 (8 malam

lewat 8 menit dan 8 detik). Angka 8 diasosiasikan dengan arti kemakmuran dan kepercayaan diri dalam budaya bangsa China (<http://id.wikipedia.org>).

Dalam acara pembukaan pekan olahraga olimpiade ini melibatkan sekitar 15.000 orang dan dihadiri oleh lebih dari 100 kepala Negara antar Negara. Olimpiade ini diikuti oleh 204 negara peserta, 11.028 atlet dan 302 pertandingan dari 28 cabang olahraga. Angka tersebut merupakan yang terbesar sepanjang sejarah olimpiade.

[Beijing](#) terpilih sebagai kota tuan rumah pada [13 Juli 2001](#), pada [Sidang IOC](#) ke-112 di [Moskwa](#), mengalahkan [Toronto](#), [Paris](#), [Istanbul](#) dan [Osaka](#). Setelah memenangkan pencalonan, Li Lanqing, wakil perdana menteri RRC, mendeklarasikan *"Kemenangan pencalonan Olimpiade 2008 adalah sebuah contoh pengakuan internasional atas kestabilan sosial, progres ekonomi dan sehatnya hidup rakyat China"*. Beijing sebelumnya mengajukan penawaran untuk menjadi tuan rumah [Olimpiade Musim Panas 2000](#) tetapi dikalahkan [Sydney](#) pada tahun 1993 pada penawaran final (<http://id.wikipedia.org>).

Logo resmi pertandingan, berjudul "Beijing Menari", dibentuk berdasarkan karakter kaligrafi *jing*, merujuk kepada

kota tuan rumah [Beijing](#). Maskot Beijing 2008 adalah lima [Fuwa](#) (boneka-boneka keberuntungan), masing-masing menggambarkan satu warna pada cincin Olimpiade. Moto Olimpiade 2008 adalah *Tong Yige Shijie, Tong Yige Mengxiang* (Satu Dunia, Satu Impian).

Gambar 2.1
Logo Olimpiade Beijing- China 2008



Sumber: wikipedia Indonesia, 2008, (<http://id.wikipedia.org>)

Pemerintah RRC berinvestasi dalam renovasi dan pembangunan 49 gelanggang olahraga dan stadion serta 59 pusat latihan. Karya arsitektural terbesarnya adalah [Stadion Nasional Beijing](#), [Stadion Tertutup Nasional Beijing](#), [Pusat Akuatika Nasional Beijing](#), *Olympic Green Convention Centre*, *Olympic Green* dan [Pusat Kebudayaan & Olahraga Wukesong Beijing](#) dengan biaya mencapai US\$ 2,1 milyar.

Pembangunan juga meliputi pembangunan system kereta api bawah tanah yang mulanya terdiri atas empat jalur dan 64 stasiun ditambah 7 jalur dan lebih dari 80 stasiun baru,

termasuk akses langsung ke Bandar Udara Internasional Ibu Kota Beijing.

Terkait dengan pagelaran akbar tersebut, otoritas kotamadya Beijing mendeklarasikan pada 10 April 2006, bahwa lebih dari 70 undang-undang dan peraturan lokal akan dibuat sebelum Olimpiade Musim Panas 2008. Peraturan-peraturan dan undang-undang ini termasuk pengusiran warga setempat yang tidak mempunyai [hukou](#) Beijing; pengusiran gelandangan, pengemis dan orang-orang dengan penyakit mental dari Beijing; memperkuat kontrol perbatasan; paksaan 'hari libur khusus', atau paksaan pencegahan untuk membuat warga Beijing tetap berada di rumah selama Olimpiade berlangsung; memperkuat kontrol atas orang-orang RRC dan [LSM](#) asing; dan melarang protes-protes apapun. Pemerintah juga telah memperkuat undang-undang yang berhubungan dengan penuntutan oleh mereka yang dipertimbangkan akan menyebarkan materi-materi yang kurang menguntungkan bagi negara. Menurut [Times Online Inggris](#), lebih dari 300.000 rumah digusur dan warganya direlokasikan untuk kepentingan pembangunan dalam persiapan Olimpiade 2008. Polisi Beijing menahan

banyak orang yang memprotes pengusiran (<http://id.wikipedia.org>).

c. Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China sebagai Informasi

Pengertian pekan menurut Kamus Ilmiah Populer (1994), yaitu minggu (7 hari), pasar; sementara olahraga diartikan sebagai gerak badan (untuk kesehatan), gimnastik. Olahraga menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI) diartikan sebagai gerak badan untuk menguatkan dan menyehatkan tubuh (seperti sepak bola, berenang, lempar lembing).

Pengertian olimpiade menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI) adalah pertandingan olahraga amatir antarbangsa yang diadakan setiap empat tahun sekali di negeri yang berlainan.

Dengan demikian, pekan olahraga olimpiade merupakan suatu even, peristiwa atau pertandingan olahraga yang hanya terjadi dalam empat tahun sekali dengan peserta lintas bangsa dan tuan rumah penyelenggara yang bergantian, yang pelaksanaannya lebih dari satu hari. Sementara pekan olahraga olimpiade Beijing merupakan kompetisi olahraga

dari berbagai cabang olahraga yang dilaksanakan di Beijing-China.

Penyelenggara yang bergantian mengindikasikan bahwa kebijakan pemerintah dinilai memiliki peran penting dalam pertunjukan akbar tersebut. Dibutuhkan waktu satu abad bagi China untuk dapat menjadi tuan rumah dalam olimpiade ini (Warta Ekonomi, 8 September 2008: 20). Kemenangan atas pencalonan China sebagai tuan rumah atas olimpiade akbar tersebut sekaligus dinilai sebagai salah satu bentuk pengakuan dunia internasional atas kestabilan sosial, progres ekonomi dan sehatnya hidup rakyat China.

Sehingga kebijakan yang dikeluarkan oleh otorita setempat menjadi perhatian banyak kalangan apabila kebijakan tersebut bersinggungan dengan lingkup ekonomi, politik, sosial dan sebagainya.

Utamanya berkaitan dengan bidang ekonomi, maka pelaku ekonomi akan segera merespon informasi kebijakan pemerintah setempat yang kemudian direspon balik oleh pelaku ekonomi di lintas negara bila kebijakan tersebut berkaitan dengan negara lain, misalnya ekspor impor.

Respon pelaku ekonomi memiliki hubungan *multiplier effect* (bersinambungan) tidak hanya pada pasar riil melainkan juga pasar modal melalui aksi jual beli saham.

Beberapa analis menyatakan bahwa pengaruh olimpiade terhadap perekonomian dan bursa saham China sangat kecil. Diperkirakan kurang dari 4% dari GDP. Prediksi tersebut jauh dibawah pengaruh olimpiade Seoul tahun 1988 dimana pengaruhnya ke GDP sebesar 25% (www.vibiznews.com)

2. REAKSI PASAR MODAL

a. Efisiensi Pasar

Konsep pasar modal yang efisien diartikan oleh West (1975) dalam Husnan (2005:259), dalam dua pengertian yang berbeda. *Eksternal efisiensi* menunjukkan bahwa pasar dalam keadaan keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak dapat memberikan tingkat keuntungan keseimbangan. *Internal efisiensi* menunjukkan bahwa pasar modal hanya memberikan harga yang “benar”, sekaligus memberikan berbagai jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin. Dalam hal ini efisiensi pasar modal

dikaitkan dengan informasi yang tersedia bagi pasar modal. Efisiensi eksternal sesuai dengan kondisi pasar modal yang efisien secara internasional.

Menurut Mudrajad Kuncoro (2001:210), suatu pasar modal dikatakan efisien bila investor secara efisien menggunakan informasi dalam memperoleh data. Dalam memperoleh peluang laba, investor membandingkan harga *asset actual* dengan harga ekuilibriumnya yang dihitung dengan menggunakan informasi yang secara umum tersedia. Bila harga *asset actual* menyimpang dari harga ekuilibrium, para investor dengan cepat memproses informasi dan melakukan transaksi yang dianggapnya sesuai. Akibatnya, harga *asset actual* menyesuaikan sedemikian rupa sehingga harga ekuilibrium tercapai.

Brealey (1988: 288) dalam Anoraga, dkk (2006:83-84) menyebutkan bahwa pasar modal efisien setidaknya memenuhi syarat (1) pasar tidak memiliki ingatan, (2) adanya kepercayaan pasar, (3) tidak ada khayalan keuangan, investor tidak dimungkinkan mendapat *return abnormal*, (4) investor dapat membuat alternative transaksi untuk dirinya sendiri, (5) refleksi satu sekuritas mencerminkan sekuritas secara

keseluruhan, dan (6) sekuritas mencerminkan “isi perut” emiten.

Jadi, efisiensi pasar merupakan suatu konsep merespon setiap informasi relevan yang masuk ke pasar sehingga mempengaruhi pergerakan harga pasar menuju pola keseimbangan baru.

Kecepatan reaksi suatu harga saham terhadap suatu kejadian menggambarkan tingkat efisiensi suatu pasar. Semakin efisien suatu pasar maka semakin cepat pula informasi terefleksi dalam harga saham. Ada tiga bentuk tingkatan untuk menyatakan efisiensi pasar modal menurut Husnan, dkk (2004: 254-255), yaitu :

1) Bentuk efisiensi lemah (*weak-form of the efficient market hypothesis*)

Keadaan dimana hanya mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga diwaktu lalu. Dalam keadaan semacam ini pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan diatas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga dimasa lalu

2) Bentuk efisiensi setengah kuat (*semi strong-form of the efficient market hypothesis*)

Keadaan dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga dimasa lalu melainkan semua informasi yang dipublikasikan. Para pemodal tidak dapat memperoleh tingkat pengembalian diatas normal dari pemanfaatan informasi publik. Penerbitan saham baru, pengumuman yield, perkiraan laba perusahaan, perubahan metode akuntansi, merger, stock split dan sebagainya yang berhubungan dengan informasi publik secara cepat dicerminkan dalam harga saham.

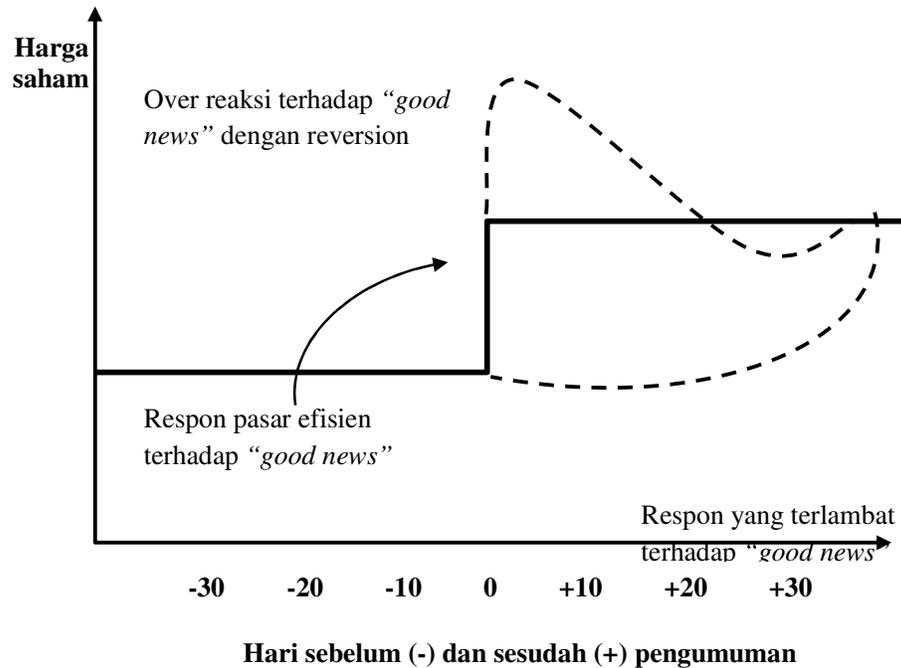
3) Bentuk efisiensi yang kuat (*strong-form of the efficient market hypothesis*)

Harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, melainkan juga dapat diperoleh dari hasil analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomian secara umum. Harga yang terbentuk selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham.

Perbedaan harga saham hanya terjadi bila pasar saham adalah efisien semi kuat secara keputusan, yaitu investor dapat merespon secara tepat atas informasi yang tersedia secara penuh di pasar modal.

Reaksi harga saham terhadap informasi baru pada pasar efisien dan inefisien :

Gambar 2.2:
Reaksi Harga Saham terhadap *Good News* pada Pasar Efisien dan Inefisien

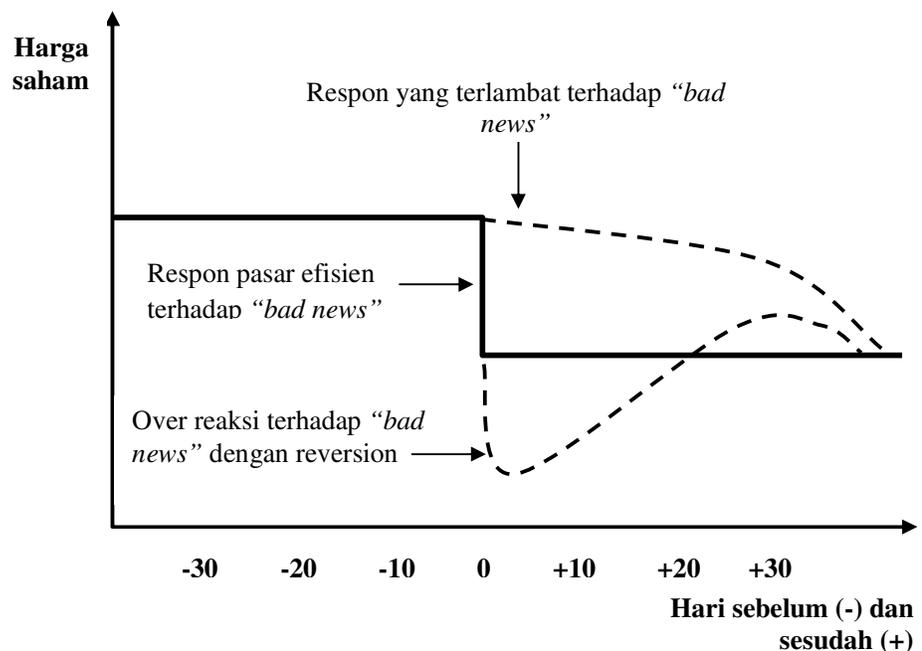


Sumber : Arthur J. Keown, James C. Van Horn, Bambang Rianto; 2008:15

Hasil penelitian Fama (1997) dalam Rahmawati, dkk (2005:67), mengenai efisiensi pasar, *return* jangka panjang dan perilaku keuangan, menyatakan bahwa pasar lebih sering *overreaction* daripada *underreaction* terhadap informasi. Dalam penelitiannya ditemukan bahwa terjadi *overreaction* dalam jangka panjang dan terjadi *underreaction* dalam jangka pendek.

Fama berpendapat bahwa terdapat dua bias informasi yang mempengaruhi harga saham. *Pertama*, yaitu bias *overconfidence* yaitu pasar terlalu percaya diri, dan hal ini menyebabkan para investor tersebut terlalu melebih-lebihkan pribadinya dalam menilai saham. *Kedua*, yaitu sifat dasar dari seseorang atau disebut *self attribution*, yang menyebabkan investor menjatuhkan penilaian publik atas nilai saham, yang terjadi pada saat penilaian publik terhadap nilai saham berbeda dengan penilaian investor secara pribadi.

Gambar 2.3:
Reaksi Harga Saham terhadap *Bad News* pada Pasar Efisien dan Inefisien



Sumber : Arthur J. Keown, James C. Van Horn, Bambang Rianto; 2008:16

Kondisi-kondisi ideal kemungkinan terjadinya pasar efisien dalam kehidupan nyata: (Gumanti, dkk; 2002:56)

- 1) Banyak terdapat investor rasional dan berorientasi pada maksimisasi keuntungan secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai dan berdagang saham. Investor-investor ini adalah *price taker*, artinya pelaku itu sendiri tidak akan dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas,
- 2) Tidak diperlukan biaya untuk mendapatkan informasi dan informasi tersedia bebas bagi pelaku pasar pada waktu yang hampir sama (tidak jauh berbeda),
- 3) Informasi diperoleh secara acak, dalam arti setiap pengumuman yang ada di pasar adalah bebas atau tidak terpengaruh dari pengumuman yang lain,
- 4) Investor bereaksi dengan cepat dan sepenuhnya terhadap informasi baru yang masuk di pasar, yang menyebabkan harga saham segera melakukan penyesuaian.

Dalam penilaian yang berbeda, Warren Buffet, seorang investor sekaligus analis terkemuka dunia dalam pasar modal mengatakan, hingga kini kampus masih mengajarkan teori pasar yang efisien (*efficient market theory*) yang sudah menjadi standard kurikulum sejak seperempat abad sebelumnya.

Perkembangan pasar belakangan ini, menurutnya merupakan ilustrasi betapa teori tersebut salah dalam memberikan panduan (*misguided*). (Ismawan; 2009:74)

Pasar tidak pernah efisien, karena informasi tidak pernah menyebar dalam derajat yang sama kepada semua orang. Pasar tidak pernah efisien, karena ada pelaku pasar tertentu yang memiliki kekuatan untuk mempengaruhi pelaku pasar yang lain. (Ismawan; 2009:74)

Dalam kalimat yang berbeda, George Soros mengungkapkan dalam karyanya berjudul *The New Paradigm For Financial Market* bahwa *theory equilibrium* tidak berjalan sempurna karena para pelaku pasar tidak memiliki pengetahuan tentang pasar secara sempurna. Pemerintah seyogyanya tidak memberi tempat tumbuhnya transaksi-transaksi non riil tersebut diatas yang cenderung tidak membawa manfaat apa-apa kecuali memenuhi hasrat para petaruh. Sehingga, pasar membutuhkan adanya lembaga khusus yang mengontrol jalannya perusahaan *financing* besar dan *financial markets*, yang selama ini dapat dikatakan diatas dan diluar kontrol negara, dengan catatan lembaga tersebut memiliki data akurat tentang pasar. (Business Review; 2008:63)

Terkait dengan pernyataan Warren Buffett dan George Soros tentang kelemahan teori efisiensi pasar (*efficiency market hypothesis*) telah menimbulkan teori-teori baru mengenai informasi yang mempengaruhi harga saham, seperti teori *noise* (*noise theory*) dan teori *chaos* (*chaos theory*). Teori *noise* (Cunningham dalam Nasution, 2001) menyebutkan bahwa *attribute market breaks and excess volatility to irrational investors who overreact to the flow of information*. Jadi menurut teori *noise*, investor di pasar modal dipengaruhi oleh aspek psikologis dan emosi yang tidak berkaitan dengan nilai-nilai fundamental. Teori *noise* mengembangkan teori perubahan harga tidak hanya dari informasi fundamental, melainkan berdasarkan faktor psikologis dan emosi (Kodrat; 2002:4).

Teori *chaos* (*chaos theory*) menolak teori *efficiency market hypothesis* dan menyatakan bahwa harga bergerak secara random dan praktis. Pandangan teori *chaos* terhadap informasi menekankan informasi tidak segera diadopsi oleh harga pasar sebagaimana diprediksi oleh teori *efficiency market hypothesis* dan teori *noise*. Perbedaannya terletak pada dua hal, yaitu (1) teori *chaos* menunjukkan bahwa informasi mempunyai nilai yang berlanjut, bahkan sesudah transaksi terjadi, dengan hasil efisiensi dalam bentuk lemah pada pendekatan *efficiency*

market hypothesis, (2) nilai yang berlanjut ini secara tidak langsung kemungkinan akan mempengaruhi kekuatan ekonomi makro, struktur dan teknis yang berjalan secara sistematis pada perilaku pasar dan harga. Mekanisme ini menunjukkan mekanisme penentuan harga pasar. (Kodrat; 2002:4)

b. Pengujian Efisiensi Pasar

Menurut Dyckman dan Morse (1986) dalam Gumanti, dkk (2002:62), pengujian pasar efisien dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu pengujian berbasis informasi non-akuntansi dan akuntansi. Pengujian berbasis informasi non-akuntansi didasarkan pada ketiga bentuk pasar efisien menurut Fama (1970) dan beberapa variasi yang masih berkaitan dengan aspek non-akuntansi. Sedangkan pengujian berbasis informasi akuntansi tidak mengikuti bentuk pasar efisien yang ada.

Tabel 2.2
Ringkasan Pengujian Pasar Efisien Berdasarkan Jenis Informasi

No	Jenis Informasi	Dasar Pengujian
1	Informasi non-akuntansi	<p>A. <i>Efficiency based market test</i></p> <p>1) <i>Weak form-efficiency</i></p> <p style="padding-left: 20px;">a) <i>Serial correlation tests</i></p> <p style="padding-left: 20px;">b) <i>Filter rule tests</i></p> <p style="padding-left: 20px;">c) <i>Cyclical tests</i></p> <p>2) <i>Semi-strong form efficiency</i></p> <p style="padding-left: 20px;">a) <i>Stock splits</i></p> <p style="padding-left: 20px;">b) <i>Block traders</i></p> <p style="padding-left: 20px;">c) <i>Dividend announcement</i></p> <p style="padding-left: 20px;">d) <i>Macroeconomic factors</i></p> <p style="padding-left: 20px;">e) <i>Exchange market information and characteristics</i></p> <p style="padding-left: 20px;">f) <i>Firm size and year-end tax effect</i></p> <p style="padding-left: 20px;">g) <i>Second-hand information</i></p> <p>3) <i>Strong form efficiency</i></p> <p style="padding-left: 20px;">a) <i>Tests of mutual fund performance</i></p> <p style="padding-left: 20px;">b) <i>Trading by insiders</i></p> <p style="padding-left: 20px;">c) <i>Using price changes and trading volume to make inferences about the use of private information</i></p> <p>B. <i>Test of price variances and overreaction to information</i></p> <p>C. <i>Arbitrage opportunities</i></p> <p>D. <i>Takeovers and mergers</i></p> <p>E. <i>Using experimental market to test for market efficiency</i></p>
2	Informasi akuntansi	<p>A. <i>Test of returns following accounting announcements</i></p> <p style="padding-left: 20px;">1) <i>Use of the earnings number</i></p> <p style="padding-left: 20px;">2) <i>Use of other information in the accounting report</i></p> <p>B. <i>Trading strategies based on P/E ratios</i></p> <p>C. <i>Changes in accounting policies</i></p> <p style="padding-left: 20px;">1) <i>Mandatory accounting changes for increased disclosure</i></p> <p style="padding-left: 20px;">2) <i>Mandatory changes constraining accounting principle choice</i></p> <p style="padding-left: 20px;">3) <i>Discretionary accounting changes</i></p>

Sumber: Morse dan Dale (1986: 27-67) dalam Gumanti dan Utami (2002: 63)

c. Anomali Pasar (*Market Anomalies*)

Dalam membahas pengujian pasar efisien, maka harus juga membahas tentang adanya ketidak-teraturan (anomali) yang ada yang terkait dengan hipotesis pasar efisien. Anomali

di sini adalah salah satu bentuk dari fenomena yang ada di pasar. Pada anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya, suatu peristiwa (*event*) dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return*. Dengan kata lain seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu. Anomali yang ada, tidak hanya ditemukan pada satu jenis bentuk pasar efisien saja, tetapi ditemukan pada bentuk pasar efisien yang lain. Artinya, bukti empiris adanya anomali di pasar modal muncul pada semua bentuk pasar efisien, walaupun kebanyakan ditemukan pada bentuk efisien semi-kuat (*semi strong*) (Gumanti, dkk; 2002:65).

Dalam teori keuangan (dalam Gumanti, dkk; 2002:65-66), dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar. Keempat anomali tersebut adalah (1) anomali perusahaan (*firm anomalies*), (2) anomali musiman (*seasonal anomalies*), (3) anomali peristiwa atau kejadian (*event anomalies*), dan (4) anomali akuntansi (*accounting anomalies*).

Gambaran berbagai macam anomali yang telah ditemukan di pasar sekuritas (saham)

Tabel 2.3
Ringkasan Anomali Pasar

No	Kelompok	Jenis Khusus	Keterangan
1	Anomali peristiwa	1. <i>Analysts' Recommendation</i>	Semakin banyak analis merekomendasi untuk membeli suatu saham, semakin tinggi peluang harga akan turun
		2. <i>Insider Trading</i>	Semakin banyak saham yang dibeli oleh <i>insiders</i> , semakin tinggi kemungkinan harga akan naik
		3. <i>Listings</i>	Harga sekuritas cenderung naik setelah perusahaan mengumumkan akan melakukan pencatatan saham di Bursa
		4. <i>Value Line Rating Changes</i>	Harga sekuritas akan terus naik setelah <i>Value Line</i> menempatkan rating perusahaan pada urutan tinggi
2	Anomali Musiman	1. <i>January</i>	Harga sekuritas cenderung naik di bulan Januari, khususnya di hari-hari pertama
		2. <i>Week-end</i>	Harga sekuritas cenderung naik di hari Jumat dan turun hari Senin
		3. <i>Time of Day</i>	Harga sekuritas cenderung naik di 45 menit pertama dan 15 menit terakhir perdagangan
		4. <i>End of Month</i>	Harga sekuritas cenderung naik di hari-hari akhir tiap bulan
		5. <i>Seasonal</i>	Saham perusahaan dengan penjualan musiman tinggi cenderung naik selama musim ramai
		6. <i>Holidays</i>	Ditemukan <i>return</i> positif pada hari terakhir sebelum musiman
3	Anomali Perusahaan	1. <i>Size</i>	<i>Return</i> pada perusahaan kecil cenderung lebih besar walaupun sudah disesuaikan dengan resiko
		2. <i>Closed-end Mutual funds</i>	<i>Return</i> pada <i>close-end funds</i> yang dijual dengan potongan cenderung lebih tinggi
		3. <i>Neglect</i>	Perusahaan yang tidak diikuti oleh banyak analis cenderung menghasilkan <i>return</i> lebih tinggi

		4. <i>Institutional Holdings</i>	Perusahaan yang dimiliki oleh sedikit institusi cenderung memiliki <i>return</i> lebih tinggi
4	Anomali Akuntansi	1. <i>P/E</i>	Saham dengan <i>P/E ratio</i> rendah cenderung memiliki <i>return</i> yang lebih tinggi
		2. <i>Earnings Surprise</i>	Saham dengan capaian <i>earnings</i> lebih tinggi dari yang diperkirakan cenderung mengalami peningkatan harga
		3. <i>Price/ Sales</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik
		4. <i>Price/ Book</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik
		5. <i>Dividend Yield</i>	Jika <i>yield</i> -nya tinggi cenderung berkinerja lebih baik
		6. <i>Earnings Momentum</i>	Saham perusahaan yang tingkat pertumbuhan <i>earnings</i> -nya meningkat cenderung berkinerja lebih baik

Sumber: Levy 1996:436 dalam Gumanti dan Utami (2002:66-67)

d. Fluktuasi Harga Saham

Penyerapan informasi oleh pasar secara efisien akan menimbulkan reaksi pada pasar modal berupa fluktuasi atau pergerakan naik- turunnya harga saham sebagai salah satu instrumen pasar modal. Fluktuasi harga saham terjadi ketika suatu informasi masuk ke pasar, maka pasar akan mengoreksi muatan informasi dengan melakukan aksi jual dan atau beli untuk memperoleh keuntungan (*capital gain*), selisih harga jual saham terhadap harga belinya. Bila aksi jual

lebih tinggi dari aksi beli maka harga saham akan turun, begitu pula sebaliknya.

Menurut Zuhroh (2000:1), salah satu ciri pasar modal yang kokoh adalah tidak mudahnya pasar mengalami fluktuasi harga yang berlebih-lebihan. Terkait dengan fluktuasi harga saham, Benjamin Graham (Pardoe; 2007:77) dalam (Ismawan; 2009:50), mengungkapkan bahwa fluktuasi pasar hanya mempunyai satu makna penting bagi investor sejati. Fluktuasi pasar memberinya peluang untuk membeli dengan bijak pada saat harga turun tajam dan menjual dengan bijak pada saat harga meningkat tinggi.

Sjahrir (1990) dalam Alim, dkk (2002:28), berpendapat bahwa harga saham dipengaruhi oleh prinsip- prinsip :

- 1) Keadaan ekonomi dari negara yang bersangkutan,
- 2) *Policy* pemerintah dalam mengembangkan ekonomi termasuk pasar modal,
- 3) *Buying power* dari masyarakat,
- 4) Harapan investor mengenai perkembangan ekonomi dan perkembangan perusahaan -perusahaan yang telah dan akan *go publik*,

5) Perekonomian dunia, yaitu ekonomi terbuka menyebabkan keadaan ekonomi dari negara-negara pasaran barang produksi kita ikut mempengaruhi harga saham.

Berkaitan dengan point ke-1, ke-2 dan ke-5 mengindikasikan bahwa kegiatan atau fakta berupa informasi melalui pelaksanaan kegiatan besar yang menyita perhatian banyak kalangan menjadi salah satu faktor penggerak harga saham. Seperti halnya pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing-China 2008.

Terkait dengan fluktuasi pasar, Warren Buffet memberikan penilaian bahwa penurunan pasar bukanlah pukulan. Tetapi peluang membeli. Sesuatu yang liar terjadi di pasar. Setelah bertahun-tahun, pasar tidak menjadi lebih rasional. Mereka semakin menjadi pengekor. Ketika orang-orang panik, ketika ketakutan atau keserakahan menguasai situasi, orang-orang bereaksi sama irasionalnya dengan yang telah mereka lakukan di masa silam (*Fortune*, 28 April 2008, pp.25-28 dalam Ismawan; 2009:44-45).

Fluktuasi harga pada pasar saham umumnya tidak dibatasi. Di BEI suatu saham otomatis akan di-*suspend* (dihentikan sementara) dalam perdagangan jika dalam satu

hari telah mengalami kenaikan atau penurunan sebesar 50% (<http://www.eramuslim.com>).

Kunci untuk menjadi seorang investor yang baik adalah untuk mengenali nilai, melihat sesuatu yang tidak bisa dilihat orang lain. Dalam pasar yang anjlok, semua orang akan panik. Dalam kondisi panik, pandangan mereka tidak lagi tajam. Segalanya serba darurat. Situasi ini dapat teratasi dengan: (1) otak yang waras, (2) nyali, dan (3) uang tunai (Ismawan; 2009:45).

Sikap mental yang benar dalam menghadapi fluktuasi pasar menurut ajaran Benjamin Graham dibangun dengan mengacu kepada “seorang teman yang sangat membantu, namanya Tn. Pasar. Ia muncul setiap hari dan menyatakan pada tingkat harga berapa ia berani membeli saham Anda (dalam bisnis swasta) atau menjual miliknya kepada Anda”. Tn. Pasar mengidap suatu “permasalahan emosi yang tidak terobati” yang menyebabkan harga-harga yang ia sebutkan berubah-ubah tidak menentu antara sikap optimisme dan pesimisme. Namun, Anda tidak tertarik untuk mengetahui apa-pun kecuali harga yang ia sebutkan dan apakah harga tersebut menarik bagi Anda. Tn. Pasar ada untuk melayani

Anda, bukan untuk membimbing Anda. Dompoknya yang Anda butuhkan, bukan kearifannya (Heller, 2008:26).

e. Return Saham

Return saham adalah pendapatan yang dinyatakan dalam persentase dari modal awal investasi. Pendapatan investasi dalam saham meliputi keuntungan jual beli saham, dimana jika untung disebut *capital gain* dan jika rugi disebut *capital loss*. Disamping *capital gain*, investor juga akan menerima dividen tunai dua kali setiap tahunnya (Samsul, 2006:291).

Abnormal return terjadi setiap hari pada setiap jenis saham, yaitu selisih antara *return aktual* dan *return ekspektasi* yang dihitung secara harian. Karena dihitung secara harian, maka dalam suatu periode dapat diketahui *abnormal return* tertinggi dan terendah, dan dapat pula diketahui pada hari ke berapa reaksi paling kuat terjadi pada masing-masing jenis saham. Kebocoran informasi yang mengakibatkan *abnormal return* yang muncul pada masa sebelum suatu peristiwa terjadi akan tampak (Samsul, 2006:276).

Abnormal return dapat diperoleh investor pada sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan dan *return* tersebut bersifat sementara.

Return saham ditentukan oleh tingkat likuiditasnya. Likuiditas berkaitan dengan kemampuan suatu saham untuk dapat secara cepat diubah menjadi uang ataupun kembali ke dalam bentuk saham dengan biaya sedikit dengan dampak yang kecil terhadap harga saham.

Amihud, dkk (1986) dalam Nuri Lesmana Hidayah (2005:20), mengemukakan bahwa saham yang tidak likuid akan mensyaratkan return yang lebih tinggi, dan saham yang kurang likuid cenderung dimiliki untuk jangka waktu yang lama dibandingkan dengan saham yang likuid.

Dalam penelitiannya mereka menyatakan bahwa tingginya *return* saham yang disyaratkan memberikan insentif kepada perusahaan untuk meningkatkan likuiditas pada sekuritas mereka sehingga akan mengurangi biaya oportunitas modal. Dengan demikian, kebijakan untuk meningkatkan likuiditas akan memberikan dampak pada peningkatan nilai dari perusahaan tersebut. Adanya peningkatan likuiditas dan peningkatan nilai perusahaan akan memberikan signal positif kepada investor.

Investor yang menyukai saham- saham yang likuid akan mensyaratkan *return* yang relatif lebih rendah dibandingkan saham- saham yang kurang likuid. Begitu pula sebaliknya untuk investor yang menyukai saham- saham yang relatif tidak likuid. Hal ini terkait dengan resiko yang akan ditanggung oleh investor (Hidayah, 2005:21).

Para peneliti menggunakan proksi *spread (bid ask spread)*, frekuensi perdagangan, volume perdagangan, *trading turnover*, ataupun proporsi return nol dalam satu bulan untuk mengukur tingkat likuiditas suatu sekuritas. (Hidayah, 2005:21)

Liu (2004) dalam Hidayah (2005:21), mengemukakan paling tidak ada empat dimensi likuiditas, yaitu kuantitas perdagangan (*trading quantity*), kecepatan perdagangan (*trading speed*), biaya perdagangan (*transaction cost*), dan dampak harga saham (*price impact*).

Harris (2003) dalam Ekasaputra (2004) dalam Hidayah (2005:22), menyatakan bahwa konsep likuiditas sekurang-kurangnya memiliki empat dimensi, yaitu:

- 1) *immediacy*, merupakan biaya transaksi untuk melakukan transaksi dalam jumlah dan tingkat harga tertentu dengan segera,

- 2) *width*, menunjukkan selisih antara minat beli terbaik dan minat jual terbaik dalam jumlah tertentu suatu saham,
- 3) *depth*, mengungkapkan jumlah dan nilai transaksi yang dapat dilaksanakan pada tingkat harga tertentu,
- 4) *resiliency*, menyatakan seberapa cepat harga dapat kembali pada tingkat yang semestinya apabila pada suatu saat terdapat arus order yang tidak seimbang.

Menurut Hidayah (2005:21), adanya ukuran likuiditas yang berbeda menyebabkan perbedaan ukuran likuiditas antar peneliti, sehingga tidak mampu mencakup keseluruhan risiko likuiditas yang akan diukur. Meskipun menggunakan berbagai proksi yang berbeda, secara umum hasil penelitian yang telah dilakukan tersebut memberikan bukti empiris yang mendukung bahwa faktor likuiditas memberikan pengaruh terhadap *return* saham.

3. REAKSI PASAR MODAL INDONESIA TERHADAP PELAKSANAAN PEKAN OLAHRAGA OLIMPIADE

Informasi yang setiap hari diterima oleh pasar, relevan terhadap penaksiran sekuritas (*security valuation*) dan mempengaruhi harga saham. Dalam pasar efisien, setiap informasi yang memiliki muatan tinggi dan akses cepat dengan

biaya rendah akan merangsang pergerakan harga saham. Perubahan harga saham dalam pasar yang efisien pada hari saat diterimanya informasi atau terjadinya suatu kejadian atau peristiwa tertentu (*event date*), semestinya secara lengkap tidak berhubungan atau berbeda dengan perubahan harga kemarin atau hari lain di masa sebelumnya.

Haugen (1993) dalam Alim, dkk (2002:19-20), tingkatan efisiensi pasar menyatakan tipe informasi yang tercermin dalam harga saham. Reaksi pasar modal yang tercermin dalam perubahan harga saham pada bentuk pasar setengah kuat (*semi strong market*) akan tampak berada di sekitar nilai nol, sampai pada hari terjadinya peristiwa, dimana saham bernilai positif di atas nol, atau negatif di bawah nol. Nilai perubahan harga tersebut semestinya tidak akan berubah setelah terjadinya peristiwa, sehingga berbeda dengan nilai perubahan harga sebelum terjadinya peristiwa.

C. SIMETRIS DAN ASIMETRIS INFORMASI DALAM PERPEKTIF ISLAM

Konsep konvensional berkaitan dengan konsep ekonomi syariah pada dasarnya merupakan satu bangun ekonomi yang utuh. Tidak ada pembatasan bahwa hukum konvensional untuk mereka

yang liberal, sementara hukum syariah bagi mereka yang islami, keduanya saling melengkapi. Tujuan dan sasaran akhir pada dasarnya sama. Yang membedakan hanyalah praktik dan pengaplikasiannya.

عَنْ أَنَسٍ أَنَّ النَّبِيَّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ مَرَّ بِقَوْمٍ يَلْقَحُونَ فَقَالَ لَوْ لَمْ تَفْعَلُوا لَصَلِحَ، قَالَ فَخَرَجَ شَيْصًا فَمَرَّ بِهِمْ فَقَالَ مَا لِنَخْلِكُمْ قَالُوا قُلْتَ كَذَا وَكَذَا، قَالَ أَنْتُمْ أَعْلَمُ بِأَمْرِ دُنْيَاكُمْ

Artinya: "Dari Anas ra. berkata: "Suatu ketika Rasulullah saw. lewat pada sebuah kaum yang melakukan sebuah penyerbukan bakal kurma. Rasulullah saw. bersabda: "Andaikan engkau biarkan saja, niscaya akan menjadi kurma yang bagus". Anas berkata: "Setelah mereka mengikuti perintah Rasulullah saw. untuk tidak melakukan penyerbukan, ternyata menjadi buah kurma yang bongkeng". Kemudian Rasulullah saw. lewat dan menanyakannya: "Ada apa dengan kurma kamu?" Mereka mengatakan: "Hal ini terjadi karena kami mengikuti perintah engkau". Rasulullah saw. bersabda: "Kalian lebih mengetahui terhadap urusan dunia kalian". (H.R. Muslim: 4358) dalam Munir (2007:41)
(Matan lain: Ibn. Majah: 2462 dan Ahmad: 23773)

Berkaitan dengan persoalan ekonomi, pada dasarnya al- Quran maupun sunah hanya menetapkan prinsip- prinsip pokoknya agar tidak bertentangan dengan nilai ajaran agama. Pengembangan lebih jauh diserahkan kepada orang yang lebih kompeten di bidangnya.

Ketika al-Quran dan sunnah berbicara tentang transaksi jual beli, maka dijelaskan harus berdasarkan prinsip *taradli* (sukarela/ tanpa paksaan), tidak dilakukan secara bathil, tidak mengandung riba,

perjudian (*maisir*) atau sesuatu yang tidak transparan (*gharar*). Bagaimana prinsip *taradli* bisa diwujudkan, bentuk- bentuk transaksi yang bathil, mengandung riba, perjudian (*maisir*) atau *gharar* akan selalu berubah dan berkembang seiring dengan situasi tempat dan waktu yang berbeda. Hal ini menunjukkan ajaran agama Islam yang bersifat fleksibel, selalu relevan dalam segala situasi dan kondisi sekaligus membuka peluang untuk selalu berkreasi dan melakukan inovasi dalam pola hidup mereka (Munir; 2007:46).

يَأْتِيهِ الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ

Artinya :“Wahai orang-orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil (tidak benar), kecuali dalam perdagangan dengan adanya saling kerelaan di antara kamu.” (QS. An- Nisa' (04) :29)

Prinsip *taradli* (kerelaan) di atas memiliki maksud tidak ada seorang pelaku pasar-pun yang kecewa atau dirugikan atas transaksi yang telah dilakukan sebagai akibat tekanan, paksaan, penipuan dan penyembunyian informasi pasar yang benar. Pelanggaran prinsip *taradli* (kerelaan) terjadi ketika antara pelaku pasar yang satu memanfaatkan ketidaktahuan informasi pasar oleh pelaku pasar yang lain. Sehingga satu pihak diuntungkan atas kejadian tersebut bahkan

keuntungan yang diperoleh melebihi rata-rata keuntungan secara umum (*abnormal return*) dan di lain pihak merasa dirugikan.

Islam mensyaratkan kepada pelaku pasar konsep *taradli* (kerelaan) sebagai salah satu bentuk adanya simetris informasi, yaitu informasi yang menyebar dengan derajat yang sama kepada seluruh pelaku pasar serta mengandung unsur kejujuran dan keterbukaan. Sehingga harga yang terbentuk merupakan harga keseimbangan, atas pengetahuan permintaan dan penawaran yang seimbang pula.

Sebuah riwayat menyebutkan bahwa :

حَدَّثَنَا مُوسَى بْنُ إِسْمَاعِيلَ حَدَّثَنَا جُوَيْرِيَةُ عَنْ نَافِعٍ عَنْ عَبْدِ اللَّهِ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ قَالَ
كُنَّا نَتَلَقَى الرُّكْبَانَ فَشْتَرِي مِنْهُمْ الطَّعَامَ فَنَهَانَا النَّبِيُّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ أَنْ نَبِيعَهُ حَتَّى
يُبْلَغَ بِهِ سُوقَ الطَّعَامِ، قَالَ أَبُو عَبْدِ اللَّهِ هَذَا فِي أَعْلَى السُّوقِ يُبَيِّنُهُ حَدِيثُ عَبْدِ اللَّهِ

Artinya: "Dari Abdillah: "Kami bertemu kafilah dan kami membeli makanan yang dibawanya, Nabi melarang jual beli yang kamu lakukan sebelum sampai ke pasar". (H.R. Bukhori: 2021) dalam Diana (2008:131) (Matan lain : Muslim: 2786, 2810,2811, Nasa'i: 4518, 4519, 4525, 4526, 4527, 4528, 4529, Abu Daud: 3029, 3030, 3031, 3032, 3035, 3036, Ibnu Majah: 2217,2220, Ahmad: 372, 4288, 4410, 4486, 4506, 4746, 4820, 4901, 4984, 5052, 5169, 5243, 5596, 5634, 5654, 5915, 5993, 6090, 6183, 1154, 1155, 1156, 2446)

Praktik semacam ini lebih dikenal dengan istilah *talaqi rukban*, yaitu jual beli yang dicegat di jalan sebelum penjual sampai ke pasar.

Rasulullah mengharamkan tindakan semacam ini karena diantara dua pihak yang bertransaksi ada salah satu-nya yang merasa tertuduh.

Sekilas terlihat bahwa jual beli tersebut hanya untuk mengharapkan harga beli lebih rendah. Namun ternyata, dari harga beli lebih rendah tersebut mengandung unsur penyerobotan harga (pembentukan harga bukan atas dasar *equilibrium price*).

Dalam hadits yang lain disebutkan bahwa:

حَدَّثَنَا الصَّلْتُ بْنُ مُحَمَّدٍ حَدَّثَنَا عَبْدُ الْوَاحِدِ حَدَّثَنَا مَعْمَرٌ عَنْ عَبْدِ اللَّهِ بْنِ طَاوُسٍ عَنْ أَبِيهِ عَنِ
ابْنِ عَبَّاسٍ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُمَا قَالَ قَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ لَا تَلْقُوا الرُّكْبَانَ وَلَا
يَبِعُ حَاضِرٌ لِبَادٍ قَالَ فَقُلْتُ لِابْنِ عَبَّاسٍ مَا قَوْلُهُ لَا يَبِيعُ حَاضِرٌ لِبَادٍ قَالَ لَا يَكُونُ لَهُ سِمْسَارًا

Artinya: Rasulullah saw bersabda: “Janganlah kamu mencegat para khafilah dan janganlah orang kota menjualkan untuk orang desa”. Saya bertanya pada Ibnu Abbas, “Apa arti sabda Beliau?” Ia menjawab, “Janganlah ia menjadi perantara baginya”. (H.R. Bukhari: 2013) dalam Diana (2008:71)
(Matan lain: Muslim 2798, Nasa’i 4424, Abu Daud 2982, Ibnu Majah 2168, Ahmad 3302)

Praktik asimetris informasi dengan memanfaatkan ketidaktahuan pelaku pasar atas kondisi pasar tidak memenuhi persyaratan pasar. Hal ini menyebabkan terbentuknya pasar yang tidak sehat. Mereka yang memiliki pengetahuan pasar lebih, menindas mereka yang memiliki pengetahuan pasar lemah. Sehingga mereka yang untung akan terus mendapatkan keuntungan, begitu pula sebaliknya. Padahal dalam sebuah transaksi jual beli dikenal untung dan rugi. Kadangkala untung dan suatu ketika rugi.

Dalam al-Quran, Allah swt. berfirman :

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا اِنْ جَاءَكُمْ فٰسِقٌ بِنَبَاٍ فَتَبَيَّنُوْا اَنْ تُصِيْبُوْا قَوْمًا بِجَهْلَةٍ فَتُصِيْحُوْا عَلٰى مَا
فَعَلْتُمْ تٰنِدِمِيْنَ ﴿٤٩﴾

Artinya: *"Wahai orang-orang yang beriman! Jika seseorang yang fasik datang kepadamu membawa suatu berita, maka telitilah kebenarannya, agar kamu tidak mencelakakan suatu kaum karena kebodohan (kecerobohan), yang akhirnya kamu menyesali perbuatanmu itu."* (QS. Al- Hujaraat (49): 06)

Ayat tersebut diatas semakin mempertegas bahwa tidak semua informasi yang masuk ke pasar relevan dengan kondisi pasar. Hal ini berkaitan dengan kualitas informasi dan distribusi informasi. Untuk itulah Allah swt. memerintahkan dalam firman-Nya *antabayyanuu* (periksalah) kebenaran informasi dan besarnya pengaruh informasi terhadap pergerakan keseimbangan harga baru melalui analisis yang tepat sehingga mampu melakukan posisi yang benar dalam bertransaksi, bukan atas kegagapan (ikut-ikutan) pelaku pasar lain yang justru menyesatkan, meski pada satu ketika untung.

Terkait dengan fluktuasi berupa kenaikan dan penurunan harga, pada dasarnya tidak hanya terjadi pada dasawarsa terakhir ini, melainkan telah terjadi pula pada masa Rasulullah saw.

حَدَّثَنَا عُثْمَانُ بْنُ أَبِي شَيْبَةَ، حَدَّثَنَا عَفَّانُ، حَدَّثَنَا حَمَّادُ بْنُ سَلَمَةَ، أَخْبَرَنَا ثَابِتٌ عَنْ أَنَسِ بْنِ مَالِكٍ وَقَتَادَةَ وَحُمَيْدٌ عَنْ أَنَسٍ، قَالَ النَّاسُ يَا رَسُولَ اللَّهِ غَلَا السَّعْرُ فَسَعَّرْنَا، فَقَالَ رَسُولُ

اللَّهُ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ إِنَّ اللَّهَ هُوَ الْمُسَعِّرُ الْقَابِضُ الْبَاسِطُ الرَّزَّاقُ وَإِنِّي لَأَرْجُو أَنْ أَلْقَى اللَّهَ
وَلَيْسَ أَحَدٌ مِنْكُمْ يُطَالِبُنِي بِمَظْلَمَةٍ فِي دَمٍ وَلَا مَالٍ.

Artinya: *Diriwayatkan oleh Anas: "orang-orang mengatakan, wahai Rasulullah, harga barang menjadi mahal, tentukanlah harga bagi kami." Nabi bersabda: "Allah sendirilah yang menentukan harga. Dialah yang mengekang dan melepas serta pemberi rezeki. Aku berharap akan bertemu Allah dalam keadaan tidak ada seorang-pun dari kalian yang menggugat diriku karena aku pernah berbuat zalim, baik terhadap jiwa maupun harta." (H.R. Abu Daud: 2994) dalam (Nur Diana; 2008:52)*

(Matan lain: Tirmudzi 1235, Ibnu Majah: 2191, 2192, Ahmad: 11381, 12131, 13545, Darimi 2433)

Menurut Diana (2008: 53), hadits tersebut dapat dipahami bahwa Nabi menganjurkan umatnya untuk memanfaatkan mekanisme pasar dalam penyelesaian masalah ekonomi dan menghindari system penetapan harga (*ta'sir*) oleh otoritas negara bila tidak terlalu diperlukan.

Dalam Islam tidak ada patokan pasti dalam penentuan harga ideal selain berdasar pada hukum permintaan dan penawaran. Tidak ada ketentuan bahwa harga murah adalah harga islami dan harga mahal adalah harga non islami. Ketika hukum *supply and demand* mengakibatkan harga naik, maka bisa dipahami bahwa Allah swt. memberi rizki kepada penjual. Dan ketika hukum *supply and demand* mengakibatkan harga turun, maka bisa dipahami bahwa Allah swt. memberikan rizki-Nya kepada pembeli. (Munir; 2007:96)

Ketidaksediaan Rasulullah untuk menentukan harga pasar dapat dipahami bahwa pasar yang terbentuk merupakan pasar efisien, yaitu pasar yang telah membentuk pola keseimbangan baru atas refleksi informasi yang masuk ke pasar. Artinya keadaan atau variable makro memaksa pasar membentuk *equilibrium price* baru, bukan atas rumor atau pengaruh yang dibuat-buat.

Dalam Islam, fluktuasi karena spekulasi diistilahkan dengan *gharar* (ketidakpastian). *Gharar* menurut mazhab Imam Syafi'i merupakan apa-apa yang akibatnya tersembunyi dalam pandangan kita dan akibat yang paling mungkin muncul adalah yang paling kita takuti (Sula ;2004:46)

Wahbah az- Zuhaili memberi pengertian tentang *gharar* sebagai *al-khatar* dan *at-taghrir*, yaitu penampilan yang menimbulkan kerusakan (harta) atau sesuatu yang tampaknya menyenangkan namun pada hakekatnya menimbulkan kebencian (Sula ;2004:46)

أَخْبَرَنَا مُحَمَّدُ بْنُ عَيْسَى حَدَّثَنَا يَحْيَى الْقَطَّانُ عَنْ عَبْدِ اللَّهِ عَنْ أَبِي الزُّنَادِ عَنِ الْإِعْرَاجِ عَنْ أَبِي هُرَيْرَةَ قَالَ نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الْغَرَرِ

Artinya: Abu Hurairah ra berkata: "Nabi melarang jual beli *gharar* (spekulasi)" (H.R. Darimi: 2441) dalam Ilfi Nur Diana (2008:127) (Matan lain: Muslim 2782, Tirmidzi 1151, Nasa'i 4442, Abu Daud 2932, Ibnu Majah 2182, Ahmad: 7104, 8524, 9255, 9290, Darimi: 2441, 2450)

Dengan demikian *gharar* merupakan suatu tindakan yang tersembunyi akibatnya, hanya berdasar reka-reka semata. Terlihat untung namun pada adasarnya keuntungan yang diperoleh hanyalah sesaat. Dengan cepat harga akan mengalami penurunan sama cepatnya dengan perubahan kenaikan harga.

Aksi yang mengindikasikan pada gerakan atau perilaku atas ketidakpastian pasar diistilahkan dengan judi (*maisir*). Kata *maisir* secara harfiah diistilahkan dengan memperoleh sesuatu dengan sangat mudah tanpa kerja keras atau mendapat keuntungan tanpa bekerja. Istilah lain dalam al-Quran adalah '*azlam* yang berarti praktik perjudian (Sula ;2004:48).

Judi dalam terminologi agama diartikan sebagai "suatu transaksi yang dilakukan oleh dua pihak untuk kepemilikan suatu benda atau jasa yang menguntungkan satu pihak dan merugikan pihak lain dengan cara mengaitkan transaksi tersebut dengan suatu tindakan atau kejadian tertentu (Sula ;2004:48).

Prinsip berjudi adalah terlarang, baik terlibat secara mendalam ataupun hanya berperan sedikit atau tidak berperan sama sekali, lalu mengharapkan keuntungan semata (misalnya hanya coba-coba) disamping sebagian orang-orang yang terlibat melakukan kecurangan (Afzalur Rahman (1974:112) dalam Sula (2004:49)).

Islam melarang segala bentuk bisnis yang mendatangkan uang atas dasar untung-untungan, spekulasi dan ramalan atau terkaan (misalnya judi) dan bukan atas kerja.

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا اِنَّمَا الْحَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْاَنْصَابُ وَالْاَزْلَمُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطٰنِ
فَاجْتَنِبُوْهُ لَعَلَّكُمْ تَفْلِحُوْنَ ﴿٩٠﴾

Artinya: *“Wahai orang-orang yang beriman! Sesungguhnya minuman keras, berjudi, (berkorban untuk) berhala dan mengundi nasib dengan panah, adalah perbuatan keji dan termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah (perbuatan-perbuatan) itu agar kamu mendapat keberuntungan”*. (QS. Al-Maidah (05):90 dalam Sula (2004:90)

Ayat tersebut secara tegas menunjukkan keharaman judi. Selain judi itu *rijs* yang berarti busuk, kotor dan termasuk perbuatan setan, ia juga sangat berdampak negatif pada semua aspek kehidupan. Mulai dari aspek ideologi, politik, ekonomi, sosial, moral hingga budaya. Bahkan pada gilirannya akan merusak sendi-sendi kehidupan berbangsa dan bernegara. Sebab, setiap perbuatan yang melawan perintah Allah pasti akan mendapatkan celaka (Ahmad Kursaidi Suhail (2004)

Karena merupakan perbuatan setan, maka wajar bila kemudian muncul upaya-upaya untuk menguburkan makna judi. Sebab, salah satu tugas setan yang terdiri atas jin dan manusia adalah mengemas sesuatu yang bathil (haram) dengan kemasan yang indah,

cantik dan memiliki daya tarik hingga tampak seolah halal (Sula; 2004:50)

وَكَذَلِكَ جَعَلْنَا لِكُلِّ نَبِيٍّ عَدُوًّا شَيَاطِينَ الْإِنْسِ وَالْجِنِّ يُوحِي بَعْضُهُمْ إِلَى بَعْضٍ زُخْرُفَ الْقَوْلِ غُرُورًا ۚ وَلَوْ شَاءَ رَبُّكَ مَا فَعَلُوهُ ۗ فَذَرْهُمْ ۖ وَمَا يَفْتَرُونَ ﴿١١٢﴾

Artinya: "Dan demikianlah untuk setiap nabi Kami menjadikan musuh yang terdiri dari syaitan-syaitan manusia dan jin, sebagian mereka membisikkan kepada sebagian yang lain perkataan yang indah sebagai tipuan. Dan kalau Tuhanmu menghendaki, niscaya mereka tidak akan melakukannya, maka biarkanlah mereka bersama apa (kebohongan) yang mereka ada-adakan." (QS. Al-An'am (06):112 dalam Sula (2004:50)

...وَزَيْنَ لَهُمُ الشَّيْطَانُ مَا كَانُوا يَعْمَلُونَ ﴿١١٣﴾

Artinya: "...Dan syaitanpun menampakkan kepada mereka kebagusan apa yang selalu mereka kerjakan" (QS. Al-An'am (06):43 dalam Sula (2004:50)

Terkait dengan pembentukan harga keseimbangan, dalam hadits lain disebutkan bahwa:

عَنْ مُعْقِلِ بْنِ يَسَارٍ سَمِعْتُ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ يَقُولُ: مَنْ دَخَلَ فِي شَيْءٍ مِنْ أَسْعَارِ الْمُسْلِمِينَ لِيُعْلِيَهُ عَلَيْهِمْ فَإِنَّ حَقًّا عَلَى اللَّهِ تَبَارَكَ وَتَعَالَى أَنْ يُقْعِدَهُ بِعُظْمٍ مِنَ النَّارِ يَوْمَ الْقِيَامَةِ

Artinya: "Dari Ma'qil bin Yasar, ia berkata: "Saya mendengar Rasulullah saw bersabda: "Barang siapa melakukan campur tangan untuk

menentukan harga barang-barang kaum muslimin sehingga akan memberatka mereka, maka Allah swt. akan menempatkannya di neraka pada hari kiamat kelak". (H.R. Ahmad: 19426) dalam Munir (2007:98).

Hadits tersebut menyampaikan ancaman Allah swt. berupa neraka bagi orang yang melakukan *tadakhul* (intervensi dalam masalah harga). Menurut Ibn Taimiyah (1263-1328 M), intervensi harga diperbolehkan pada kondisi tertentu, misalnya pada saat terjadi distorsi pasar ketika mekanisme pasar tidak berjalan secara normal. (Munir; 2007:99).

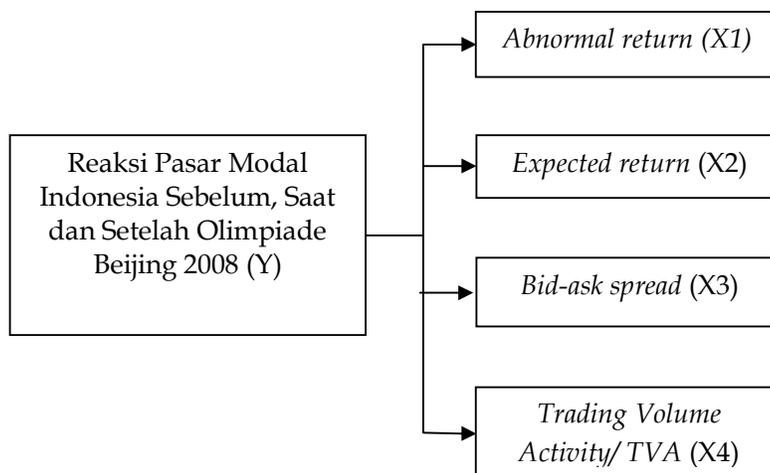
Distorsi pasar kemungkinan terjadi sebagai akibat ulah sebagian pelaku pasar untuk mengendalikan mekanisme *supply and demand* sehingga tidak berjalan secara alami. Hal ini dilakukan untuk mendapatkan keuntungan tinggi melalui cara tidak sehat seperti penimbunan, spekulasi, pemusnahan ataupun *talaqi rukban*. Dalam kondisi ini pemerintah berkewajiban menjaga stabilitas harga sesuai dengan hukum pasar yang sehat, sehingga intervensi harga diperbolehkan guna mencegah distorsi pasar (Munir; 2007:100).

Dalam bertransaksi pada pasar modal, fluktuasi bukanlah ancaman, melainkan peluang. Investasi terbaik dilakukan pada saat pasar turun, ketika harga saham bisnis-bisnis hebat merosot (bersama saham-saham lain), atau pada saat perusahaan bagus mengalami

kesulitan temporer yang masih dapat diatasi, dan harga saham mereka turun. Kesulitan tersebut bersifat sementara, penurunan harga saham juga bersifat sementara. (Ismawan; 2009:45-46)

D. KERANGKA BERFIKIR

Gambar 2.4
Kerangka Berfikir Penelitian



Sumber : olahan penulis, 2009

Aktivitas yang terjadi pada pasar modal sangat dipengaruhi oleh informasi yang menggambarkan kondisi perekonomian baik secara makro ataupun mikro, ekonomi dan non ekonomi. Pasar modal juga dipengaruhi oleh aktivitas negara lain yang erat kaitannya dengan sumber bahan baku ataupun daerah pemasaran sektor yang diperdagangkan pada pasar modal. Adanya pelaksanaan pekan olahraga Olimpiade Beijing-China 2008, pemerintah setempat

mengeluarkan kebijakan- kebijakan yang bersinggungan dengan harga bahan baku obat dan produk obat.

Informasi tersebut direspon oleh pelaku pasar modal tanah air berupa aksi jual dan aksi beli saham, khususnya saham subsektor farmasi sebagai akibat karakter Indonesia sebagai negara dengan impor bahan baku obat 95% dengan proporsi 75% dari China. Implikasi aksi beli lebih tinggi dari aksi jual adalah penguatan harga saham, begitu pula sebaliknya.

Pergerakan harga saham sebelum, saat dan setelah pelaksanaan Olimpiade Beijing- China 2008 dilihat melalui indikator *abnormal return*, *expected return*, *bid-ask spread*, dan *Trading Volume Activity (TVA)*.

C. HIPOTESIS

Sesuai dengan permasalahan dan tujuan penelitian, maka dirumuskan dugaan sementara alternatif sebagai berikut :

Ha1 = Diduga terdapat perbedaan *return* saham subsektor farmasi antara sebelum *event date* dengan saat *event date* pekan olahraga Olimpiade Beijing- China 2008,

Ha2 = Diduga terdapat perbedaan *return* saham subsektor farmasi antara saat dan setelah pelaksanaan pekan olahraga Olimpiade Beijing- China 2008,

Ha3 = Diduga terdapat perbedaan *return* saham sebelum dengan sesudah pelaksanaan Olimpiade Beijing, dan perbedaan tersebut signifikan pada subsektor farmasi.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. LOKASI PENELITIAN

Lokasi penelitian merupakan tempat data-data diambil dan kemudian dianalisis sesuai dengan analisis yang digunakan dalam penelitian. Lokasi penelitian dilakukan pada *financial laboratory* Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Malang, dengan memanfaatkan dokumen-dokumen, catatan dan arsip yang meliputi harga saham subsektor farmasi. Pemilihan *financial laboratory* FE UIN Malang sebagai lokasi penelitian terkait dengan kemudahan pengambilan data, efisiensi waktu dan biaya.

B. JENIS DAN PENDEKATAN PENELITIAN

Jenis penelitian yang dipakai dalam penelitian ini adalah *event study*. Menurut Henderson (1990) dalam Manurung dan Ira (2004:3), *event study* merupakan analisa yang dilakukan untuk mengetahui apakah ada reaksi signifikan dalam pasar finansial terhadap kejadian yang dihipotesiskan dapat mempengaruhi harga saham di pasar dari sebuah perusahaan. Teknik ini juga cocok untuk mengukur dampak peristiwa yang memiliki dampak luas terhadap pasar seperti regulasi

atau legislasi pada pasar secara keseluruhan atau pada segmen industri tertentu.

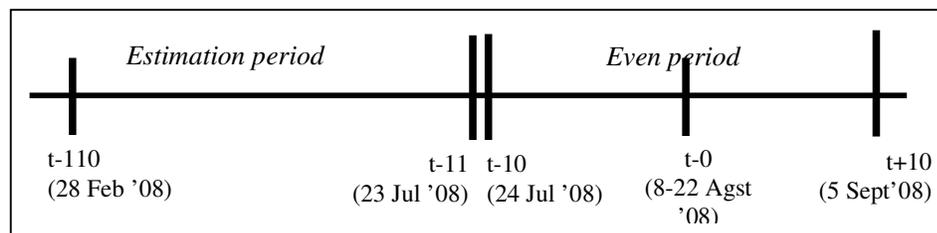
Jadi, *event study* merupakan penelitian yang dilaksanakan untuk mengetahui dampak atau pengaruh atas informasi, peristiwa dan sebagainya terhadap reaksi saham pada pasar modal melalui pergerakan harga saham.

Pendekatan yang dipakai secara statistik parametrik, yaitu statistik yang digunakan untuk menguji ukuran populasi melalui data sampel dan memerlukan terpenuhi banyak asumsi, yaitu data berdistribusi normal, bersifat homogen, terpenuhi asumsi linieritas, cenderung berupa data interval dan rasio (Sugiyono; 2007:149-150).

Proses dan standar metodologi dari *event study* yang akan digunakan sebagai berikut:

- 1) Menetapkan periode pengamatan

Gambar 3.1
Periode Waktu Penelitian (*Estimation and Event Periode*)



Sumber: olahan penulis, 2009

Periode pengamatan selama 130 hari bursa yang terbagi atas dua *windows*, yaitu (1) periode estimasi (*estimation period*) yang terdiri atas 100 hari bursa pada $t-11$ s.d $t-110$ (11 hari hingga 110 hari sebelum hari pelaksanaan), (2) periode pelaksanaan (*even period*) yang terdiri atas 30 hari bursa, yaitu 10 hari pelaksanaan pada 8-22 Agustus 2008 dan 10 hari bursa sebelum dan 10 hari bursa setelah pelaksanaan. Lamanya jumlah hari dalam masing-masing *windows* tergantung dari karakteristik peristiwa, kebutuhan penelitian, dan kecenderungan reaksi pasar.

Periode estimasi dimanfaatkan untuk menghitung imbal hasil saham dari sampel dalam keadaan normal. Yang dimaksud dengan keadaan normal adalah tidak terjadi suatu peristiwa tertentu yang berpengaruh terhadap sampel saham pada periode estimasi. Periode estimasi ini diambil berdekatan dengan *event period*, dengan asumsi bahwa nilai ekspektasi dari investor tidak akan terlalu jauh berbeda antara periode estimasi dan periode pelaksanaan. *Event period* dimanfaatkan untuk menghitung *abnormal return* dari sampel pada saat peristiwa berlangsung. Periode ini merupakan periode di dekat peristiwa tersebut terjadi.

- 2) Menghitung *actual return* masing-masing sampel setiap hari selama periode pengamatan

- 3) Menghitung *expected return*
- 4) Menghitung *abnormal return*
- 5) Menghitung *Trading Volume Activity (TVA)*
- 6) Menghitung *bid-ask spread*
- 7) Menghitung *Security Return Variability (SRV)* dari masing- masing saham perusahaan pada periode t selama periode uji
- 8) Melakukan pengujian hipotesis uji statistik *paired sample t- test* (uji- t sampel berpasangan)

C. POPULASI DAN SAMPEL

Populasi merupakan jumlah keseluruhan objek penelitian, berupa jumlah seluruh perusahaan yang mencatatkan usahanya pada Bursa Efek Indonesia (BEI) subsektor farmasi, berjumlah sepuluh perusahaan.

Tabel 3.1
Perusahaan Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

No	Emiten	Kode	Tanggal Listing
1	Darya-Varia Laboratoria Tbk.	(DVLA)	11 November 1994
2	Indofarma Tbk.	(INAF)	17 April 2001
3	Kimia Farma Tbk.	(KAEF)	04 Juli 2001
4	Kalbe Farma Tbk.	(KLBF)	3 Juli 1991
5	Merck Tbk.	(MERK)	23 Juli 1981
6	Pyridam Farma Tbk.	(PYFA)	16 Oktober 2001
7	Schering Plough Indonesia Tbk.	(SCPI)	08 Juni 1990
8	Bristol Myers Squibb Indonesia Tbk.	(SQBB)	29 Maret 1983
9	Bristol Myers Squibb Indonesia Tbk	(SQBI)	29 Maret 1983
10	Tempo Scan Pacific Tbk.	(TSPC)	17 Juni 1994

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2008)

Sementara sampel merupakan perwakilan populasi yang hendak diamati, dengan kriteria:

1. Harga saham yang dipakai sebagai data penelitian adalah harga penutupan (*closing price*) dengan asumsi telah mewakili pergerakan harga saham dalam satu- satuan hari bursa,
2. Periode pengamatan selama 130 hari bursa yang terdiri atas 100 hari periode estimasi, 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pelaksanaan serta 10 hari pelaksanaan,
3. Memiliki hari perdagangan tidak kurang dari 90% atas total hari selama masa penelitian,
4. Tidak sedang melakukan *right issue*, *delisting*, *suspend* dan *corporation action* lainnya yang mempengaruhi harga saham dalam penelitian,
5. Memiliki data yang lengkap sesuai yang dibutuhkan untuk penelitian ini.

Dari kriteria tersebut diatas, maka yang masuk sebagai sampel adalah :

Tabel 3.2
Sampel Penelitian

No	Emiten	Kode	Hari Perdagangan*
1	Darya-Varia Laboratoria Tbk.	(DVLA)	128 hari
2	Indofarma Tbk.	(INAF)	127 hari
3	Kimia Farma Tbk.	(KAEF)	127 hari
4	Kalbe Farma Tbk.	(KLBF)	127 hari

5	Merck Tbk.	(MERK)	123 hari
6	Pyridam Farma Tbk.	(PYFA)	127 hari
7	Tempo Scan Pacific Tbk.	(TSPC)	127 hari

Sumber : olahan penulis

Catatan : *) total hari perdagangan sesuai rentang penelitian

Keluarnya perusahaan Schering Plough Indonesia Tbk (SCPI) dan Bristol Myers Squibb Indonesia Tbk (SQBI) terkait dengan total hari perdagangan selama penelitian yang kurang dari 90% dari jumlah hari penelitian (minimal 117 hari). Schering Plough Indonesia Tbk (SCPI) memperdagangkan sahamnya pada bursa Indonesia selama 49 hari, sementara Bristol Myers Squibb Indonesia Tbk (SQBI) masuk ke bursa selama penelitian selama 38 hari.

Bristol Myers Squibb Indonesia Tbk (SQBB) keluar sebagai sampel penelitian karena tidak terpenuhinya point ke-5 sebagai salah satu kriteria penelitian yang disyaratkan. Perusahaan ini merupakan perusahaan asing yang tergabung dalam kelompok usaha (group) Bristol Myers Squibb Company, Amerika Serikat dan mencatatkan perusahaannya pada bursa Indonesia dalam dua kode berbeda, alamat yang sama dan bidang industry sama. Sehingga terkadang satu laporan keluar untuk perusahaan SQBI dan tidak keluar pada SQBB, begitu pula sebaliknya.

D. DATA DAN SUMBER DATA

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Menurut Indriantoro dan Supomo (2002:147), data sekunder merupakan sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat oleh pihak lain).

Data-data tersebut diambil dari <http://www.idx.co.id> yang mencakup *company profile* (profil perusahaan), volume perdagangan per bulan, *Indonesia Stock Exchange Statistic (Monthly)*; <http://www.finance.yahoo.com> berupa daftar kurs efek harian, volume perdagangan, harga tertinggi dan terendah industri farmasi periode tahun 2008; situs resmi perusahaan terkait; dan buku-buku yang berkaitan dengan materi yang akan dibahas.

E. TEKNIK PENGUMPULAN DATA

Data-data dikumpulkan dalam penelitian ini dengan metode :

1. *Library research* (studi kepustakaan)

Merupakan penelitian perpustakaan dengan mempelajari dan mengutip literatur dan teori-teori yang memiliki kaitan dengan penelitian ini, serta mengumpulkan berita farmasi dan harga dari harian surat kabar dan internet.

2. *Field research* (studi lapangan)

Teknik pengumpulan data sekunder (dokumentasi) dari Bursa Efek Indonesia melalui internet *financial market* Fakultas Ekonomi UIN Malang.

F. DEFINISI OPERASIONAL

Dalam melakukan analisa sebuah *event study*, variabel-variabel yang diperhatikan:

1. *Abnormal return*

Abnormal return dalam penelitian ini diartikan sebagai selisih dari imbal hasil aktual yang didapatkan investor pada saat terjadinya sebuah peristiwa dengan imbal hasil yang diharapkan investor jika tidak terjadi peristiwa tersebut. Secara matematis *abnormal return* dinyatakan sebagai:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

AR_{it} = *abnormal return* dari saham i pada waktu t

R_{it} = *return* dari saham i pada waktu ke t = $\frac{\text{harga}_t}{\text{harga}_{t-1}} - 1 \times 100\%$

$E(R_{it})$ = *expected return* dari saham i pada waktu ke t

2. *Expected return*

Untuk melakukan estimasi terhadap tingkat imbal hasil ekspektasi pada saat tidak terjadinya peristiwa dapat digunakan market model, yaitu:

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt}$$

Nilai alpha dan beta diperoleh dari regresi OLS antara tingkat imbal hasil saham dengan tingkat imbal hasil Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), sebagai proksi dari tingkat imbal hasil pasar, yang dilakukan dengan menggunakan data-data di periode estimasi. Untuk mendapatkan nilai ekspektasi pada waktu t , digunakan nilai alpha dan beta yang diperoleh dari regresi OLS dan menggunakan data *return* pasar pada waktu t .

3. *Security Return Variability (SRV)*

Adalah rata-rata variabilitas keuntungan sebelum peristiwa yang merupakan analisis untuk melihat apakah pasar secara keseluruhan menilai bahwa sebuah informasi dinilai informatif dan mengakibatkan perubahan distribusi *return* saham pada waktu peristiwa terjadi. Pengujian ini juga untuk melihat ketidakpastian/asimetri informasi (Suad Husnan; 1996:111)

$$SRV_{it} = \frac{(AR_{it})^2}{\text{Varian}(AR_{it})}$$

4. *Bid-ask spread*

Bid-ask spread merupakan selisih antara *asked price* dan *bid price*. Besarnya *bid-ask spread* sebagai proksi tingkat likuiditas menunjukkan bahwa semakin tinggi *spread* maka likuiditas saham

akan semakin kecil. Untuk menghitung besarnya *spread* digunakan rumus:

$$Spread\ i, hrn, T = \sum_{n=1}^n \frac{ask\ in - bid\ in}{\frac{(ask\ in + bid\ in)}{2}}$$

Atau :

$$Bid - Ask\ Spread = \frac{Ask\ Price - Bid\ Price}{Ask\ Price} \times 100$$

Ask price : harga terendah yang ditawarkan oleh *dealer* untuk menjual saham pada hari ke-i

Bid price : harga tertinggi yang ditawarkan oleh *dealer* untuk membeli saham pada hari ke-i.

5. *Trading Volume Activity* (TVAit)

Trading Volume Activity (TVAit) adalah aktivitas volume perdagangan saham i pada periode t, didefinisikan sebagai perbandingan antara jumlah saham i yang diperdagangkan pada periode t dengan jumlah total saham i yang beredar pada periode t.

(Suad Husnan, 1996:112)

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

G. MODEL ANALISIS DATA

1. Uji Analisis *Event Study*

a. Analisis *abnormal return*

- 1) Menghitung *abnormal return* saham individu pada periode t:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

- 2) Menghitung rata-rata *abnormal return* saham individu selama periode pengamatan

$$AR_i \text{ individu sebelum} = \sum_{i=1}^t \frac{AR_{it} \text{ sebelum}}{t}$$

$$AR_i \text{ individu sa} = \sum_{i=1}^t \frac{AR_{it} \text{ saat}}{t}$$

$$AR_i \text{ individu setelah} = \sum_{i=1}^t \frac{AR_{it} \text{ setelah}}{t}$$

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return* pada saat itu

AR_i = rata-rata *abnormal return*

- 3) Menghitung rata-rata *abnormal return* seluruh saham selama periode pengamatan

$$AR_i \text{ sebelum} = \frac{\sum AR_i \text{ individu sebelum}}{n}$$

$$AR_i \text{ saat} = \frac{\sum AR \cdot \text{individu saat}}{n}$$

$$AR_i \text{ setelah} = \frac{\sum AR_i \text{ individu setelah}}{n}$$

- 4) Menghitung standar deviasi *abnormal return* sebelum, saat dan setelah periode pengamatan

$$\sigma \text{ sebelum} = \sqrt{\frac{\sum (AR_i \text{ sebelum} - \overline{AR}_i \text{ sebelum})^2}{n - 1}}$$

$$\sigma \text{ saat} = \sqrt{\frac{\sum (AR_i \text{ saat} - \overline{AR}_i \text{ saat})^2}{n - 1}}$$

$$\sigma \text{ setelah} = \sqrt{\frac{\sum (AR_i \text{ setelah} - \overline{AR}_i \text{ setelah})^2}{n - 1}}$$

b. Analisis Trading Volume Activity (TVA)

- 1) Menghitung TVA saham individu pada periode t

$$TVA_{it} = \frac{\sum SD_t}{\sum SB_t}$$

Keterangan:

TVA = aktivitas volume perdagangan

SDt = saham yang diperdagangkan perusahaan pada periode t

SBt = saham perusahaan yang beredar pada periode t

- 2) Menghitung rata-rata TVA saham individu selama periode pengamatan

$$TVA_i \text{ individu sebelum} = \sum_{i=1}^n \frac{TVA_{it} \text{ sebelum}}{t}$$

$$TVA_i \text{ individu saat} = \sum_{i=1}^t \frac{TVA_{it} \text{ saat}}{t}$$

$$TVA_i \text{ individu setelah} = \sum_{i=1}^t \frac{TVA_{it} \text{ setelah}}{t}$$

Keterangan:

TVA_{it} = aktivitas volume perdagangan pada saat itu

TVA_i = rata-rata aktivitas volume perdagangan

- 3) Menghitung rata-rata TVA seluruh saham selama periode pengamatan

$$TVA_i \text{ sebelum} = \frac{\sum TVA_i \text{ individu sebelum}}{n}$$

$$TVA_i \text{ saat} = \frac{\sum TVA_i \text{ individu saat}}{n}$$

$$TVA_i \text{ setelah} = \frac{\sum TVA_i \text{ individu setelah}}{n}$$

- 4) Menghitung standar deviasi TVA sebelum, saat dan setelah periode peristiwa

$$\sigma \text{ sebelum} = \sqrt{\frac{\sum (TVA_i \text{ sebelum} - \overline{TVA} \text{ sebelum})^2}{n - 1}}$$

$$\sigma \text{ saat} = \sqrt{\frac{\sum (TVA_i \text{ saat} - \overline{TVA} \text{ saat})^2}{n - 1}}$$

$$\sigma \text{ setelah} = \sqrt{\frac{\sum(TVA_i \text{ setelah} - \overline{TVA} \text{ setelah})^2}{n - 1}}$$

c. Analisis Security Return Variability (SRV)

- 1) Menghitung Security Return Variability (SRV)

$$SRV_{it} = \frac{(AR_{it})^2}{\text{Varian}(AR_i)}$$

- 2) Menghitung rata-rata Security Return Variability (SRV) saham individu selama periode pengamatan

$$SRV_i \text{ individu sebelum} = \sum_{i=1}^t \frac{SRV_{it} \text{ sebelum}}{t}$$

$$SRV \cdot \text{individ saat} = \sum_{i=1}^t \frac{SRV_{it} \text{ saat}}{t}$$

$$SRV_i \text{ individu setelah} = \sum_{i=1}^t \frac{SRV_{it} \text{ setelah}}{t}$$

Keterangan:

SRV_{it} = SRV pada saat itu

TVA_i = rata-rata SRV

- 3) Menghitung rata-rata Security Return Variability (SRV) seluruh saham selama periode pengamatan

$$SRV_i \text{ sebelum} = \frac{\sum SRV_i \text{ individu sebelum}}{n}$$

$$SRV_i \text{ saat} = \frac{\sum SRV_i \text{ individu saat}}{n}$$

$$SRV_i \text{ setelah} = \frac{\sum SRV_i \text{ individu setelah}}{n}$$

- 4) Menghitung standar deviasi *Security Return Variability* (SRV) sebelum, saat dan setelah periode pengamatan

$$\sigma \text{ sebelum} = \sqrt{\frac{\sum(SRV_i \text{ sebelum} - \overline{SRV} \text{ sebelum})^2}{n - 1}}$$

$$\sigma \text{ saat} = \sqrt{\frac{\sum(SRV_i \text{ saat} - \overline{SRV} \text{ saat})^2}{n - 1}}$$

$$\sigma \text{ setelah} = \sqrt{\frac{\sum(SRV_i \text{ setelah} - \overline{SRV} \text{ setelah})^2}{n - 1}}$$

d. Analisis *bid-ask spread*

- 1) Menghitung *spread* saham individu pada periode t

$$\text{spread}_{it} = \frac{(\text{kurs jual}_{it} - \text{kurs beli}_{it})}{(\text{kurs jual}_{it} + \text{kurs beli}_{it})/2}$$

- 2) Menghitung rata-rata *spread* saham individu selama periode pengamatan

$$s_i \text{ individu sebelum} = \frac{\sum S_i \text{ sebelum}}{t}$$

$$s_i \text{ individu saat} = \frac{\sum S_i \text{ saat}}{t}$$

$$s_i \text{ individu setelah} = \frac{\sum S_i \text{ setelah}}{t}$$

- 3) Menghitung rata-rata *spread* seluruh saham selama periode pengamatan

$$S_i \text{ sebelum} = \frac{\sum S_i \text{ individu sebelum}}{n}$$

$$S_i \text{ saat} = \frac{\sum S_i \text{ individu saat}}{n}$$

$$S_i \text{ setelah} = \frac{\sum S_i \text{ individu setelah}}{n}$$

- 4) Menghitung standar deviasi *spread* sebelum, saat dan setelah periode peristiwa

$$\delta \text{ sebelum} = \sqrt{\frac{\sum (S_i \text{ sebelum} - S \text{ sebelum})^2}{n - 1}}$$

$$\delta \text{ saat} = \sqrt{\frac{\sum (S_i \text{ saat} - S \text{ saat})^2}{n - 1}}$$

$$\delta \text{ setelah} = \sqrt{\frac{\sum (S_i \text{ setelah} - S \text{ setelah})^2}{n - 1}}$$

2. Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variable independen, variabel dependen atau keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Apabila data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tersebut memenuhi asumsi normalitas. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal atau tidak mengikuti arah garis diagonal maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

3. Uji Asumsi Klasik (*Autokorelasi, Multikolinieritas dan Heterokedastisitas*)

- a. Uji autokorelasi digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi autokorelasi maka dinamakan ada *problem autokorelasi*. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi,
- b. Uji multikolinieritas digunakan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan terdapat *problem multikolinieritas*. Model regresi yang baik tidak terjadi korelasi antara variabel independen,
- c. Uji heterokedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, terjadi ketidaksamaan varians dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas. Jika varians berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heterokedastisitas.

4. Uji Beda

Uji t untuk 2 Sampel Berpasangan (*Paired Sample t Test*)

Uji t untuk 2 sampel berpasangan (*paired sample t-test*) dimanfaatkan untuk membuktikan koefisien korelasi suatu model secara statistik signifikan atau tidak.

Dalam penelitian ini, *paired sample t-test* digunakan untuk menguji *return* saham antara sebelum, saat dan setelah pelaksanaan olimpiade Beijing-China 2008.

Jika nilai absolut $t_{hitung} < t_{tabel}$ atau $t_{value} > \alpha$ berdasarkan suatu *level of signifikan* tertentu, maka hipotesis nol diterima. Sebaliknya, bila $t_{hitung} > t_{tabel}$ atau $t_{value} < \alpha$ berdasarkan suatu *level of signifikan* tertentu, maka hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif diterima.

BAB IV

PAPARAN DATA DAN PEMBAHASAN HASIL

PENELITIAN

A. PAPARAN DATA HASIL PENELITIAN

1. GAMBARAN UMUM INDUSTRI FARMASI INDONESIA

Industri farmasi adalah pemain yang sangat aktif pada lini terdepan “*global brain evolution*”. Pada tatanan global, industri farmasi dikenal sebagai industri padat pengetahuan (*knowledge-based industri*) dengan karakteristik belanja riset yang tinggi melebihi rata-rata industri.

Menurut WHO, industri farmasi merupakan industri yang berbasis riset, secara berkesinambungan memerlukan inovasi, memerlukan promosi yang membutuhkan biaya mahal, organisasi dan sistem pemasaran yang baik, serta produknya diatur secara ketat, baik pada tingkat nasional maupun internasional (<http://www.kompas.com>).

Industri farmasi mempunyai peran penting dalam menjamin dan memperbaiki kesehatan masyarakat, menghasilkan obat untuk mengatasi berbagai penyakit, minimasi risiko kesehatan dan menjamin pelayanan kesehatan yang berkesinambungan (*sustainable*) bagi generasi sekarang ataupun mendatang.

Penandaan genetic (*genetic coding*) pada *Human Genom* dan penemuan obat-obat inovasi baru mempunyai manfaat yang luar biasa pada upaya perbaikan kesehatan manusia. Dengan demikian industri farmasi mempunyai peran penting, baik dalam ekonomi maupun sosial kemanusiaan (Majalah Farmasi Indonesia; 2007:199).

Industri farmasi Indonesia relatif masih muda dibandingkan dengan industri farmasi di negara-negara maju. Pada tahun 1937 terdapat 76 apotik yang sebagian besar berlokasi di Jawa dan beberapa apotik yang berada di kota-kota besar Sumatera. Pada tahun 1955 jumlah pabrik farmasi di Indonesia tercatat 7 pabrik dan 131 apotik. Industri farmasi terus mengalami perbaikan dan peningkatan mutu, fasilitas dan saluran distribusi dari tahun ke tahun hingga pada tahun 2007 jumlah produsen farmasi tercatat sebanyak 202 pabrik yang terdiri atas 4 BUMN, 30 PMA dan 168 perusahaan swasta nasional dengan nilai penjualan mencapai US\$ 2 miliar pada tahun 2005 (Majalah Farmasi Indonesia; 2007:205).

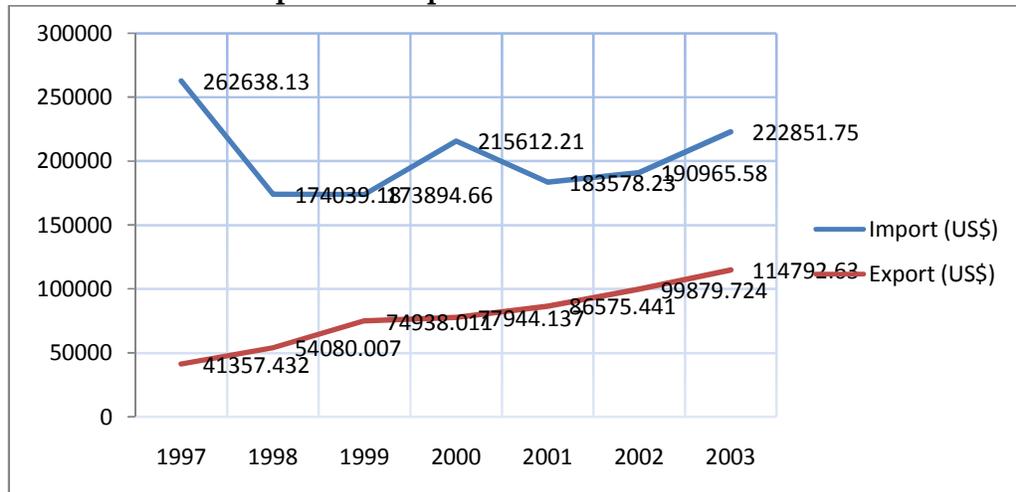
Menurut Azwir Ibnu Aziz (2008), pada dasarnya hampir semua obat yang beredar di masyarakat diproduksi oleh industri dalam negeri dengan produsen yang berbeda. Mereka adalah penanam modal asing (PMA), penanam modal dalam negeri (PMDN), BUMN dan industri menengah dan kecil. Dari sisi

jumlah, industri farmasi di Indonesia sekitar 280 perusahaan, dimana hampir 80% adalah perusahaan farmasi yang penanam modalnya milik dalam negeri, dan industri kecil dan menengah. Namun, sekitar 20 pabrik milik asing menguasai 80% *capital* dan penguasaan atas pasar. Sehingga dapat pula dikatakan bahwa asing menguasai industri farmasi.

Selama tahun 2007, indikasi memperlihatkan pasar membaik dari penurunan yang terlihat pada tahun 2006. Ada beberapa peningkatan, walaupun hanya satu digit dan secara signifikan dibawah dari rata-rata pertumbuhan per tahun pada tahun-tahun sebelum 2006.

Meski 90% kebutuhan obat dalam negeri telah mampu dipenuhi oleh industri farmasi nasional, namun sebagian bahan baku obat berasal dari impor. Berikut ini gambaran perbandingan ekspor dan impor bahan baku industri farmasi nasional:

Gambar 4.1
Ekspor dan Impor Produk Farmasi Nasional



Sumber: BPOM (2005) dalam Majalah Farmasi Indonesia (2007:207)

Dibandingkan dengan Negara ASEAN lainnya, pasar Indonesia adalah yang terbesar. Namun pasar lokal relatif kecil dibandingkan dengan total populasi. Relatif lebih rendahnya konsumsi obat per kapita Indonesia merupakan akibat dari berbagai faktor, termasuk pendapatan per kapita yang juga lebih rendah dari beberapa Negara tetangga (Darya Varia; 2007:7).

Tabel 4.1
Pasar Farmasi Dan Konsumsi Obat per Kapita Negara-Negara ASEAN

No	Negara	Total Pharma (US\$ MIO) 2006	Konsumsi Obat per Kapita (US\$)
1	Indonesia	2.121	10
2	Thailand	1.884	24
3	Filipina	1.820	18
4	Vietnam	563	7
5	Malaysia	433	18
6	Singapura	341	69
7	Myanmar	86	1
	Total	7.248	147

Sumber: Darya Varia; 2007:8

Segmen pasar di Negara berkembang seperti Indonesia umumnya menggambarkan profil kebutuhan obat dari populasi, yang terlihat dari profil angka kematian dan penyakit yang diderita, selain dengan mengidentifikasi berapa banyak produk yang diresepkan dan berapa banyak obat bebas, serta berapa banyak yang dihasilkan oleh perusahaan lokal dan berapa banyak yang dihasilkan oleh perusahaan asing.

Tabel 4.2
Statistik Kesehatan Indonesia

Jumlah populasi	222.781.000
Pendapatan nasional kotor per kapita (PPP internasional/\$)	3.72
Usia harapan hidup dari lahir pria/wanita (tahun)/data 2002	66/69
Usia harapan hidup sehat dari lahir pria/wanita (tahun)/data 2002	57/59
Kemungkinan meninggal dibawah umur 5 tahun (per 1.000 kelahiran)	36
Kemungkinan meninggal pada usia 15-60 tahun pria/wanita (per 1.000 populasi)	234/196

Sumber: World Health Statistiks 2007

Industri farmasi di Indonesia selama 30 tahun terakhir ini tidak banyak mengalami perubahan jika dilihat dari sudut pandang dunia. Pasar farmasi Indonesia pada tahun 2002 sebesar Rp 15 triliun, berada di bawah satu persen dari pasar farmasi dunia. Oleh sebab itu, di dunia farmasi Indonesia masih belum mendapatkan perhatian yang besar dari perusahaan

multinasional. Pelaku-pelaku lokal, komposisi pasar, serta perkembangan teknologi di bidang industri obat pun tidak banyak berubah dan tidak ada kemajuan yang berarti di bidang R & D di dalam negeri (<http://www.kompas.com>).

Kendali kekuatan utama globalisasi industri farmasi menurut Matraves (1998) ialah: (1) persaingan ketat karena hadirnya teknologi baru pada level global dan tingginya biaya R&D; (2) harmonisasi regulasi farmasi yang menghilangkan hambatan teknis (*technical barrier*) dalam perdagangan yang memudahkan perusahaan memperoleh akses di pasar regional; (3) tekanan pemerintah berkaitan dengan masalah harga obat mendorong globalisasi pemasaran (Majalah Farmasi Indonesia; 2007:200).

Menurut Umar Juoro (<http://www.waspada.co.id>), berdasarkan hasil analisa dari *Center for Information and Development Studies* (CIDES), potensi Indonesia dalam perkembangan bisnis farmasi masih besar. Diperkirakan, pasar farmasi akan meningkat dari sekitar 2,8 miliar dolar AS pada 2007 menjadi 4,2 miliar dolar AS pada 2012 mendatang.

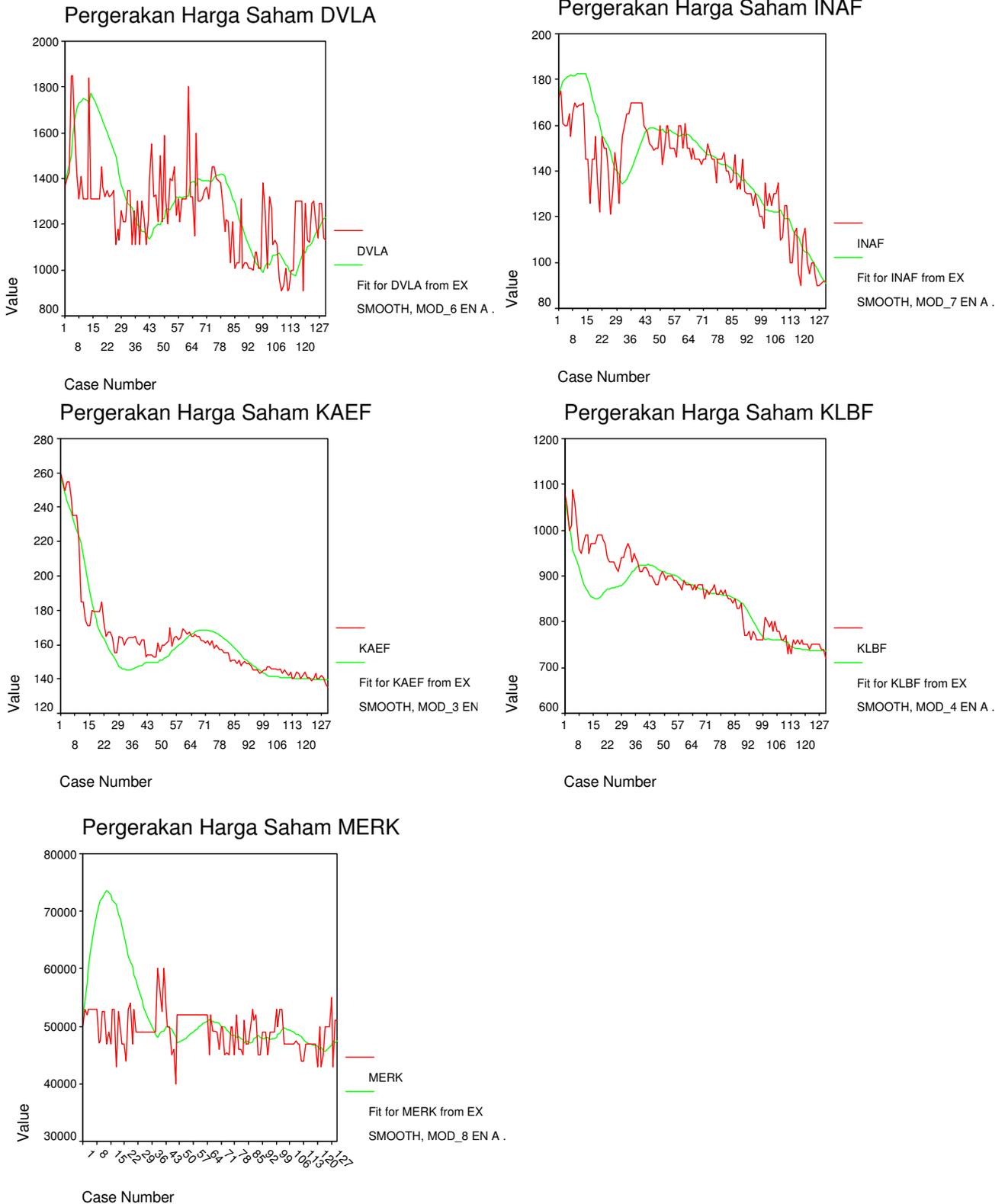
2. GAMBARAN DISTRIBUSI SAMPEL PENELITIAN

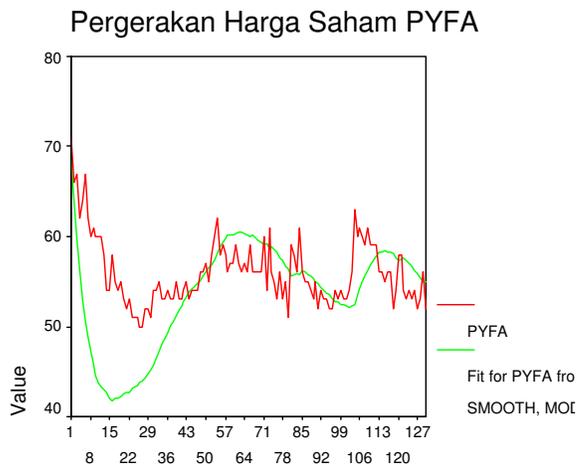
Rata-rata dari seluruh perusahaan farmasi yang ditarik sebagai sampel dalam penelitian ini menunjukkan tren negative atas pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing. Para analis berpendapat bahwa olimpiade ini mampu mendorong pasar, namun pengaruh ini sangat dipengaruhi oleh bagaimana pemerintah China menjalankan kebijakan moneternya, selain juga dipengaruhi oleh tekanan dari penurunan pertumbuhan ekonomi dunia dan stabilitas internal perusahaan terkait.

Penurunan pola pergerakan harga saham juga disebabkan oleh kesiapan perusahaan farmasi menghadapi harmonisasi regulasi farmasi ASEAN yang mulai diberlakukan pada tahun 2008. Dimana melalui program ini produk-produk farmasi akan lebih leluasa keluar masuk diantara negara anggota ASEAN tanpa adanya hambatan (*barrier*), baik *tariff barrier* ataupun *non-tariff barrier* (Sampurno; 2007:200).

Gambaran distribusi sampel penelitian ini akan menyajikan gambaran mengenai respon harga saham selama rentang penelitian, 130 hari.

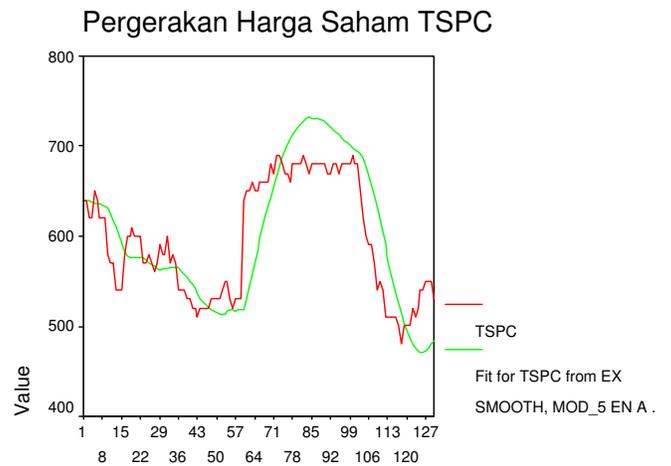
Gambar 4.2
Pergerakan Saham Subsektor Farmasi Selama Penelitian





Case Number

Sumber: data sekunder diolah, 2009



Case Number

Dari hasil output tersebut terlihat bahwa grafik memberikan output dalam dua buah garis prediksi. Garis pertama (warna merah) adalah grafik untuk harga saham selama 130 hari penelitian, sedangkan garis kedua (warna hijau) merupakan prediksi harga saham dengan menggunakan *exponential smoothing*.

Melalui grafik di atas, dapat dianalisa bahwa harga saham cenderung mengalami penurunan. Grafik *exponential smoothing* memperlihatkan bahwa grafik tergambar lebih halus dari variasinya dan membentuk tren yang lebih jelas.

Sementara untuk saham perusahaan PT Tempo Scan Pacific Tbk dengan kode TSPC, harga sempat mengalami kenaikan, yang kemudian kembali *rebound* turun sebagai bentuk reaksi pelaku pasar yang terlampau *over react*.

3. STATISTIK PARAMETRIK OBJEK PENELITIAN

Langkah pertama sebelum pengolahan data lanjutan adalah dengan mempertimbangkan tingkat kenormalan data. Sebuah penelitian dikatakan baik bila model tersebut memenuhi asumsi normalitas data dan terbebas dari asumsi-asumsi klasik statistik, baik heterokedastisitas, autokorelasi dan multikolinieritas (Nugroho; 2005:57).

Pengujian menggunakan bantuan *SPSS 11.5 for windows*. Program ini dipilih karena selain sudah cukup familiar penggunaannya di Indonesia, juga relatif mudah dipahami baik operasional ataupun analisis data dibanding dengan program lain.

a. Uji Normalitas

Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas mempunyai distribusi normal atau tidak.

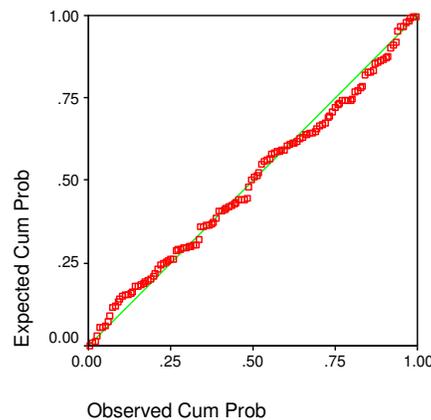
Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Data yang berdistribusi normal dapat dilihat dari grafik normal P-P plot, dimana bila titik-titik yang menyebar di sekitar garis diagonal serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal, maka dapat dikatakan data tersebut berdistribusi normal.

Pada gambar 4.3, *P- P Plot* menunjukkan bahwa titik-titik menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti garis diagonal, maka dapat disimpulkan bahwa data yang diperoleh berdistribusi normal.

Gambar 4.3
Kurva Normal P-P Plot

Normal P-P Plot of Regression Stand

Dependent Variable: IHSG



Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 1)

Pengujian data berdistribusi normal dapat pula dilihat dari bentuk garis simetris mengikuti histogram ataupun nilai kecondongan (*skewness*). Bila nilai *skewness* bertanda positif (+) maka distribusi data condong ke kiri, bila nilai *skewness* bertanda nol (0) maka distribusi data simetris kiri dan kanan, dan bila nilai *skewness* bertanda negative (-) maka distribusi data condong ke kanan.

Data yang terdistribusi mendekati normal memiliki nilai *skewness* mendekati angka 0, sehingga memiliki kemiringan yang cenderung seimbang.

Dari tabel 4.3 terlihat bahwa nilai *skewness* variabel IHSG, DVLA, INAF, KLBF, MERK dan TSPC berada pada kisaran angka 0, sehingga data masing-masing variabel memiliki kecenderungan terdistribusi secara normal.

Tabel 4.3
Uji Normalitas

		Statistics							
		IHSG	DVLA	INAF	KAEF	KLBF	MERK	PYFA	TSPC
N	Valid	130	130	130	130	130	130	130	130
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0
Mean		2322.547	1257.923	139.3385	163.0231	867.4615	49349.62	55.9769	595.5385
Median		2336.905	1300	145	159.5	880	49000	55	585
Std. Deviation		141.3991	184.4317	21.896	26.36284	87.01164	3342.077	3.69677	64.31586
Variance		19993.72	34015.03	479.4349	694.9995	7571.026	11000000	13.66613	4136.53
Skewness		0.315	0.617	-0.642	2.345	0.159	0.143	1.206	0.085
Std. Error of Skewness		0.212	0.212	0.212	0.212	0.212	0.212	0.212	0.212
Kurtosis		0.497	1.487	-0.292	5.419	-0.684	0.541	2.013	-1.507
Std. Error of Kurtosis		0.422	0.422	0.422	0.422	0.422	0.422	0.422	0.422
Range		733.75	940	85	125	370	20000	21	210
Minimum		2022.56	910	90	135	720	40000	50	480
Maximum		2756.31	1850	175	260	1090	60000	71	690
Sum		301931	163530	18114	21193	112770	6415450	7277	77420

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 1)

Sementara untuk variabel KAEF dan PYFA, keduanya memiliki tingkat *skewness* (kecondongan) positif. Artinya distribusi data condong ke kiri (Lihat lampiran 2).

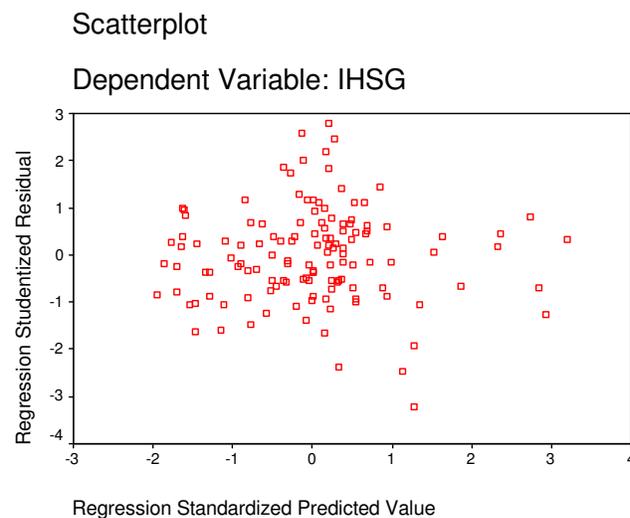
b. Uji Asumsi Klasik

1) Hasil Uji Heterokedastisitas

Pengujian heterokedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *varians* dari residual pengamatan ke pengamatan yang lain dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut:

- a) Jika terdapat data yang membentuk pola tertentu (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka telah terjadi heterokedastisitas,
- b) Jika tidak terdapat pola yang jelas seperti titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastisitas

Gambar 4.4
Uji Heterokedastisitas



Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 1)

Pada gambar 4.4, menunjukkan bahwa titik-titik pada grafik *scatterplot* menyebar secara acak diatas maupun dibawah angka pada sumbu Y. Artinya, bahwa tidak terjadi heterokedastisitas pada model regresi

2) Hasil Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Dimana pengujian autokorelasi dapat dideteksi dari besarnya nilai *Durbin Watson* (DW), yaitu:

- a) Angka DW di bawah -2, berarti terdapat autokorelasi positif,
- b) Angka DW di antara -2 sampai +2, berarti tidak terdapat autokorelasi,
- c) Angka DW di atas +2, berarti terdapat autokorelasi negatif.

Tabel 4.4
Uji Autokorelasi

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	.561 ^a

a. Predictors: (Constant), TSPC, MERK, PYFA, DVLA, INAF, KAEF, KLBF

b. Dependent Variable: IHSG

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 1)

Pada tabel 4.4, di atas dapat dilihat bahwa nilai DW sebesar 0.561. Angka tersebut menunjukkan bahwa model regresi tidak terdapat autokorelasi.

3) Hasil Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Uji multikolinieritas dapat dilihat dari nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) dan nilai *tolerance*, dengan ketentuan:

- (a) Mempunyai nilai VIF disekitar angka 1-10,
- (b) Mempunyai angka *tolerance* mendekati 1.

Tabel 4.5
Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	DVLA	.641	1.560
	INAF	.318	3.140
	KAEF	.188	5.315
	KLBF	.149	6.722
	MERK	.869	1.150
	PYFA	.497	2.011
	TSPC	.882	1.133

a. Dependent Variable: IHSG

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 1)

Dari tabel 4.5, di atas tampak bahwa variabel bebas memiliki nilai *tolerance* mendekati 1 dan nilai VIF berkisar

angka 1-6. Artinya, bahwa dalam model regresi tidak terdapat multikolinieritas antar variabel bebas.

4. PENGUJIAN HIPOTESIS

a. Sebelum-Saat Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008

1) *Abnormal Return*

Untuk mengetahui letak reaksi pasar modal Indonesia subsektor farmasi terhadap pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing dapat dilakukan dengan membandingkan nilai sig (2-tailed) terhadap tingkat signifikansi penelitian α (*alpha*) sebesar 5% atau dengan membandingkan t hitung terhadap t tabel.

Tabel 4.6
Hasil Uji Sampel Berpasangan AR Sebelum-AR Saat

Sebelum		Saat	
Rata-rata	-0.001040	Rata-rata	-0.010459
Standar dev.	0.022951336	Standar dev.	0.060343749
Nilai*	0.0123265	Nilai*	0.0475286
t-tabel			2.262
t-hitung			0.519
Sig. (2-tailed)			0.616

*) Lihat lampiran 3

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 7)

Pada pengujian hipotesis ini didapatkan nilai t-hitung sebesar 0.519 dengan nilai sig. (2-tailed) sebesar 0.616.

Dari nilai yang diperoleh pada pengujian tersebut dapat

disimpulkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa secara statistik tidak berbeda dengan rata-rata *abnormal return* saat peristiwa berlangsung. Artinya peningkatan 285.58% dari 0.0123265 atas rata-rata *abnormal return* dinilai terlalu kecil, tidak mampu membawa dampak signifikan pada perubahan *return* investor selama periode pengamatan.

Respon positif pelaku pasar atas pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing terjadi pada 2 hari sebelum *event date*, yaitu pada tanggal 6 Agustus 2008. Ditunjukkan dengan nilai sig (2-tailed) $0.044 < 0.05$ dan nilai t hitung sebesar $2.535 > 2.447$ pada df (derajat bebas) 6.

Tabel 4.7
Hasil Uji T-One Sample terhadap Abnormal Return

No	Hari Ke-	t	Sig. (2-tailed)	Tk. Keyakinan 95%		Keterangan
				df	Table	
1	t-10	0.131	0.900	6	2.447	Tidak Sig.
2	t-9	0.775	0.468	6	2.447	Tidak Sig.
3	t-8	-0.680	0.522	6	2.447	Tidak Sig.
4	t-7	-0.479	0.649	6	2.447	Tidak Sig.
5	t-6	0.224	0.830	6	2.447	Tidak Sig.
6	t-5	-0.932	0.387	6	2.447	Tidak Sig.
7	t-4	-0.618	0.559	6	2.447	Tidak Sig.
8	t-3	-1.924	0.103	6	2.447	Tidak Sig.
9	t-2	2.535	0.044	6	2.447	Signifikan
10	t-1	1.306	0.239	6	2.447	Tidak Sig.
11	t0 1	-1.626	0.155	6	2.447	Tidak Sig.
12	t0 2	-1.201	0.275	6	2.447	Tidak Sig.
13	t0 3	-1.103	0.312	6	2.447	Tidak Sig.
14	t0 4	1.570	0.168	6	2.447	Tidak Sig.
15	t0 5	1.405	0.210	6	2.447	Tidak Sig.
16	t0 6	2.166	0.074	6	2.447	Tidak Sig.
17	t0 7	-1.276	0.249	6	2.447	Tidak Sig.
18	t0 8	-1.330	0.232	6	2.447	Tidak Sig.
19	t0 9	0.076	0.942	6	2.447	Tidak Sig.
20	t0 10	1.001	0.355	6	2.447	Tidak Sig.
21	t+1	-0.293	0.780	6	2.447	Tidak Sig.
22	t+2	-1.576	0.166	6	2.447	Tidak Sig.
23	t+3	1.591	0.163	6	2.447	Tidak Sig.
24	t+4	1.892	0.107	6	2.447	Tidak Sig.
25	t+5	-1.127	0.303	6	2.447	Tidak Sig.
26	t+6	-1.080	0.322	6	2.447	Tidak Sig.
27	t+7	1.015	0.349	6	2.447	Tidak Sig.
28	t+8	-0.870	0.418	6	2.447	Tidak Sig.
29	t+9	0.514	0.626	6	2.447	Tidak Sig.
30	t+10	-1.172	0.286	6	2.447	Tidak Sig.

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 5)

Pada hari-hari yang lain sekitar *event period*, dampak pelaksanaan olimpiade Beijing sama sekali tidak tampak. Pasar bereaksi secara wajar. Tidak terdapat *return* berlebih yang diterima para pelaku pasar melebihi pergerakan pasar.

Hal ini disebabkan karena pasar secara umum bereaksi netral terhadap adanya pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing. Konsentrasi pelaku pasar kemungkinan justru terfokus pada pelemahan perekonomian yang berimbas pada seluruh sektor industri (lihat lampiran 6).

2) *Trading Volume Activity (TVA)*

Tabel 4.8
Hasil Uji Sampel Berpasangan TVA Sebelum-Saat

Sebelum		Saat	
Rata-rata	0.0070034	Rata-rata	0.0027709
Standar Dev.	0.00700679	Standar Dev.	0.00158753
Nilai*	0.01105	Nilai*	0.00183
t- tabel			2.262
t- hitung			1.973
Sig. (2-tailed)			0.080

*) lihat lampiran 8

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 9)

Melalui hasil pengujian pada tabel 4.8 diketahui bahwa terjadi penurunan aktivitas volume perdagangan sebesar 0.004 dari rata-rata TVA sebelum terhadap saat *event* berlangsung. Penurunan tersebut pada dasarnya tidak berpengaruh secara umum. Terbukti dengan nilai sig (2-tailed) lebih besar dari α (*alpha*) dan t-hitung lebih kecil dari t-tabel.

Dengan demikian pengaruh tersebut tertetak pada hipotesis nol, artinya pelaksanaan olimpiade Beijing tidak

mendapat respon signifikan terhadap perubahan aktivitas volume perdagangan saat *event* masih berlangsung.

3) *Bid-Ask Spread*

Dalam tabel 4.9 tergambar bahwa rata-rata *spread* sebelum *event* lebih besar 0.02 dari sebelum *event*. Selisih antara harga tertinggi dengan terendah terjadi saat *event* belum berlangsung. Namun demikian, pergerakan *spread* tidak membawa pengaruh signifikan terhadap pergerakan harga saham secara umum pada subsektor ini.

Tabel 4.9
Hasil Uji Sampel Berpasangan *Bid-Ask Spread* Sebelum-Saat

Sebelum		Saat	
Rata-rata	0.0672343	Rata-rata	0.0493481
Standar Dev.	0.02563948	Standar Dev.	0.02329003
Nilai*	0.058624	Nilai*	0.048617
t-tabel			2.262
t-hitung			1.836
Sig (2-tailed)			0.100

*) lihat lampiran 10

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 11)

Ditunjukkan dari pengujian yang dilakukan, didapatkan nilai sig. 0.100 lebih besar dari α (*alpha*) sebesar 5%, indikator yang lain berupa nilai t-hitung lebih kecil dari t-tabel ($1,836 < 2.262$). Ini berarti pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing tidak memberi perubahan signifikan secara statistik ketika *event* tersebut berlangsung.

4) *Security Return Variability (SRV)*

Tabel 4.10
Hasil Uji Sampel Berpasangan SRV Sebelum-Saat

Sebelum		Saat	
Hari	Avrg SRV	Hari	Avrg SRV
Rata-rata	0.1499840	Rata-rata	0.4471072
Standar Dev.	0.14318469	Standar Dev.	0.64720996
Nilai*	0.208262	Nilai*	0.587359
t-tabel			2.262
t-hitung			-1.317
Sig (2-tailed)			0.220

*) lihat lampiran 12

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 13)

Dari pengujian yang dilakukan didapatkan nilai sig. 0.220 lebih besar dari α (alpha) 5%. Dari hasil perhitungan tersebut dapat dinyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara variabilitas saham sebelum dengan saat *event*.

Dari hasil uji beda dua rata-rata terhadap variabilitas pendapatan saham didapatkan tidak adanya perbedaan signifikan antara rata-rata variasi *abnormal return* sebelum dan saat *event*. Artinya pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing- China tidak berpengaruh signifikan terhadap variasi pendapatan yang diperoleh investor pada rentang waktu pengamatan.

Hal tersebut disebabkan karena adanya kesamaan pandangan mengenai sebuah informasi dan terjadi

simetritivitas informasi yang diterima oleh para pelaku pasar saat *event* terjadi. Informasi yang ada diserap sempurna oleh pasar melalui berbagai mass media baik cetak maupun elektronik serta dari sumber informal lainnya.

b. Saat-Setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008

Dari hasil pengujian untuk hipotesis ke dua, tampak bahwa semua variabel yang diujikan tidak dapat menolak hipotesis nol. Artinya baik *abnormal return*, *TVA*, *bid-ask spread* ataupun *SRV* tidak mampu memberikan perbedaan hasil antara saat dengan setelah pelaksanaan olimpiade Beijing.

Hal ini terbaca dari hasil sig (2-tailed) masing-masing variabel yang lebih tinggi dibanding α (*alpha*) 5%. Juga dari hasil pengujian *t-value* yang lebih kecil dari *t-table*.

Tabel 4.11
Hasil Perbedaan *Abnormal Return*, *Trading Volume Activity*, *Bid-Ask Spread* dan *SRV* Saat dan Setelah Pelaksanaan Olimpiade Beijing 2008

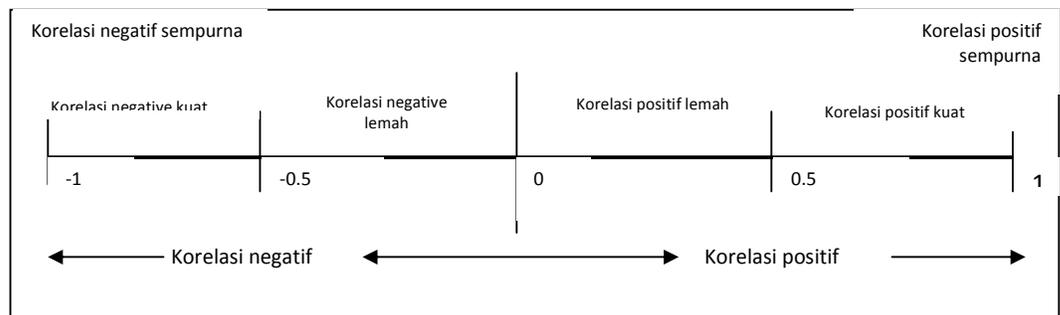
	Paired differences					t	df	Sig.(2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% confidence interval of the Difference				
				Correlation	t-table			
Pair 1 AR saat-AR setelah	0.019517	0.11368		-0.506	2.262	0.543	9	0.600
Pair 2 TVA saat-TVA setelah	-0.00046	0.00384	0.001213	0.059	2.262	-0.381	9	0.712
Pair 3 BA sprd saat-BA sprd set	0.000431	0.02505	0.007922	0.224	2.262	0.054	9	0.958
Pair 4 SRV saat-SRV setelah	-0.04126	1.04445	0.330284	-0.017	2.262	-0.125	9	0.903

Sumber: data sekunder diolah, 2009

Keeratan hubungan (*correlation*) antar variabel dinilai sangat lemah berkisar antara nol hingga 0.5. Kecuali korelasi *abnormal return* yang tergolong pada tingkat kuat dengan arah negative. Artinya pengaruh *abnormal return* berbanding terbalik dengan pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing. Ketika olimpiade berlangsung, investor justru menjual harga sahamnya. Begitu sebaliknya.

Hubungan kuat lemahnya korelasi variabel menurut Lind (2003) dalam Suharyadi (2004:462):

Gambar 4.5
Hubungan Kuat Lemah dalam Penelitian



Sumber: Suharyadi (2004:462)

Koefisien korelasi mempunyai nilai antara -1 sampai 1. Nilai *correlation* (r) = -1 disebut linier sempurna negative terjadi apabila titik contoh atau kombinasi tertetak tepat pada satu garis lurus yang mempunyai kemiringan negative. Nilai $r= 1$ disebut dengan linier sempurna positif, terjadi bila semua titik contoh terletak tepat pada satu garis lurus dengan kemiringan

positif. Nilai koefisien korelasi mendekati -1 atau 1 menyatakan bahwa hubungan kedua variabel adalah kuat atau korelasi kedua variabel tinggi. Namun apabila nilai r mendekati 0, hubungan kedua variabel sangat lemah atau mungkin tidak ada sama sekali.

1) *Abnormal Return*

Tabel 4.12
Nilai Perbedaan AR Saat-Setelah

No	Kode Perusahaan	Saat	Setelah	Kenaikan /Penurunan
1	DVLA	0.0429437	-0.0072144	-1.1679978
2	INAF	-0.0000146	-0.0186122	1273.8082192
3	KAEF	0.0007486	-0.0021800	-3.9121283
4	KLBF	-0.0002768	-0.0019899	6.1886941
5	MERK	-0.1115149	-0.1809502	0.6226549
6	PYFA	0.0010678	-0.0079889	-8.4816445
7	TSPC	-0.0061679	0.0090993	-2.4752859
Average		-0.0104592	-0.0299766	1.8660649
Standar Deviasi		0.0475286	0.0670902	0.4115763

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 3)

Meski tidak terdapat perbedaan signifikan secara statistik antara saat terhadap setelah pelaksanaan olimpiade Beijing, bukan berarti secara matematis sama sekali tidak terdapat pergeseran *return*.

Dari tabel 4.12 tampak bahwa terjadi kenaikan rata-rata *abnormal return* 186.61% serta kenaikan 41.16% standar deviasi antara saat dengan setelah *event*. Angka tersebut

terbilang relatif kecil, sehingga wajar bila tidak mampu mengarahkan pasar pada keseimbangan baru.

Kenaikan tertinggi disuplai oleh PT. Indofarma Tbk sebesar 1273.81, sementara penurunan terbesar dialami oleh PT. Pyridam Farma Tbk sebesar 8.48.

Kenaikan PT. Indofarma Tbk disebabkan oleh peningkatan kebutuhan bahan baku obat terkait dengan ditunjuknya perusahaan ini oleh pemerintah dalam penyediaan obat generik seharga Rp 1000. Kaitannya dengan pelaksanaan olimpiade Beijing, kemungkinan akhir *event* merupakan saat yang tepat guna memenuhi kebutuhan obat. Sehingga pelaku pasar merespon informasi tersebut sebagai *good news*.

2) *Trading Volume Activity (TVA)*

Tabel 4.13
Nilai Perbedaan TVA Saat-Setelah

No	Kode Perusahaan	Saat	Setelah	Kenaikan/ Penurunan
1	DVLA	0.00000	0.00140	#DIV/0!
2	INAF	0.00599	0.00201	-0.66401
3	KAEF	0.00310	0.00055	-0.82112
4	KLBF	0.00213	0.00097	-0.54677
5	MERK	0.00370	0.00864	1.33333
6	PYFA	0.00244	0.00634	1.60367
7	TSPC	0.00204	0.00272	0.33206
Average		0.00277	0.00323	0.16684
Standar Deviasi		0.00183	0.00307	0.67668

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 8)

Melalui tabel 4.13, tampak bahwa secara umum tingkat aktivitas volume perdagangan masing-masing perusahaan pada sampel yang diteliti relatif kecil (kurang dari 0,5). Hal ini sekaligus menjadi bukti bahwa industri farmasi dinilai kurang prospek, kurang dilirik investor pada pasar modal Indonesia. Kenaikan tipis yang tidak signifikan terjadi antara saat terhadap setelah pelaksanaan olimpiade Beijing sebesar 16,68% dan kenaikan standar deviasi sebesar 67,67%.

3) *Bid-Ask Spread*

Dari hasil uji analisis *event study* ditemukan bahwa pengaruh olimpiade Beijing terhadap *bid-ask spread* antara saat dengan setelah pelaksanaan *event* menurun sebesar 15,56%. Ini berarti konsep pasar efisien berjalan. Dimana dalam konsep *Efficiency Market Hypothesis (EMH)* pelaku pasar tidak akan mendapatkan keuntungan melebihi pelaku pasar yang lain, harga terbentuk secara wajar. Tidak terdapat volatilitas yang tajam. Menurunnya *bid-ask spread* merupakan salah satu bukti penurunan kesenjangan (*spread*) antara harga tertinggi dengan terendah.

Tabel 4.14
Nilai Perbedaan *Bid-Ask Spread* Saat-Setelah

No	Kode Perusahaan	Saat	Setelah	Kenaikan/ Penurunan
1	DVLA	0.1570	0.0652	-0.5845
2	INAF	0.0541	0.1330	1.4572
3	MERK	0.0278	0.0446	0.6020
4	PYFA	0.0320	0.0384	0.2000
5	KAEF	0.0233	0.0171	-0.2684
6	KLBF	0.0254	0.0122	-0.5215
7	TSPC	0.0258	0.0320	0.2426
Average		0.0493	0.0489	-0.0087
Standar Deviasi		0.0486	0.0411	-0.1556

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 10)

Disisi lain, penurunan *spread* dapat pula dipahami sebagai penurunan agresivitas pelaku pasar dalam menjajaki saham subsektor farmasi. Sehingga justru penurunan *spread* pada industri ini lebih disebabkan oleh kurangnya minat investor menginvestasikan dananya (lihat tabel 4.13).

4) *Security Return Variability (SRV)*

Dalam tabel 4.15 menjelaskan bahwa tingkat kenaikan dan atau penurunan variabilitas antara saat dengan setelah *event* berkisar antara 0-1, dengan perubahan standar deviasi sebesar 87.73%.

Tabel 4.15
Nilai Perbedaan SRV Saat-Setelah

No	Kode Perusahaan	Saat	Setelah	Kenaikan/ Penurunan
1	DVLA	1.1274	0.2340	-0.7924
2	INAF	0.4642	0.0974	-0.7902
3	KAEF	0.0123	0.0099	-0.1915
4	KLBF	0.0290	0.0050	-0.8280
5	MERK	1.4061	2.9824	1.1211
6	PYFA	0.0622	0.0644	0.0346
7	TSPC	0.0285	0.0254	-0.1082
Average		0.4471	0.4884	0.0923
Standar Deviasi		0.5874	1.1026	0.8773

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 12)

Dari pengujian yang dilakukan, secara umum tidak terdapat perbedaan variabilitas antara saat dengan setelah peristiwa. Artinya, pelaksanaan pekan olimpiade Beijing tidak memberikan variasi pendapatan bagi pelaku pasar. Informasi tersebar merata, sehingga aksi yang diambil relatif sama antar investor. Tidak terdapat investor yang menerima *return* melebihi investor lain, begitu pula tidak terdapat investor yang menderita *loss* (kerugian) berlebih.

c. Sebelum-Setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008

Pengujian secara statistik atas hipotesis ke tiga yang menggambarkan ada tidaknya dampak pelaksanaan pekan

olahraga olimpiade Beijing antara sebelum dengan sesudah *event*:

$$H_0 : \mu_i = 0$$

$$H_a : \mu_i \neq 0$$

Dalam tabel 4.16 tergambarakan bahwa tidak satupun variabel yang diteliti menolak hipotesis nol. Artinya, tidak terdapat pengaruh nyata antara sebelum dengan setelah *event*. Ditunjukkan dengan t hitung lebih rendah daripada t tabel dan nilai sig (2-tailed) lebih tinggi dari nilai α (*alpha*).

Tabel 4.16
Hasil Perbedaan *Abnormal Return, Trading Volume Activity, Bid-Ask Spread* dan SRV Sebelum dan Setelah Pelaksanaan Olimpiade Beijing 2008

	Paired difference					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% confidence interval of the difference				
				Correlation	t-tabel			
Pair 1 AR sblm-AR stlh	0.0289363	0.0815768		-0.357	2.262	1.122	9	0.291
Pair 2 TVA sblm-TVA stlh	0.0037702	0.0091784	0.0029025	0.200	2.262	1.299	9	0.226
Pair 3 BA sprd sblm-BA sprd stlh	0.0183173	0.0354883	0.0112224	-0.433	2.262	1.632	9	0.137
Pair 4 SRV sblm-SRV stlh	-0.33838	0.8610419	0.2722854	-0.289	2.262	-1.243	9	0.245

Sumber: data sekunder diolah, 2009

Besarnya ikatan keeratan variabel (*correlation*) tergolong dalam tipe negative lemah, yaitu terletak disekitar angka $r=0$. Artinya keberlangsungan ompiode Beijing tidak begitu diperhatikan oleh para pelaku pasar, sehingga tidak mampu mengoreksi harga saham baik untuk tren naik (*trend up*) ataupun tren menurun (*trend down*).

1) *Abnormal return*

Tabel 4.17
Nilai Perbedaan AR Sebelum-Setelah

No	Kode Perusahaan	Sebelum	Setelah	Kenaikan/ Penurunan
1	DVLA	-0.0112	-0.0072	-0.3556
2	INAF	0.0148	-0.0186	-2.2549
3	KAEF	0.0007	-0.0022	-4.1922
4	KLBF	-0.0029	-0.0020	-0.3063
5	MERK	-0.0032	-0.1810	54.7877
6	PYFA	0.0137	-0.0080	-1.5839
7	TSPC	-0.0192	0.0091	-1.4747
Average		-0.0010	-0.0300	27.8154
Standar Deviasi		0.0123	0.0671	4.4428

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 3)

Pada pengujian hipotesis ketiga *abnormal return* melalui analisis *event study* didapatkan bahwa terdapat peningkatan standar deviasi senilai 444,28% dan peningkatan rata-rata *abnormal return* sebesar 2781,54%. Peningkatan tersebut dinilai tidak signifikan karena hanya disumbang dari kenaikan *return* PT Merck Tbk sementara harga saham yang lain pada industri sejenis justru mengalami penurunan.

Lemah atau kecilnya *return* industri farmasi disebabkan karena karakter subsektor ini yang kurang likuid. Pembahasan lebih lanjut dijelaskan pada hasil analisis *Trading Volume Activity (TVA)*.

2) *Trading Volume Activity (TVA)*

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4.18, hasil yang ditampakkan pada dasarnya tidak jauh berbeda dari pengujian sebelumnya. Nilai aktivitas volume perdagangan relatif rendah.

Tabel 4.18
Nilai Perbedaan TVA Sebelum-Setelah

No	Kode Perusahaan	Sebelum	Setelah	Kenaikan/ Penurunan
1	DVLA	0.00251	0.00140	-0.44444
2	INAF	0.00159	0.00201	0.26817
3	KAEF	0.00466	0.00055	-0.88123
4	KLBF	0.00734	0.00097	-0.86831
5	MERK	0.00000	0.00864	#DIV/0!
6	PYFA	0.03144	0.00634	-0.79825
7	TSPC	0.00148	0.00272	0.83824
Average		0.00700	0.00323	-0.53833
Standar Deviasi		0.01105	0.00307	-0.72248

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 8)

Perbedaannya, terjadi penurunan rata-rata dan standar deviasi TVA, masing-masing sebesar 53,83% dan 72,25%. Penurunan tersebut diakibatkan bahwa pasar bereaksi negative terhadap informasi besarnya biaya pelaksanaan olimpiade yang kemungkinan akan berdampak terhadap kenaikan harga obat dan bahan baku obat asal China. Kata 'kemungkinan' mengindikasikan bahwa penilaian tersebut masih berupa asumsi.

3) *Bid-Ask Spread*

Tabel 4.19
Nilai Perbedaan *Bid-Ask Spread* Sebelum-Setelah

No	Kode Perusahaan	Sebelum	Setelah	Kenaikan/ Penurunan
1	DVLA	0.1939	0.0652	-0.6636
2	INAF	0.0761	0.1330	0.7476
3	MERK	0.0632	0.0446	-0.2943
4	PYFA	0.0435	0.0384	-0.1166
5	KAEF	0.0298	0.0171	-0.4275
6	KLBF	0.0269	0.0122	-0.5474
7	TSPC	0.0374	0.0320	-0.1432
Average		0.0672	0.0489	-0.2724
Standar Deviasi		0.0586	0.0411	-0.2998

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 10)

Dari hasil pengujian diatas terjadi penurunan *spread* antara sebelum terhadap setelah pelaksanaan olimpiade Beijing sebesar 29,98%. Penurunan *spread* terjadi pada hampir seluruh sampel yang diteliti kecuali saham dengan kode INAF yang justru mengalami peningkatan *spread* sebesar 74,76%.

Secara teori, tingkat *bid-ask spread* disyaratkan kecil pada masing-masing saham. Kesenjangan yang tinggi antara harga tertinggi dengan terendah menyebabkan saham tidak lagi likuid dan hanya diminati oleh sekelompok investor tertentu.

Sehingga dengan menurunnya tingkat *spread* antara sebelum terhadap setelah pelaksanaan olimpiade Beijing

merupakan salah satu signal positif peningkatan likuiditas saham. Yang pada akhirnya diharapkan meningkatkan *return investor*.

4) *Security Return Variability (SRV)*

Pengujian *Security Return Variability (SRV)* pada dasarnya untuk menguji tingkat variasi *return investor* antara sebelum terhadap sesudah *event* terjadi.

Tabel 4.20
Nilai Perbedaan SRV Sebelum-Setelah

No	Kode Perusahaan	Sebelum	Setelah	Kenaikan/ Penurunan
1	DVLA	0.54281	0.23402	-0.5689
2	INAF	0.33480	0.09738	-0.7091
3	KAEF	0.00487	0.00993	1.0369
4	KLBF	0.01327	0.00499	-0.6238
5	MERK	0.02306	2.98244	128.3143
6	PYFA	0.09426	0.06437	-0.3171
7	TSPC	0.03682	0.02541	-0.3097
Average		0.14998	0.48836	2.2561
Standar Deviasi		0.20826	1.10262	4.2944

Sumber: data sekunder diolah, 2009 (Lampiran 12)

Dari tabel 4.20 diatas digambarkan bahwa terjadi peningkatan standar deviasi SRV setelah olimpiade Beijing berlangsung sebesar 429,44% dengan penyebaran yang merata pada seluruh sampel yang diteliti pada tingkat sekitar angka nol, kecuali untuk saham PT Merck Tbk dengan peningkatan hingga 128,31.

Penyebaran yang merata tersebut mengindikasikan bahwa penyebaran informasi merata pada semua investor. Sehingga investor memiliki pandangan analisis yang sama pula atas suatu *event*.

B. PEMBAHASAN DATA HASIL PENELITIAN

1. Perbedaan *Return Saham* Sebelum dan Saat *Event Date* atas Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008

Temuan penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan saat *event* berlangsung. *Return* penelitian yang dihitung melalui variabel *abnormal return*, *trading volume activity*, *bid-ask spread* dan *security return variability*, keempatnya tidak mampu menolak hadirnya hipotesis nol.

Hasil temuan tersebut sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Hamidi (2008) yang menyatakan tidak terdapat perbedaan signifikan likuiditas saham berupa *AVP*, *bid-ask spread*, *width* dan *resiliency* atas bencana banjir yang terjadi di ibu kota Jakarta.

Tidak signifikannya *return* saham antara sebelum dan saat olimpiade Beijing pada dasarnya telah disinyalir oleh para pelaku bursa sebelumnya. Volume pertumbuhan ekonomi dan investasi yang didatangkan olimpiade sangat kecil proporsinya dalam

volume total ekonomi dan investasi di China. Wakil Direktur Balai Riset Ekonomi Makro Komisi Pembangunan dan Reformasi Nasional China, Wang Yiming dalam (<http://id1.chinabroadcast.cn>), menyatakan:

" Volume total ekonomi Kota Beijing pada tahun 2007 hanya merupakan 3,6% volume total ekonomi nasional. Investasi untuk pembangunan gedung dan lapangan olahraga Olimpiade dan sarana dasar terkait di Beijing sekitar 300 miliar yuan RMB, dan kalau dipukul rata untuk jangka waktu 4 tahun, jumlahnya sekitar 75 miliar yuan RMB per tahun, atau mengambil pangsa sekitar 0,55% hingga 1,06% investasi aset tetap seluruh sosial dalam 4 tahun yang lalu. Maka, dampaknya boleh dikatakan sangat kecil."

Bila ditinjau dari karakter produk farmasi nasional dan kondisi ke-kinian, Kiyanto (2008) dalam (<http://web.pab-indonesia.com>), menyatakan:

"...industri yang berisiko tinggi (terhadap krisis global) antara lain tekstil dan produk tekstil, elektronika, furniture, keramik, pakan ternak, pupuk, produk kimia, farmasi, kaca maupun gelas dan kertas koran. Khususnya industri yang menggunakan bahan baku dengan kandungan impor berkisar di atas 60%".

Sementara itu, dari sisi negara utama pemasok produk farmasi nasional, China yang cenderung memiliki kekebalan terhadap resesi negara lain, terkena imbas resesi global. Indeks Shanghai anjlok dan mulai mengantisipasi penurunan ekspor ke Amerika Serikat (Kuncoro, 2008:12). Hal ini terjadi karena negara utama tujuan ekspor China adalah Amerika Serikat.

Beruntung, ketika pelemahan perekonomian global itu terjadi, kondisi fundamental Indonesia boleh dikatakan cukup kuat. Menurut Kuncoro (2008:29), pertumbuhan ekonomi Indonesia meningkat dari 5,5% di tahun 2006 menjadi 6,3% pada tahun 2008. Angka tertinggi sejak krisis tahun 1998. Kondisi tersebut didukung oleh stabilitas ekonomi yang cukup terjaga yang diwujudkan melalui sinergi antara kebijakan fiskal, moneter dan sektor keuangan.

Sehingga, ketidaksignifikansian *return* saham sebelum dan saat olimpiade Beijing apabila dikaitkan dengan kondisi global tahun 2008 merupakan signal positif strategi bertahan, bukan kemunduran, penurunan ataupun signifikan negatif.

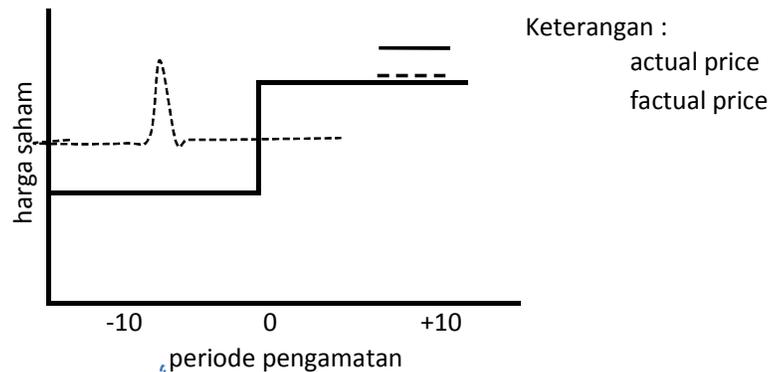
Namun, tepat 2 hari sebelum *event date* terjadi *abnormal return* signifikan positif pada tingkat sig (2-tailed) 0,044 dari hasil uji *one sample t-test*. Pada hari-hari berikutnya, harga kembali seperti semula. Fakta tersebut setara dengan hasil penelitian Alim, dkk (2002) bahwa *abnormal return* positif terjadi pada 2 hari setelah *event date*, dan *abnormal return* negatif terjadi pada 4 hari dan 8 hari setelah *event date*.

Bukan masalah *abnormal return* terjadi sebelum, saat ataupun setelah *event date* yang menjadi pangkal permasalahan. Dalam sebuah pasar yang efisien, semestinya tidak ada seorang pelaku

pasarpun yang mendapatkan *abnormal return*, karena informasi merata kepada seluruh pelaku pasar. *Abnormal return* terjadi ketika terdapat kesenjangan antara pelaku pasar yang memiliki informasi lebih dengan pelaku pasar yang memiliki informasi pasar kurang.

Bila informasi yang masuk ke bursa menyebar secara merata dan berimbang, maka perubahan harga yang terjadi membentuk 'keseimbangan' baru yang sama sekali berbeda dengan keseimbangan pasar sebelumnya. Sehingga apabila terjadi tren naik (*bullish*), semua pelaku pasar menganggap kenaikan tersebut sebagai keuntungan meski dengan proporsi berbeda.

Gambar 4.6
Pergerakan Harga Saham Hasil Penelitian



Sumber: olahan penulis, 2009

Dari hasil pengujian (lihat gambar 4.6), pada tanggal terjadinya *abnormal return* (6 Agustus 2008) tidak terdapat satu informasipun yang memiliki muatan relevan terhadap penelitian ini. Untuk menggambarkan pergerakan tersebut, sesuai pendapat

Fama (1997) dalam Rahmawati, dkk (2005:67), dapat dipahami bahwa pelaku pasar terlalu *overreaction* yang didasari oleh (1) *overconfidence* (pasar terlalu percaya diri dan melebih-lebihkan penilaian informasi), (2) *self attribution* (investor mengindahkan penilaian pribadinya dan mengikuti penilaian publik atas suatu saham).

Sehingga yang kemudian terjadi adalah penerapan teori noise (*noise theory*), yaitu investor di pasar modal dipengaruhi oleh aspek psikologis dan emosi yang tidak berkaitan dengan nilai-nilai fundamental (Kodrat, 2002:4).

Islam telah mensinyalir aksi brutal tersebut dalam firman Allah swt:

... وَإِنَّ كَثِيرًا لَّيُضِلُّونَ بِأَهْوَاءِهِمْ بِغَيْرِ عِلْمٍ إِنَّ رَبَّكَ هُوَ أَعْلَمُ بِالْمُعْتَدِينَ ﴿١١٩﴾

Artinya: "Dan Sesungguhnya kebanyakan (dari manusia) benar benar hendak menyesatkan (orang lain) dengan hawa nafsu mereka tanpa pengetahuan. Sesungguhnya Tuhanmu, Dia-lah yang lebih mengetahui orang-orang yang melampaui batas". (QS. Al-An'am (6): 119)

Overreaction dapat terjadi sebagai akibat pelaku pasar dipenuhi perasaan panik atas informasi yang masih berupa dugaan. Misalnya, analisis sementara setelah pelaksanaan olimpiade Beijing, pemerintah China mengalami devisa anggaran,

perusahaan farmasi mengalami *collaps* (kebangkrutan) sehingga tidak mampu memasok bahan baku obat ke tanah air.

Ilusi tersebut sifatnya akumulatif, serentak dan dalam waktu yang relatif bersamaan. Pergerakan harga telah terjadi sebelum kejadian tersebut benar-benar terjadi. Bila hanya 1-2 orang dengan volume kecil tidak apa. Namun berbeda halnya bila dilakukan oleh kebanyakan pelaku pasar ataupun oleh 1-2 orang pelaku pasar dengan volume tinggi. Maka tingkat kekhawatirannya bukan lagi ilusi, melainkan *issue* (menentukan tingkat harga). Karena memicu pelaku pasar lain untuk melakukan hal yang sama. Bila *issue* mempengaruhi harga, maka dalam Islam dikenal dengan istilah jual beli *najasy*.

حَدَّثَنَا عَبْدُ اللَّهِ بْنُ مَسْلَمَةَ حَدَّثَنَا مَالِكٌ عَنْ نَافِعٍ عَنْ ابْنِ عُمَرَ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُمَا قَالَ نَهَى النَّبِيُّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنِ النَّجْشِ

Artinya: Dari Ibnu Umar: “Nabi melarang jual beli najsy (menambah harga tidak untuk membeli tetapi hanya mengelabui orang lain)”. (H.R. Bukhari: 1998), dalam Diana (2008:132) (Matan lain: Muslim 2792, Nasa’i: 4421, 4429, Ibnu Majah 2164, Ahmad 6162, Malik 1190, Darimy 2792)

Menurut Diana (2008:132), jual beli *najasy* adalah membeli barang karena mendengar akan naik lalu dijual dengan harga tinggi ketika harga telah tinggi. Atau informasi yang diciptakan untuk mendongkrak atau menjatuhkan harga yang sah. Informasi

tersebut sifatnya informatif, kepercayaan baru tersebut mampu mengubah harga melalui perubahan *supply* dan *demand* yang dipaksa.

2. Perbedaan *Return* Saham antara Saat dan Setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008

Temuan penelitian tidak terdapat perbedaan *return* saham antara saat dan setelah pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing. Meski perhitungan secara matematis menunjukkan pergeseran hasil, namun perbedaan nilai tersebut dirasa terlalu kecil sehingga tidak mampu membentuk dampak signifikan secara statistik.

Hasil pengujian ini memperkuat penelitian sebelumnya yang mengemukakan pengujian likuiditas saham pada periode pengamatan saat dan sesudah bencana banjir tidak terdapat perbedaan signifikan (Hamidi, 2009).

Fakta lain yang perlu diungkap dan kemungkinan juga berimplikasi terhadap hasil penelitian ini sesuai pernyataan Wishnu (2009) dalam (<http://eei.fe.umy.ac.id>) adalah:

“saat ini jumlah saham yang likuid diperdagangkan investor hanya berkisar 70 saham saja. Padahal total emiten di Bursa Efek Indonesia (BEI) saat ini mencapai 404 emiten”.

Kemungkinan, industri farmasi merupakan salah satu industri yang tidak termasuk dalam 70 saham likuid tersebut. Hal ini ditunjukkan dengan hasil TVA dalam penelitian ini yang sangat rendah kurang dari 0,5 (lihat tabel 4.8, 4.13, 4.18), serta volume transaksi untuk beberapa saham dengan nilai nol (lihat lampiran 8), mengindikasikan bahwa saham tersebut jarang ditransaksikan pada lantai bursa, sehingga bisa dikatakan sebagai saham tidur. Saham tidur merupakan istilah yang ditujukan untuk saham yang jarang ditransaksikan dalam kurun waktu relatif lama, mudah dalam pembelian namun sulit dalam penjualan.

Banyak faktor yang menyebabkan saham menjadi tidur. Bisa disebabkan frekuensi perdagangan sangat sedikit sebagai akibat minimnya jumlah pemegang saham tersebut. Dan juga dikarenakan saham yang tersedia diperdagangkan sedikit (*free float*). Atau juga informasi mengenai emiten saham tersebut sangat minim dan persepsi negatif riwayat perusahaan. Saham tidur lebih cenderung akan ditransaksikan apabila pelaku pasar memiliki “informasi lebih” atas saham tersebut. Penyebab lain adalah sarana perdagangan itu sendiri seperti *continous auction* di BEI. Terjadi *mismatch* antara ketersediaan pembeli dan penjual pada periode tertentu pada saham tertentu (Pohan, 2005:3).

Meski dinilai saham tidur tidak memberikan kontribusi terhadap pasar, namun untuk saham dengan fundamental kuat tetap mampu bertahan dan memberikan hasil positif bagi industri pasar modal Indonesia.

Demikian juga dengan saham-saham industri farmasi yang dinilai oleh beberapa kalangan sebagai saham tidur, memiliki fundamental cukup baik, masa depan cerah karena perkembangan zaman tidak akan mengurangi jumlah orang sakit. Rendahnya transaksi saham industri farmasi lebih disebabkan oleh minimnya jumlah pemegang saham publik dan minimnya jumlah saham yang tersedia untuk ditransaksikan (lihat lampiran 14).

3. Perbedaan *Return* Saham Sebelum dengan Setelah Pelaksanaan Olimpiade Beijing-China 2008

Temuan penelitian tidak menunjukkan hasil signifikan antara sebelum dengan setelah pelaksanaan olimpiade. Pernyataan tersebut sekaligus mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Alim, dkk (2002) yang menyatakan tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* antara sebelum dengan sesudah *event date*. Demikian pula penelitian Hamidi (2008) dan temuan Herigita (2004) yang mengungkapkan tidak terdapat pengaruh signifikan sebelum dan sesudah peristiwa bom Kuningan 9 September 2004 terhadap variabel yang diteliti, yaitu *abnormal*

return, variabilitas pendapatan dan *Trading Volume Activity (TVA)*. Juga penelitian yang dilakukan oleh Agustinasari (2006), bahwa pasar modal Indonesia kurang terpengaruh oleh lingkungan ekonomi makro.

Menurut Husnan, dkk (1995) dalam Pronayuda (2006:10), apabila pasar modal efisien, maka pengumuman suatu informasi maupun peristiwa akan mempunyai dampak pada (1) kegiatan perdagangan, (2) variabilitas harga dan tingkat keuntungan, dan (3) harga sekuritas. Dengan munculnya informasi baru, maka diharapkan akan terjadi peningkatan kegiatan perdagangan. Disamping itu, diharapkan akan terjadi perubahan harga yang cukup berarti dan sering sehingga akan meningkatkan variabilitas tingkat keuntungan. Bilamana suatu informasi ditafsirkan sebagai kabar buruk, maka harga saham akan mengalami penurunan, demikian pula sebaliknya apabila suatu informasi ditafsirkan sebagai kabar baik.

Pengumuman dikatakan mengandung informasi bila informasi tersebut menimbulkan reaksi pasar setelah pengumuman tersebut diterima pasar berupa *abnormal return*. Begitu pula sebaliknya. Menurut Anoraga, dkk (2006:86), aplikasi teori efisiensi pasar pada pasar modal Indonesia masih tergambarkan dengan investor bisa mendapatkan *abnormal return*, informasi yang

disampaikan tidak mencerminkan “isi perut” emiten, dan kepercayaan investor disalahgunakan oleh emiten. Sehingga dapat dikatakan pasar modal Indonesia tidak efisien.

Dalam penelitian ini informasi baru berupa pelaksanaan olimpiade Beijing tidak mendapat respon signifikan terhadap aktivitas perdagangan, dan perubahan variabilitas keuntungan. Sehingga keefisiensian pasar modal Indonesia masih menjadi perdebatan di kalangan pelaku pasar modal Indonesia itu sendiri.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Kodrat (tanpa tahun: 11), menunjukkan bahwa pada kondisi gabungan dan *bullish* pasar modal Indonesia tidak efisien, namun pada kondisi *bearish* efisiensi pasar modal Indonesia dalam kondisi lemah.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Legowo, dkk (2002) dalam Kodrat (tanpa tahun: 12), baik pada kondisi normal maupun *bullish*, pasar modal di Indonesia efisien dalam bentuk lemah.

Menurut Levy (1996) dalam Gumanti, dkk (2002:67), sejauh ini keberadaan pasar efisien di pasar modal terpilah dalam:

- 1) Secara umum bukti empiris yang memberikan dukungan terhadap hipotesis pasar efisien cukup kuat. Dukungan ini disampaikan oleh Malkiel (1989),

- 2) Studi peristiwa (*event studies*) adalah bukti yang paling baik yang dimiliki dalam hal efisiensi, dengan beberapa pengecualian, bukti yang ada cukup mendukung. Dukungan ini disampaikan oleh Fama (1991),
- 3) Pasar efisien memang ada, karena para praktisi tidak memperhitungkan alasan-alasan mendasar sebagai patokan untuk mengambil keputusan jual-beli sekuritas. Dukungan ini disampaikan oleh Le Baron (1983).

Dengan demikian, tidak terdapat kesimpulan secara konkrit dan mutlak mengenai karakter pasar modal Indonesia. Hal ini terjadi karena sifat pasar/bursa yang menjadi objek dalam penelitian bersifat elastis bukan statis, pelaku pasar dan karakteristiknya-pun berbeda.

Tidak selamanya tidak terjadinya *abnormal return* menjadi syarat mutlak bahwa suatu pasar telah dikatakan efisien. Seperti halnya hasil pengujian yang telah dilakukan pada sub bab ini, tidak terdapat hasil yang signifikan terhadap variabel yang diteliti antara sebelum, saat dan setelah *event* berlangsung. Tidak terdapat pula pernyataan bahwa pasar modal Indonesia telah efisien. Semuanya bergantung pada hasil analisa atas informasi yang mempengaruhinya.

Islam dalam al-Quran menyebutkan:

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنزِلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ
مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ خَبِيرٌ ﴿٣٤﴾

Artinya: "Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari kiamat; dan Dia-lah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok. Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha Mengenal. (Q.S. Luqman (31): 34) dalam Huda dan Nasution (2007:19)

Dengan demikian, tidak ada seorangpun yang mengetahui apa yang akan terjadi di depan, analisis yang tepat menjadi syarat yang semestinya mutlak dibutuhkan dalam bertransaksi pasar modal. Tidak berdasar emosi dan reka-reka tanpa dasar.

Nilai informasi secara kuantitatif dapat saja dihitung dengan asumsi terdapat informasi sempurna. Namun dalam kenyataannya tidak ada informasi sempurna, karena bila hal itu terjadi, berarti si pengambil keputusan (investor) mampu mengendalikan masa depan (Anoraga dan Pakarti; 2006:93).

Mengapa demikian, karena sifat informasi yang tetap dan berulang akan memunculkan aksi yang tetap dan berulang pula.

Bila *abnormal return* tidak dianjurkan dalam Islam, tidak demikian halnya dengan *return* itu sendiri. Tidak ada pembatasan keuntungan maksimal dalam Islam, semua tergantung dari

permintaan dan penawaran (*supply and demand*). Namun dianjurkan bagi seorang muslim, baik pedagang (*broker*) atau bukan, untuk memberi kemudahan dan toleransi dalam jual beli, serta tidak memanfaatkan saat lemah pemiliknya, sehingga mengakibatkan penipuan dalam jual beli, hendaklah hak-hak *ukhuwah islamiyah* senantiasa dijunjung tinggi (ad-Duwaisy, 2006:88-89)

Berkaitan dengan objek penelitian ini, menurut Aziz (2008), industri farmasi merupakan industri yang bertumpu pada tiga aspek, yaitu aspek ekonomi, teknologi dan sosial. Aspek ekonomi berkaitan dengan hitungan untung dan rugi, aspek teknologi berkaitan dengan sifat industri farmasi yang tergolong padat modal dan padat penelitian, sementara aspek sosial berkaitan dengan tanggung jawab sosial sebagai sesama manusia.

Semestinya aspek ketiga lebih ditekankan oleh para pelaku farmasi, termasuk pengampu kebijakan kefarmasian ataupun pelaku farmasi (dokter dan apoteker). Pengonsumsi obat sebagai produk farmasi tentunya telah menderita akibat sakit yang diderita, maka janganlah tambah penderitaan mereka dengan obat yang sekiranya tidak mampu dijangkau mereka yang kekurangan. Jangan pula memberikan obat dengan label murah (*generic*) yang pada dasarnya harganya telah dinaikkan.

Dalam sebuah hadits disebutkan bahwa:

وَحَدَّثَنِي زُهَيْرُ بْنُ حَرْبٍ حَدَّثَنَا يَحْيَى بْنُ سَعِيدٍ عَنْ حُسَيْنِ الْمُعَلَّمِ عَنْ قَتَادَةَ عَنْ أَنَسٍ
عَنِ النَّبِيِّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ وَالَّذِي نَفْسِي بِيَدِهِ لَا يُؤْمِنُ عَبْدٌ حَتَّى يُحِبُّ لِجَارِهِ
أَوْ قَالَ لِأَخِيهِ مَا يُحِبُّ لِنَفْسِهِ

Artinya: Nabi bersabda: *“Demi Allah yang ruh berada di kekuasaannya, tidak dikatakan beriman sempurna, seseorang yang tidak mencintai tetangganya atau saudaranya sebagaimana ia mencintai dirinya sendiri”*. (H.R. Muslim: 65, dalam Diana (2008:24)
(Matan lain: Bukhori 12, Tirmidzi 2439, Nasa’i: 4930, 4931, Ibnu Majah 65, Ahmad: 11564, 12304, 12321, 12338, 12671, 12927, 13102, 13138, 13371, 13449, 13556, 2623, Darimi 2623)

Menurut Diana (2008:24), hadits tersebut menganjurkan kepada kaum muslim untuk memperhatikan dan memiliki kepedulian sosial tinggi, khususnya kepada tetangga kiri kanannya.

Nilai sosial akan kembali dalam bentuk keuntungan sosial. Implikasinya, penjualan meningkat, likuiditas saham meningkat dan pada akhirnya *return* pelaku pasar meningkat pula.

BAB V

PENUTUP

A. KESIMPULAN

Penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* pada pelaksanaan pekan olahraga olimpiade Beijing- China 2008 memberikan simpulan sebagai berikut:

1. Dari hasil pengujian beda dua rata-rata terhadap *abnormal return* menghasilkan nilai t-hitung sebesar 0.519 dengan tingkat signifikansi 0.616. Ini menunjukkan bahwa perilaku harga saham yang dicerminkan oleh rata-rata *abormal return* yang diterima investor adalah tidak berbeda secara statistik antara sebelum dengan saat peristiwa, melalui uji *one sample t-test* didapatkan *abnormal return* positif signifikan pada 2 hari sebelum *event date* pada tingkat sig. (2-tailed) 0,044. Namun kemudian pada hari-hari berikutnya harga saham mengalami *rebound* dan tidak mendapatkan *abnormal return* yang signifikan secara statistik.

Pada periode yang sama, tidak pula terdapat perbedaan *Trading Volume Activity (TVA)*, *bid-ask spread* dan *Security Return Variability (SRV)* antara sebelum dengan saat *event* berlangsung. Pengujian berada pada menerima hipotesis awal dengan tingkat signifikansi

0,080 untuk *Trading Volume Activity (TVA)*; 0,100 untuk *bid-ask spread* dan 0,220 untuk *Security Return Variability (SRV)*,

2. Perhitungan uji beda antara *abnormal return* saat dan setelah peristiwa menunjukkan nilai t-hitung berada pada daerah penerimaan, yaitu antara $-2,262 < t\text{-hitung} < 2,262$. Hal ini menandakan secara statistik tidak ada perbedaan signifikan antara saat dan setelah peristiwa. Kondisi yang sama juga dialami oleh variable *bid-ask spread* yang tidak mampu menolak kehadiran hipotesis nol pada tingkat sig. (2-tailed) 0,958, dan variable *Trading Volume Activity (TVA)* pada tingkat sig. (2-tailed) 0,712. Juga variable *Security Return Variability (SRV)* dengan nilai t-hitung $-2,262 < -0,125 < 2,262$. Artinya, informasi menyebar secara merata pada semua investor, tidak terjadi asimetri informasi antar pelaku pasar, sehingga menyebabkan kesamaan pandangan terhadap kondisi pasar,
3. Hasil penelitian untuk pengujian hipotesis ketiga, menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum olimpiade Beijing terhadap sesudahnya. Hal ini dapat dilihat dari probabilitas signifikansi sebesar 0,291 lebih tinggi dibanding nilai tingkat kesalahan sebesar 0,05. Pada pengujian variable yang lain juga menunjukkan hasil yang sama, yaitu variable TVA dengan tingkat sig.(2-tailed) 0,226, *bid-ask spread*

dengan tingkat sig. 0,137 dan variable *Security Return Variability* (SRV) pada tingkat sig. (2-tailed) 0,245. Dari kesemua variable tersebut menolak hadirnya hipotesis alternatif yang menyatakan diduga terdapat pengaruh signifikan sebelum dengan setelah olimpiade Beijing.

Secara umum, penemuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia reaktif hanya pada peristiwa tertentu yang relevan. Investor lebih mengutamakan pandangan pada analisis fundamental daripada prinsip spekulasi sesaat.

B. SARAN

Studi ini memiliki beberapa kelemahan, antara lain jumlah sampel yang kecil dari subsektor farmasi dapat mengakibatkan tidak signifikannya *abnormal return* yang diperoleh; karakter industri farmasi yang tergolong saham tidur sehingga jarang ditransaksikan; metode *event study* yang dilakukan dalam penelitian ini tidak dapat menjamin seutuhnya bahwa variable yang diteliti terbebas dari pengaruh variable lain selain peristiwa yang diamati. Terdapat pengaruh luar yang kemungkinan mempengaruhi pergerakan harga saham, tidak hanya pada subsektor farmasi namun juga pada industri lain bahkan dampak tersebut dirasa cukup luas hingga mengglobal, yaitu kenaikan

harga minyak mentah dunia dan terjadinya resesi (perlambatan) perekonomian dunia.

Beberapa saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

1. Perlunya kesadaran bersama dari berbagai pihak guna memulihkan kondisi perekonomian dan negara sehingga kondisi pasar bursa kuat, tidak terpengaruh oleh peristiwa pengganggu, perdagangan di pasar bursa selalu aktif dan bergairah,
2. Bagi penelitian yang akan datang khususnya yang berbasis *event study*, pemilihan *event* penelitian diharapkan lebih selektif karena tidak semua *event* mengandung muatan informasi (*information content*),
3. Investor hendaknya lebih jeli dalam melihat pergerakan harga saham akibat adanya suatu kejadian (*event*).

DAFTAR PUSTAKA

Al- Quran al- Karim

- Agustinasari, Dwi. 2005. Analisis Reaksi Saham terhadap News dan Rumors (Event Study: Kenaikan BBM dan Bom Bali pada JII). *Skripsi*. Malang: Universitas Islam Negeri (UIN) Malang
- Alim, Elizabeth dan Martha Widiya Santosa. 2002. Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik dalam Negeri (Event Study: Peristiwa Pelantikan Megawati Soekarnoputri sebagai Presiden RI ke- 5). *Skripsi/ Tugas Akhir*. No. 1625/EM. Surabaya: Universitas Kristen Petra
- Almilia, Luciana Spica dan Lailul L Sifa. 2006. Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance Perception Index pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Symposium Nasional Akuntansi 9*, Padang: 1-24
- Anoraga, Pandji dan Piji Pakarti. 2006. *Pengantar Pasar Modal*. Cet. Kelima. Jakarta: PT Rineka Cipta
- Arozzy, Susanti dan Setyawan. 2005. Pengaruh Harga, Volume Perdagangan dan Volatilitas Harga Saham pada Bid-Ask Spread Perusahaan yang Melakukan Stock Split. *Usahawan*, No. 10 Tahun XXXIV: 36-46
- Badan Pusat Statistik 2008. *Perkembangan Beberapa Indikator Utama Sosial-Ekonomi Indonesia*. Jakarta, hlm. 78, 83
- Darya Varia Laboratoria, Tbk. 2007. *Tinjauan Industri Farmasi Indonesia*. Jakarta
- Departemen Agama RI. 2005. *Mushaf al-Quran Terjemah*. Edisi Tahun 2002. Jakarta: al Huda
- Diana, Ilfi Nur. 2008. *Hadis- Hadis Ekonomi*. Cet. 1. Malang: UIN Malang Press
- Ad-Duwaisy, Syaikh Ahmad bin 'Abdurrazzaq. 1999. *Fataawaa al-Lajnah ad-Daa-imah lil Buhuuts al-'Ilmiyyah wal Iftaa'*. Al-Buyuu' 1, Daarul 'Ashimah Riyadh Saudi Arabia. Ghoffar, M. Abdul (penterjemah). 2006. *Fatwa-Fatwa Jual Beli oleh Ulama-Ulama Besar Terkemuka*. Cet. 2. Bogor: Pustaka Imam asy-Syafi'i

- Gumanti, Tatang Ary dan Elok Sri Utami. 2002. Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 4 (1): 54-69
- Hamidi, Mohammad. 2008. Analisis Likuiditas Saham Sebelum, Saat dan Sesudah Bencana Banjir antara Tahun 2007 dan 2008 di Ibu Kota Jakarta (Studi pada Industri Dasar dan Kimia di Bursa Efek Indonesia). *Skripsi*. Malang: Universitas Islam Negeri (UIN) Malang
- Heller, Robert. 2000. *Business Masterminds Warren Buffett*. Dorling Kindersley Limited, London. Hardiansyah, Irzam (penterjemah). *Warren Buffett*. Cet. 1; Surabaya: Erlangga
- Herigita K, Sandi. 2004. Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Non Ekonomi (Studi Kasus Bom Kuningan 9 September). *Laporan*. Jember: Universitas Jember
- Hidayah, Nuri Lesmana. 2005. Faktor Likuiditas pada Return Saham BEJ Perbandingan Standart CAPM dan Extended CAPM. *Usahawan*, No. 10 Tahun XXXIV: 20-26
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. 2007. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Cet. 1. Edisi I. Jakarta: Kencana
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. 2004. *Dasar- Dasar Manajemen Keuangan*. Cet. 1, Edisi IV. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar- Dasar Teori Porofolio dan Analisis Sekuritas*. Cet. I, Edisi IV. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Keuangan*. Cet. 2. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta
- Ismawan, Indra. 2009. *Warren Buffet: Takutlah Saat Orang Lain Serakah, Serakahlah Saat Orang Lain Takut*. Cet. 1; Yogyakarta: Media Pressindo
- Kodrat, David Sukardi. Tanpa Tahun. Efisiensi Pasar Modal pada saat Bullish dan Bearish di Pasar Modal Indonesia. *Laporan*. Ciputra: Fakultas Ekonomi Universitas Ciputra.
- Kuncoro, Mudrajad. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional: Pengantar Ekonomi dan Bisnis Global*. Cet. 1, Edisi II. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta
- Munir, Misbahul. 2007. *Ajaran- Ajaran Ekonomi Rasulullah: Kajian Hadis Nabi dalam Perspektif Ekonomi*. Cet. 1. Malang: UIN Malang Press

- Nugroho, Bhuono Agung. 2005. *Strategi Jitu Memilih Metode Statistik Penelitian dengan SPSS*. Edisi 1. Yogyakarta: CV. Andi Offset
- Partanto, Pius A. dan M. Dahlan Al-Barry. 1994. *Kamus Populer Ilmiah*. Surabaya: Arkola
- Pronayuda, Teddi. 2006. Analisis Reaksi Pasar terhadap Peristiwa Pengumuman Kabinet Indonesia Bersatu. *Skripsi*. Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia
- Puspoprano, Sawaldjo. 2004. *Keuangan Perbankan dan Pasar Keuangan: Konsep, Teori dan Realita*. Jakarta: Pustaka LP3ES Indonesia
- Rahmawati dan Tri Suryani. 2005. Over Reaksi Pasar terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *SNA VIII*, Solo, 15-16 September 2005 :64-74
- Sampurno. 2007. "Kapabilitas Teknologi dan Penguatan R&D: Tantangan Industri Farmasi Indonesia". *Majalah Farmasi Indonesia*. 18(4): 199-209
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Surabaya : Erlangga
- Saputra, Kumianny A., dan Elly. 2002. Pengaruh Risiko Sistematis dan Likuiditas terhadap Tingkat Pengembalian Saham Badan- Badan Usaha yang Go Public di Bursa Efek Jakarta pada Tahun 1999. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 4 (1):15-25
- Soedjais, Zaenal. 2008. *Krisis Dunia, Pengabaian Azas Manfaat dan Mudharat*. Dalam *Business Review*. Edisi 08 Tahun 07 November 2008. Jakarta
- Suharyadi. 2004. *Statistika: untuk Ekonomi dan Keuangan Modern*. Edisi 1. Jakarta: Salemba Empat
- Sugiyono. 2007. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung : Alfabeta
- Sula, Muhammad Syakir. 2004. *Asuransi Syariah (Life and General): Konsep dan Operasional*. Cet. 1. Jakarta: Gema Insani Press
- UU RI Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal
- Warta Ekonomi. Edisi 18 Tahun XX 8 September 2008
- Zuhroh, Idah. Tanpa Tahun. Kebijakan Undang- Undang Capital Gain dan Implikasinya terhadap Perilaku Spekulatif di Pasar Modal. *Laporan*. Malang: Universitas Muhammadiyah Malang

- Analisa .2009. *Anggota Bursa Usulkan Delisting Massal Saham Tidur*. Dalam <http://eei.fe.umy.ac.id>. Diakses pada 19 Mei 2009
- Asmuni. 2005. *Penetapan Harga dalam Islam: Perspektif Fikih dan Ekonomi*. Dalam <http://www.msi-uii.net>. Diakses pada 31 Desember 2008
- Aziz, Azwir Ibnu. 2008. *Asing Menguasai Industri Farmasi*. Dalam <http://hizbut-tahrir.or.id>. Diakses pada 2 Maret 2009
- China Radio International. 2008. *Pakar: Ekonomi Tiongkok Pasca Olimpiade akan Terus Berkembang dengan Stabil dan Relatif Cepat*. Dalam <http://id1.chinabroadcast.cn/141/2008/08/26/1s86510.htm>. diakses pada 9 Juni 2009
- Darya Varia. 2007. *Tinjauan Industri Farmasi Indonesia*. Jakarta dalam <http://www.bei.co.id>. Diakses pada 29 April 2009
- <http://www.finance.yahoo.com>
- <http://www.idx.co.id>
- <http://id.wikipedia.org>
- J-club. 2006. *Mengapa Analisa Fundamental Penting bagi Trader?*. Dalam <http://j-club.com>. Diakses pada 21 November 2008
- Juoro, Umar. 2008. *Potensi Pasar Farmasi Indonesia Masih Besar*. Dalam <http://www.waspada.co.id> . Diakses pada 2 maret 2009
- Kamus Besar Bahasa Indonesia. Tanpa Tahun. Dalam <http://pusatbahasa.diknas.go.id>. Diakses pada 31 Desember 2008
- Keown, Arthur J., James C. Van Horn dan Bambang Rianto. Tanpa Tahun. *Keputusan Keuangan dan Efisiensi Pasar Modal*. Program Diploma III Bisnis dan Kewirausahaan. Dalam <http://sap.gunadarma.ac.id>. Diakses pada 20 November 2008
- Kiyanto, Ryan. 2008. *2009 Puncak Krisis Global*. Dalam <http://web.pab-indonesia.com>. Diakses pada 27 Mei 2009
- Kuncahyo, Ilham. 2008. *Potret Industri Farmasi di Indonesia*. Dalam <http://www.kompas.com>. Diakses pada 4 Maret 2009
- Kuncoro, Mudrajad. 2008. *Memahami Krisis Keuangan Global: Bagaimana Harus Bersikap*. Dalam <http://mudrajad.com>. Diakses pada 16 Januari 2009

- Manurung, Adler Haymans dan Cahyanti Ira K. Tanpa Tahun. *Pengaruh Peristiwa Politik (Pengumuman Hasil Pemilu Legislatif, Pengumuman Hasil Pemilihan Presiden, Pengumuman Susunan Kabinet, Reshuffle Kabinet) terhadap Sektor-Sektor Industri di Bursa Efek Jakarta*. Dalam <http://www.finansialbisnis.com>. Diakses pada 21 November 2008
- Mashuri. 2008. *95 Persen Bahan Baku Obat Masih Impor*. Dalam <http://mashuriweblog.wordpress.com>. Diakses pada 21 November 2008
- Nugraha, Satria dan Trijaya. 2008. *Menkes: Obat Mahal karena 95% Bahan Bakunya Masih Impor*. Dalam <http://economy.okezone.com>. Diakses pada 21 November 2008
- Pohan, Basri. Tanpa Tahun. *Merekam Jejak Pasar Modal Indonesia*. Dalam www.bapepam.go.id. Diakses pada 1 Desember 2008
- Sm.2008. *Apakah Olimpiade Musim Panas Sanggup Mendorong Penguatan Bursa Saham China?*. Dalam <http://www.vibiznews.com>. Diakses pada 11 Desember 2008
- Utomo, Setiawan Budi. 2008. *Hukum Jual Beli Saham serta Trading Options dan Sekuritas*. Dalam <http://www.eramuslim.com>. Diakses pada 31 Desember 2008