

PERUBAHAN WAKTU PENYELESAIAN TRANSAKSI PERDAGANGAN SAHAM PADA JSX

Oleh : Jenny Sihombing

Abstract : *Changes in settlement time will result in changes to the price formation process. The purpose of this paper is to look at the stock returns change as a result of changes in length of day settlement of stock trades from T +4 to be T +3 in Indonesia JSX of LQ45, in connection with the letter No. S-1355/PM/2002 dated June 20, 2002 about the "Exchange Transaction Settlement T + 3" by BAPEPAM - LK*

From the test results for all shares of LQ45 CAR which has a value $\beta > 1$ seems to have the highest value in the range of CAR 0.27. It can be argued that changes in stock trading transaction completion time has the effect of stock returns is very positive toward $\beta > 1$ stock-shares have a value $\beta > 1$. The implementation of changes in share trading settlement time from T +4 to T +3 can be said to have a positive influence on stock returns evidenced by the difference of the CAR of all shares of LQ45 at the time before and after the policy change completion time stock trading in JSX. And that a public policy or changes in capital market regulation, particularly for research on the stock market can provide a positive influence on stock returns.

Key words : *Cumulative Abnormal Return, Settlement Time (day), Portfolio, Single Index Model.*

PENDAHULUAN

Instrumen keuangan yang diperdagangkan di pasar modal merupakan instrumen jangka panjang (jangka waktu lebih dari 1 tahun) seperti saham, obligasi, waran, right, reksa dana, dan berbagai instrumen derivatif seperti option, futures, dan lain-lain.

Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan pasar modal sebagai "kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek".

Pasar Modal memiliki dua fungsi dalam perekonomian suatu negara, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha, dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain. Kedua pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrument keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain.

Pasar modal adalah industri yang sangat dinamis, atraktif, berubah dan mempunyai interdependensi yang sedemikian tinggi dengan sektor jasa keuangan lainnya di tingkat domestik, regional maupun global. Karakteristik tersebut membawa setidaknya dua konsekuensi utama: pelaku pasar modal harus mampu beradaptasi dengan perubahan yang terjadi dan regulator harus pula mempersiapkan dirinya untuk menghadapi dinamika dari perubahan tersebut (Jusuf Anwar, Agustus 2005).

Menurut *International Federation of Stock Exchanges (FIB V)* (1996) bahwa faktor kliring dan setelmen mengandung unsur biaya dan risiko yang menjadi kunci utama Pertimbangan investor dunia di bursa saham. Hal ini terlihat dengan meningkatnya arus investasi internasional dan investor memiliki kebebasan memilih menempatkan dananya di berbagai pasar internasional. Banyak pengelola bursa berusaha menawarkan kepada investor efisiensi maksimum dan biaya serta risiko minimum dalam penyelesaian transaksi perdagangan saham. Sehingga perbaikan dan peningkatan sistem setelmen yang mengacu pada standar pasar modal internasional sudah merupakan kewajiban.

Langkah penyesuaian dengan sistem standar pasar modal internasional telah dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM - LK) yang salah satunya adalah melalui surat No. S-1355/PM/2002 tanggal 20 Juni 2002 tentang "Penyelesaian Transaksi Bursa T + 3". Seluruh *Self Regulatory Organization* (SRO) yang terkait dengan Bursa Efek Jakarta (BEJ), wajib mempersiapkan pelaksanaan penyelesaian transaksi bursa dengan penyelesaian transaksi T + 3 yang berlaku pada tanggal 9 September 2002.

Semua transaksi di bursa yang terjadi pada tanggal 9 September 2002 diselesaikan dengan sistem penyelesaian transaksi T + 3, sehingga semua transaksi pada tanggal tersebut diatas waktu penyelesaian transaksi perdagangan sahamnya diselesaikan pada tanggal 12 September 2002. Sedangkan transaksi bursa sebelum tanggal 9 September 2002 menggunakan proses penyelesaian transaksi T + 4 atau dapat dikatakan semua transaksi perdagangan saham di bursa yang terjadi pada tanggal 8 September 2002 maka batas waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham pada tanggal 12 September 2002. Perubahan ini dapat dilaksanakan setelah penerapan *scriptless trading* secara penuh. Batas akhir konversi saham dari *script* (fisik) menjadi *scriptless* (non fisik) sendiri jatuh pada tanggal 30 Juni 2002.

Dalam surat ketetapan tersebut BAPEPAM - LK menjelaskan bahwa pelaksanaan penyelesaian transaksi bursa T + 3 memberikan beberapa manfaat seperti :

1. Meningkatkan efisiensi dan mengurangi risiko penyelesaian transaksi seluruh pihak yang terlibat atas transaksi tersebut.
2. Mengurangi *market risk* dan *market exposure* karena perpendekan waktu penyelesaian akan mempercepat proses serah terima efek dan dana
3. Meningkatkan likuiditas pasar.
4. Meningkatkan kualifikasi pasar modal Indonesia setara dengan pasar modal negara lain yang terlebih dahulu memperpendek proses penyelesaian transaksi bursa, sesuai rekomendasi dari organisasi internasional Kelompok 30 (G-30) dan *Internasional Organization of Securities Commissions (IOSCO)*.

Beberapa Negara di Asia yang telah menerapkan sistem penyelesaian transaksi saham T + 3 termasuk Indonesia, kecuali: bursa saham Hongkong dan bursa saham India yang telah menerapkan sistem penyelesaian transaksi saham T + 2.

Rencana perubahan kebijakan waktu penyelesaian transaksi menjadi T + 2 perlu mendapatkan dukungan dari *self regulatory organization* selain BEI yaitu Kliring dan Penjaminan Efek Indonesia (KPEI), Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), Biro Administrasi Efek (BAE), perusahaan sekuritas anggota BEI, dan Bank Indonesia.

Menurut Harris (2003), perusahaan sekuritas dan regulator berharap dapat memperpendek penyelesaian transaksi perdagangan hari bursa menjadi lebih cepat untuk memperkecil *eksposure trader* terhadap risiko kredit. Risiko ini timbul karena adanya perbedaan waktu antara hari transaksi dengan waktu penyelesaian transaksi. Pergerakan perubahan harga saham dapat terjadi selama perbedaan waktu (*time lag*) tersebut. *Trader* bisa saja tidak mau melakukan penyelesaian transaksi karena harga berubah signifikan dan merugikan. *Trader* dikatakan gagal bayar jika *trader* tidak dapat melunasi transaksinya secara tunai, dan disebut gagal serah jika *trader* tidak dapat menyerahkan saham. Kondisi ini terjadi pada saat jatuh tempo, pada hari penyelesaian transaksi.

Pernyataan yang hampir sama ditegaskan kembali oleh Devriese dan Mitchell (2005) yang mengatakan bahwa perbedaan *time lag* antara hari transaksi dengan hari penyelesaian transaksi menimbulkan potensi berbagai risiko seperti risiko likuiditas (karena terlambat atau tertunda waktu penyelesaian), risiko kredit (karena terjadi gagal serah atau gagal bayar), risiko pokok (yang terjadi apabila satu pihak telah menyelesaikan kewajibannya dan pihak

lawannya gagal menyelesaikan kewajiban), risiko operasional (karena salah informasi waktu penyelesaian transaksi atau penyerahan efek yang berbeda), risiko karena pihak kustodi, dan risiko karena kegagalan dari sistem legal terutama peraturan dan prosedur.

PERMASALAHAN DAN METODE BAHASAN

Perubahan waktu setelmen akan mengakibatkan perubahan terhadap proses pembentukan harga. Menurut Harris (2003), suatu pasar modal dikatakan efisien jika proses pembentukan harga yang terjadi merupakan refleksi dari keseluruhan informasi yang setara dengan nilai fundamentalnya. Tujuan dari tulisan ini adalah untuk melihat perubahan imbal hasil saham sebagai akibat dari perubahan lamanya hari setelmen perdagangan saham dari T+4 menjadi T+3 di Bursa Efek Indonesia pada saham-saham LQ45.

Data yang digunakan dalam karya akhir ini adalah data sekunder berupa transaksi saham regular yang tercatat dalam LQ45 yang bersumber dari BEI dengan periode waktu dari tanggal 29 Agustus 2002 sampai dengan 17 September 2002 (14 hari kerja bursa).

Metode penelitian menggunakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) dari keseluruhan saham LQ45 untuk melihat pengaruh dari perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham di bursa.

RUANG LINGKUP

Ruang lingkup pembahasan ini terbatas pada pengaruh perubahan memperpendek waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham di bursa dengan periode waktu pengamatan 7 (tujuh) hari kerja bursa sebelum dan 7 (tujuh) hari kerja bursa berikutnya, seluruh transaksi di bursa khususnya untuk saham regular yang tercatat dalam LQ45.

Model expected return yang digunakan adalah *single index model* yang dibentuk dari data harga saham harian dari saham-saham LQ45, dan data harian pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Indonesia dengan periode waktu yang sama yaitu mulai dari tanggal 2 Januari 2002 sampai dengan 16 Agustus 2002.

Studi ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham dari T + 4 menjadi T + 3 terhadap imbal hasil saham-saham

LQ45 di BEI. Sesuai dengan periode waktu penelitian berdasarkan tanggal di berlakukannya proses penyelesaian transaksi saham T + 3 pada tanggal 9 September 2002 maka sebagai bahan untuk penelitian adalah saham-saham LQ45 yang telah ditetapkan berdasarkan pengumuman PT. Bursa Efek Jakarta No. Peng-I56/BEI-DAG/L7/07-2002 tanggal 29 Juli 2002, Perihal saham-saham yang tergabung dalam LQ45 periode bulan Agustus 2002 sampai dengan Januari 2003.

Jika terdapat imbal hasil abnormal pada saham-saham LQ45 tersebut, maka dapat dikatakan bahwa perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham memiliki pengaruh terhadap imbal hasil saham-saham yang tercatat di BEI. Namun sebaliknya jika tidak terdapat imbal hasil abnormal pada saham-saham LQ45 tersebut, maka dapat dikatakan bahwa perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan tidak memiliki pengaruh terhadap imbal hasil abnormal saham-saham LQ45.

PEMBAHASAN

Bursa Efek merupakan tempat investor melakukan transaksi efek perusahaan yang tercatat di bursa dengan tujuan sebagai *stockholder* perusahaan dengan cara membeli efek suatu perusahaan publik, mendapatkan deviden, bunga, dan atau capital gain sedangkan disisi lain perusahaan mendapatkan dana masyarakat untuk digunakan mengembangkan kegiatan usahanya. Sehingga otoritas bursa dan *self regulator* lainnya wajib menjaga kewajaran transaksi efek dan memantau kegiatan usaha perusahaan tercatat di bursa.

Kegiatan Bursa Efek pada dasarnya adalah menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana perdagangan efek bagi para anggotanya. Mengingat perdagangan dimaksud menyangkut dana masyarakat yang diinvestasikan dalam efek, perdagangan tersebut harus dilaksanakan secara teratur, wajar, dan efisien. Badan usaha yang telah memperoleh izin usaha dari BAPEPAM – LK untuk menjalankan kegiatan bursa efek di Indonesia yaitu PT. Bursa Efek Indonesia (BEI).

Sesuai Undang-Undang Pasar Modal No 8 Tahun 1995 menjelaskan peranan BEI sebagai Perusahaan Jasa yang memberikan layanan antara lain:

- a) Menyediakan informasi pasar seperti harga, volume perdagangan, trend perdagangan, informasi emiten, dan lainnya.
- b) Membuat aturan main yang ideal sebagai Peraturan Bursa (Peraturan Pencatatan, Keanggotaan, dan Perdagangan) untuk tujuan agar semua pelaku bursa dan pengguna jasa pasar modal memperoleh kesempatan yang sama (*fairness*) di dalam memperoleh informasi maupun kesempatan melakukan transaksi perdagangan
- c) Menyediakan sarana perdagangan bagi para Anggota Bursa dan Emitennya
- d) Memberikan pelayanan kepada para anggotanya, emiten yang mencatatkan efeknya maupun kepada publik.

BAPEPAM - LK merupakan suatu badan otoritas yang mengawasi pasar modal di Indonesia yang bertanggung jawab kepada Menteri Keuangan. Dengan tugas pokok melakukan pembinaan, pengaturan, dan pengawasan sehari-hari pada kegiatan pasar modal. Dengan tujuan mewujudkan terciptanya kegiatan pasar modal yang teratur, wajar dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat.

MEKANISME PERDAGANGAN SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA

Pada umumnya investor pasar modal dalam menempatkan atau mengelola investasinya sangat memperhatikan likuiditas dari suatu aset. Pentingnya faktor likuiditas aset karena dapat mempengaruhi strategi investasi dan keputusan investasi dari investor. Menurut Ekaputra (2004) mengenai konsep likuiditas adalah suatu aset disebut likuid apabila aset tersebut dapat ditransaksikan dalam jumlah besar, dalam waktu yang singkat dengan biaya yang rendah dan tanpa mempengaruhi harga. Pernyataan yang hampir sama ditegaskan kembali oleh Harris (2003) bahwa untuk mengukur likuiditas suatu aset harus memiliki 4 (empat) dimensi yaitu : *Immediacy, Width, Depth, dan Resiliency*.

Regulator bursa sangat memperhatikan likuiditas perdagangan saham karena pasar yang likuid dapat mengurangi volatilitas harga saham. Dalam rangka menjaga likuiditas saham di bursa maka BEI setiap 6 (enam) bulan sekali mengumumkan saham-saham pilihan berdasarkan likuiditas atau dikenal dengan nama Indeks LQ45. Indeks ini memiliki komposisi 45 saham terpilih setelah melalui beberapa kriteria hingga indeks ini terdiri dari saham-saham yang mempunyai likuiditas yang tinggi dan juga mempertimbangkan

kapitalisasi pasar dari saham-saham tersebut. Kriteria pemilihan saham LQ45 adalah sebagai berikut :

- a. Masuk dalam top 60 dari total transaksi saham dipasar regular (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
- b. Masuk dalam ranking yang didasarkan pada nilai kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
- c. Telah tercatat di BEI sekurang-kurangnya 3 bulan.
- d. Kondisi keuangan perusahaan, prospek pertumbuhan perusahaan, frekuensi dan jumlah transaksi di pasar regular.

Mekanisme perdagangan merupakan bagian dari struktur pasar. Untuk itu perlu diketahui mekanisme atau peraturan perdagangan yang telah ditetapkan khususnya mengenai lamanya waktu dari proses penyelesaian transaksi bursa. Menurut Demsetz (1968) dalam penelitian *market microstructure* bahwa dimensi waktu dari pembentukan penawaran dan permintaan yang dapat mempengaruhi proses pembentukan harga dipasar.

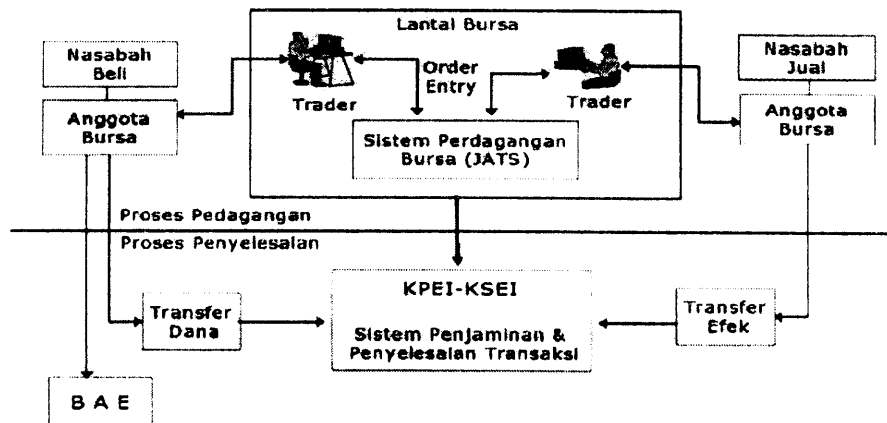
Perdagangan saham terjadi di pasar sekunder yang merupakan pasar bagi efek yang telah dicatatkan di bursa. Dengan kata lain pasar sekunder merupakan pasar dimana pemodal dapat melakukan jual beli efek setelah efek tersebut tercatat di bursa, jadi pasar sekunder merupakan kelanjutan dari pasar perdana. Di Indonesia terdapat satu bursa efek yaitu Bursa Efek Indonesia, sebagai tempat berlangsungnya perdagangan efek di pasar sekunder.

Untuk dapat melakukan transaksi, sebelumnya investor harus menjadi nasabah di perusahaan efek tertentu. Di BEI terdapat lebih dari 100 perusahaan efek yang menjadi anggota bursa, pemodal dapat menjadi nasabah disalah satu atau beberapa perusahaan efek. Pertama kali pemodal melakukan pembukaan rekening dengan mengisi pembukuan rekening didalam dokumen, pembukaan rekening tersebut memuat identitas nasabah lengkap (termasuk tujuan investasi dan keadaan keuangan) serta keterangan tentang investasi yang akan dilakukan.

Nasabah dapat melakukan order jual atau beli setelah investor disetujui untuk menjadi nasabah di perusahaan efek yang bersangkutan umumnya sejumlah perusahaan efek mewajibkan kepada nasabahnya untuk mendepositkan sejumlah uang tertentu sebagai jaminan bahwa nasabah tersebut layak untuk melakukan jual beli efek. Setelah investor memiliki

account disalah satu perusahaan efek, investor dapat langsung merekomendasikan jual beli saham melalui broker dengan batas limit harga yang diinginkan investor, dibursa domestik saham-saham pada umumnya dijual dalam kelipatan 500 lembar yang disebut dengan satuan LOT, ada juga saham yang dapat dibeli satuan di bawah 500 lembar yang disebut ODD LOT, investor kecil bisa membeli satu saham atas sejumlah kemampuan mereka tidak mesti satu lot.

Proses Pelaksanaan Perdagangan di Bursa



Pelaksanaan perdagangan Efek di Bursa dilakukan dengan menggunakan fasilitas JATS. Perdagangan Efek di Bursa hanya dapat dilakukan oleh Anggota Bursa (AB) yang juga menjadi Anggota Kliring KPEI. Anggota Bursa Efek bertanggungjawab terhadap seluruh transaksi yang dilakukan di Bursa baik untuk kepentingan sendiri maupun untuk kepentingan nasabah. Anggota Bursa Efek bertanggung jawab terhadap penyelesaian seluruh Transaksi Bursa atas nama Anggota Bursa Efek yang bersangkutan sebagaimana tercantum dalam DTB.

Penawaran jual dan atau permintaan beli yang telah dimasukkan ke dalam JATS diproses oleh JATS dengan memperhatikan:

1. Prioritas harga (*price priority*):

Permintaan beli pada harga yang lebih tinggi memiliki prioritas terhadap permintaan beli pada harga yang lebih rendah, sedangkan penawaran jual pada harga yang lebih rendah memiliki prioritas terhadap penawaran jual pada harga yang lebih tinggi.

2. Prioritas Waktu (*time Priority*)

Bila penawaran jual atau permintaan beli diajukan pada harga yang sama, JATS memberikan prioritas kepada permintaan beli atau penawaran jual yang diajukan terlebih dahulu.

Bursa Efek Indonesia merupakan bursa yang menerapkan sistem perdagangan dari *order driven* yang diberikan oleh investor melalui anggota bursa (pialang) dengan cara lelang secara terus menerus (*continous auction*) selama jam kerja bursa. Seluruh order tersebut diolah oleh sistem yang disebut *Jakarta Automated Trading System (JATS)* dengan cara mengelompokkan order berdasarkan prioritas harga dan prioritas waktu. Transaksi dapat terjadi (*match*) apabila order beli tertinggi dan order jual terendah bertemu pada harga yang sama. *Match* order ini akan dikonfirmasi oleh masing-masing pialang untuk jual dan beli kepada investornya setelah mendapatkan batch report dari JATS. Sesuai dengan ketentuan peraturan perdagangan saham di BEI untuk penyelesaian transaksi perdagangan bursa T + 3 melalui penyelesaian *settlement agent* yaitu kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) sesuai dengan pendapat Harris (2003) yaitu *Settlement agents* membantu *trader* menyelesaikan transaksi mereka. *Settlement agents* pada hari penyelesaian transaksi (T + 3) akan menerima dana tunai dari pembeli dan menerima saham dari penjual, kemudian *settlement agents* pada hari yang sama akan menyelesaikan transaksi mereka dengan memberikan dana tunai tersebut kepada penjual dan memberikan saham tersebut kepada pembeli. Pada saat penyelesaian transaksi terjadi mekanisme transaksi *Delivery versus Payment (DVP)* sesuai dengan arahan dari G-30.

Securities settlement menurut Sulagna Charavarty (October 2005) adalah setelah melakukan transaksi pembelian atau menjual efek melalui *broker*, transaksi harus segera di selesaikan. Artinya pembeli efek akan menerima efeknya dan penjual akan menerima dana hasil penjualan efeknya, semua dilakukan melalui lembaga kliring. Sedangkan *securities settlement cycles* adalah periode waktu yang diperlukan antara pembeli mendapatkan efek dan penjual menerima dana hasil penjualan efeknya. Pengertian *rolling settlement* adalah dari hari terjadinya transaksi sebagai dasar hitung hari periode sampai dengan waktu penyelesaian transaksi, dan eksekusi transaksi pada hari yang sama termasuk kedalam transaksi netting. Jika waktu setelah ditetapkan oleh regulator T + 3 artinya waktu penyelesaian transaksi dilaksanakan 3 (tiga) hari setelah hari transaksi termasuk untuk perhitungan transaksi netting, misalkan hari transaksi di hari Senin maka penyelesaian transaksi dilaksanakan pada hari Kamis. Sistem *Continous Net Settlement (CNS)* merupakan salah satu mekanisme Kliring yang paling efisien dan secara efektif menghilangkan risiko dari perdagangan individu. Sistem ini untuk mengantisipasi keperluan akan otomatisasi yang lengkap dan netting penuh dari proses sekuritas.

Dengan memaksimalkan konsolidasi transaksi, CNS telah mengurangi kewajiban penyampaian sekuritas / dana sampai batas minimum. Dan system ini memerlukan book entry otomatis pada lingkungan yang terpusat dan terawasi. Roikhan (1998) yang melakukan studi analisis pengembangan scriptless trading dalam sistem integrasi pada lembaga kliring penjaminan, lembaga penyimpanan penyelesaian dan Bursa Efek Jakarta menyimpulkan bahwa transaksi netting adalah kegiatan kliring yang menimbulkan hak dan kewajiban bagi setiap anggota Bursa Efek untuk menyerahkan atau menerima saldo efek tertentu untuk setiap jenis efek yang ditransaksikan dan untuk menerima atau membayar sejumlah uang untuk seluruh efek yang ditransaksikan. Hal ini di sampaikan juga oleh Devries dan Mitchell (2005) bahwa penyelesaian transaksi netting mengakibatkan broker hanya perlu menyelesaikan transaksi *net sale* dengan menyerahkan efek atau broker menerima efek dari penyelesaian transaksi *net purchase*, penyelesaian transaksi netting secara signifikan menurunkan keseluruhan transaksi.

Imbal Hasil Abnormal

Menurut Elton, Gruber, Brown dan Goetzmann (2007), pergerakan harga saham di bursa saham pada umumnya searah dengan indeks pasar (bursa). Jika indeks bursa naik, maka harga saham-saham individual pada umumnya akan ikut naik dan begitu pula sebaliknya. Imbal hasil dari saham pada umumnya terlihat saling berkorelasi dengan indeks bursa saham sehingga pergerakan imbal hasil saham dapat dinyatakan dalam persamaan regresi berikut

$$r_i = \alpha_i + \beta_i r_m + e_i$$

Dimana:

α_i adalah komponen dari imbal hasil suatu saham yang independen dari pergerakan indeks pasar.

r_m adalah imbal hasil dari indeks pasar

β_i adalah konstanta yang digunakan untuk mengukur besarnya pengaruh perubahan imbal hasil pasar terhadap imbal hasil suatu saham

Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2007) dalam mengukur kinerja imbal hasil suatu saham atau portofolio saham, seluruh faktor risiko yang dapat mempengaruhi imbal hasil saham suatu perusahaan harus diperhatikan, seperti risiko dari faktor makro ekonomi dan

risiko faktor spesifik perusahaan. Sehingga kita dapat menuliskan persamaan imbal hasil saham pada suatu periode sebagai berikut:

$$r_i = E(r_i) + m_i + e_i$$

$E(r_i)$ adalah ekspektasi imbal hasil saham

m_i adalah pengaruh dari faktor makro ekonomi

e_i adalah pengaruh dari peristiwa spesifik perusahaan

Sensitivitas pengaruh dari variabel-variabel tersebut di atas terhadap imbal hasil setiap saham berbeda-beda tergantung pada seberapa besar keterkaitannya dengan variabel-variabel tersebut. Sensitivitas imbal hasil saham terhadap faktor makro ekonomi atau pasar (r_m) dinyatakan dengan notasi β . Sedangkan untuk kondisi pasar netral, sensitivitas imbal hasil saham dinyatakan dengan notasi α . Sehingga kita dapat menuliskan persamaan imbal hasil saham dalam suatu periode sebagai berikut :

$$r_i = \alpha_i + \beta_i (r_m) + e_i$$

Persamaan imbal hasil saham di atas merupakan pendekatan model indeks pasar yang dapat memisahkan tingkat imbal hasil yang diterima atas suatu saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ke dalam komponen makro (indeks pasar) dengan komponen spesifik perusahaan. Persamaan tersebut di atas dikenal dengan nama *single index model* (model indeks tunggal).

Menurut Elton, Gruber, J. Brown dan Goetzmann (2007) bahwa ekspektasi imbal hasil saham memiliki 2 (dua) komponen yaitu dari komponen α_i merupakan imbal hasil dari keunikan saham tersebut dan komponen $\beta_i r_m$ merupakan imbal hasil dari pasar .

Jika komponen α_i dan β_i diasumsikan konstan dan asumsi untuk imbal hasil residu e_i adalah nol maka persamaan ekspektasi imbal hasil atau disebut persamaan *market model*.

$$E(r_i) = \alpha_i + \beta_i r_m$$

Dengan menggunakan *single index model*, nilai β dari masing-masing saham dapat dihitung. Ross, Westerfield, dan Jaffe (2005) mengemukakan bahwa besarnya β dari *market portfolio* yang sesuai dengan *security market line*-nya.

Elton, Gruber, Brown dan Goetzmann (2007) menekankan bahwa *single index model* hanya dapat digunakan jika asumsi-asumsi yang digunakan dalam model tersebut terpenuhi. Asumsi utama dari *single index model* adalah bahwa e_i (residual saham i) dan e_j (residual saham j) saling independen. Hal ini menyatakan bahwa pergerakan imbal hasil setiap saham hanya diakibatkan oleh *co-movement* saham tersebut dengan pasar atau dengan kata lain tidak ada faktor risiko lain selain faktor risiko pasar yang mempengaruhi *co-movement* antar saham.

Menurut Hill dan Schneeweiss (1983), hasil estimasi parameter *single index model* menggunakan data harian dapat digunakan untuk menghitung nilai residu atau imbal hasil abnormal (AR_t) harian, yaitu dengan menggunakan *single index model* untuk mengestimasi nilai beta dan α masing-masing saham. Hasil dari *single index model* menjadi *input* untuk mendapatkan estimasi imbal hasil saham dengan menggunakan rumus *market model* pada persamaan di atas.

Ross, Westerfield, dan Jaffe (2005) mengemukakan bahwa imbal hasil abnormal (AR) yang dihasilkan dari suatu saham dapat dihitung pada hari yang sama dengan menggunakan *single index model*. Imbal hasil abnormal merupakan selisih (residu) antara imbal saham yang diestimasi *market model* dengan imbal hasil aktual saham pada hari itu. Imbal hasil abnormal (AR_t) dapat dihitung sebagai selisih antara imbal hasil aktual saham j dengan ekspektasi imbal hasil saham j, dinyatakan melalui persamaan : $AR_t = r_{jt} - E(r_{jt})$

Menurut Hill dan Schneeweiss (1983) imbal hasil abnormal yang diperoleh menggunakan *single index model* dan *market model* harus dinormalisasi dengan menggunakan deviasi standar imbal hasil abnormal sehingga menghasilkan imbal hasil abnormal standar (AR_t^*). Untuk AR_t^* dalam periode t dihitung melalui persamaan di bawah ini : $AR_t^* = AR_t / S(AR_t)$

$S(AR_t)$ adalah deviasi standar dari residu (imbal hasil abnormal) untuk periode waktu $t = -7$ hari kerja bursa sampai $t = +6$ hari kerja bursa (29 Agustus 2002 - 17 September 2002). Jika suatu imbal hasil abnormal standar (AR_t^*) suatu saham kurang dari $-1,96$ atau lebih besar dari $1,96$ maka dikatakan bahwa imbal hasil abnormal saham tersebut secara signifikan tidak sama dengan nol.

Sehingga hipotesis ada tidaknya imbal hasil abnormal ini dapat dirumuskan sebagai berikut,

HO : $AR_t^* = 0$

H1 : $AR_t^* \neq 0$

Pengujian dilakukan dengan tingkat signifikansi 5%.

Deviasi standar dari imbal hasil abnormal dinyatakan melalui persamaan berikut ini,

$$S(AR_t) = \sqrt{\sum_{i=1}^N (AR_{it} - \bar{AR})^2 / N}$$

Dimana N adalah banyaknya perusahaan dalam sampel dikalikan dengan jumlah periode pengamatan.

Pengolahan Data

Dalam penelitian ini, *Single index model* dibuat sesuai dengan rumusan persamaan $E(r_i) = \alpha_i + \beta_i r_m$. maka dalam pembentukannya perlu suatu periode waktu tertentu sebagaimana telah ditetapkan untuk penelitian dimulai dari tanggal 2 Januari 2002 sampai dengan 16 Agustus 2006.

Dalam tahap pengolahan data harian saham-saham LQ45 dengan menggunakan regresi linier terdapat beberapa saham yang mendapatkan hasil $\beta = 0$, sedangkan Elton, Gruber, Brown dan Goetzmann (2007) menekankan bahwa *single index model* hanya dapat digunakan jika asumsi-asumsi yang digunakan terpenuhi. Asumsi utama dari *single index model* adalah bahwa pergerakan imbal hasil setiap saham hanya diakibatkan oleh *co-movement* dengan pasar atau dengan kata lain tidak ada faktor lain selain faktor pasar yang mempengaruhi *co-movement* antar saham. Menurut *teori efficient market* bahwa pergerakan harga saham salah satunya dipengaruhi oleh sensitivitas faktor makro ekonomi atau yang di notasikan dengan β , sehingga jika β suatu saham bernilai $= 0$ maka asumsi yang menyatakan bahwa pergerakan imbal hasil setiap saham hanya diakibatkan oleh *co-movement* dengan pasar tidak terpenuhi. Ada empat saham LQ45 yang dikeluarkan dari pengujian saham karena memiliki $\beta = 0$.

Berdasarkan data dari pergerakan harian harga saham yang memiliki nilai $\beta = 0$, dapat dilihat bahwa saham-saham tersebut jarang ditransaksikan sehingga jarang pula terjadi perubahan harga. Hal ini dapat pula diakibatkan karena nilai transaksi perdagangan yang dapat segera diserap pasar tanpa mempengaruhi tingkat harga (*depth*) sangat rendah. Supaya

terjadi penyeragaman data penelitian dan memperkecil tingkat kesalahan hasil penelitian maka saham-saham tersebut tidak dimasukkan ke dalam pengujian penelitian. Jumlah data saham-saham LQ45 yang akan diuji setelah dikurangi dengan 4 (empat) saham yang memiliki $\beta = 0$ menjadi berjumlah 41 saham.

Kajian yang dilakukan adalah dengan mencari imbal hasil saham abnormal dari masing-masing saham LQ45 sebelum dan sesudah perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham dilakukan, dengan menggunakan *single index model* dari market model, selanjutnya diperoleh data hasil dari regresi linier untuk data-data saham LQ45 dengan hasil $\beta > 0$.

Koefisien β saham dari masing-masing saham LQ45 dapat dikelompokkan kepada dua kelompok yaitu :

- Saham-saham yang memiliki Koefisien $\beta > 1$
Koefisien $\beta > 1$ memiliki pengertian bahwa saham-saham tersebut memiliki sensitivitas lebih agresif dari pasar, artinya misalkan saham TLKM dengan ($\beta = 1,658$ dan IHSG pasar naik 10% maka harga saham TLKM berpotensi naik sebesar +16,58 % dan begitu sebaliknya jika IHSG pasar turun maka saham TLKM berpotensi turun sebesar -16,58%.
- Saham-saham yang memiliki Koefisien $0 < \beta < 1$
Koefisien $0 < \beta < 1$ memiliki pengertian bahwa saham-saham tersebut memiliki sensitivitas lebih kecil dari pasar, artinya misalkan saham KAEF dengan $\beta = 0,83$ dan IHSG pasar naik 10% maka harga saham KAEF berpotensi naik sebesar + 8,3 % dan begitu sebaliknya jika IHSG pasar turun maka saham KAEF berpotensi turun sebesar - 8,3%.

Hasil dari *single index model* ini diuji dengan pergerakan masing-masing saham LQ45 untuk periode waktu mulai dari tanggal 29 Agustus 2002 sampai dengan 17 September 2002. Imbal hasil abnormal masing-masing saham adalah seberapa besar selisih antara realisasi imbal hasil pasar saham dibandingkan dengan imbal hasil saham ekspektasi. Perbedaan realisasi dengan ekspektasi imbal hasil terjadi karena faktor-faktor diluar atau selain dari faktor makro ekonomi (indeks pasar) dan kondisi perusahaan.

Menurut Hill dan Schneeweiss (1983), untuk mencari apakah terjadi imbal hasil abnormal yang signifikan dari masing-masing saham LQ45 maka perlu dilakukan

standarisasi imbal hasil abnormal dari masing-masing saham dengan cara mencari deviasi standar dari semua imbal hasil abnormal masing-masing saham. Dengan membandingkan antara imbal hasil abnormal dengan deviasi standar maka akan diperoleh imbal hasil abnormal yang standar. Nilai mutlak imbal hasil abnormal standar ini kemudian dibandingkan dengan nilai 1,96 (nilai Z untuk tingkat keyakinan 95%). Jika nilai mutlak imbal hasil abnormal > 1,96 dapat dikatakan bahwa dengan tingkat keyakinan 95%, imbal hasil abnormal secara signifikan berbeda dari nol.

Pengujian dilakukan untuk saham-saham LQ45 dengan melakukan pengelompokan untuk mengetahui imbal hasil saham sebelum dan sesudah perubahan kebijakan perdagangan, dan hasilnya diperoleh bahwa standarisasi terhadap imbal hasil abnormal masing-masing saham tidak menunjukkan adanya imbal hasil abnormal yang signifikan karena hanya terjadi pada satu saham yaitu TSPC.

Untuk menunjukkan ada tidaknya pengaruh dari perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham terhadap imbal hasil abnormal dapat digunakan pengujian dengan CAR keseluruhan saham LQ45.

Menurut Hill dan Schneeweiss (1983) imbal hasil abnormal masing-masing saham berdasarkan periode pengamatan dapat digunakan untuk membentuk *Cumulative Abnormal Return (CAR)* yang dinyatakan dengan persamaan :

$$CAR = \sum_{t=-6}^{t=7} AR_t$$

Pembentukan CAR didapatkan dari menjumlahkan imbal hasil abnormal pada setiap waktu pengamatan CAR pada periode pertama adalah AR pada periode pertama juga, sedangkan untuk menghitung CAR periode pengamatan kedua maka dilakukan dengan cara mengakumulasikan imbal hasil abnormal t_1 dengan imbal hasil abnormal t_2 . untuk periode waktu pengamatan t_n selanjutnya dilakukan hal yang sama mengakumulasi

$$CAR_1 + CAR_2 + \dots + CAR_n$$

Setelah mendapatkan CAR dari masing-masing saham untuk setiap periode maka dilanjutkan dengan tahap mendapatkan CAR keseluruhan saham.

Tabel 1

Peningkatan CAR Berdasarkan Klasifikasi Saham

7 (Tujuh) Hari Sebelum dan Sesudah Perubahan Waktu Settlement

No	Klasifikasi Saham	Peningkatan CAR
1	Keseluruhan saham LQ45	0,25
2	Saham-saham yang memiliki $\beta > 1$	0,27
3	Saham-saham yang memiliki $0 < \beta < 1$	0,21

Dari table di atas dapat disimpulkan bahwa pada saat diberlakukan pada tanggal 9 September 2002 atau periode waktu hari ke 8 terlihat untuk saham-saham yang memiliki $\beta > 1$ memiliki pengaruh positif yang tinggi dikisaran 0,27, sedangkan saham-saham yang memiliki nilai $0 < \beta < 1$ terdapat pengaruh positif juga namun paling rendah dikisaran 0,21, dan untuk CAR secara keseluruhan saham-saham LQ45 memiliki pengaruh positif dikisaran 0,25.

Dari hasil pengujian *independent T-test* terhadap CAR seluruh saham LQ4 memberikan hasil *p-value* dibawah dari 0,05 yaitu dengan nilai 0,000. Hal ini menunjukkan H_0 ditolak dengan kata lain dapat dikatakan bahwa CAR seluruh saham LQ45 sebelum perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham itu berbeda dengan CAR seluruh saham LQ45 sesudah dilaksanakan perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham. Sehingga dapat disimpulkan agregat saham CAR sebelum dan sesudah menunjukkan perbedaan.

Setelah diuji menggunakan *independent T-test* menghasilkan *p-value* masing-masing saham LQ45 menunjukan rata-rata dibawah 0,05 sehingga H_0 ditolak dengan kata lain dapat dibuktikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa CAR masing-masing saham LQ45 sebelum perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham itu berbeda dengan CAR masing-masing saham LQ45 sesudah dilaksanakan perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa secara agregat CAR seluruh saham sebelum dan sesudah menunjukkan adanya perbedaan.

Setelah diuji menggunakan *independent T-test* menghasilkan *p-value* dari volume saham agregat menunjukkan 0.934 sehingga H_0 diterima dengan kata lain dapat dibuktikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa volume saham agregat dari sebelum perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham tidak berbeda dengan volume saham agregat sesudah dilaksanakan perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham.

Hasil dari pengujian secara keseluruhan saham-saham LQ45 menunjukkan terdapatnya pengaruh dari CAR sebelum dan sesudah akibat dari perubahan waktu penyelesaian perdagangan transaksi saham di Bursa Efek Indonesia. Selain itu dapat diasumsikan bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien seperti yang diutarakan oleh Harris (2003), suatu pasar modal dikatakan efisien jika proses pembentukan harga yang terjadi merupakan refleksi dari keseluruhan informasi yang setara dengan nilai fundamentalnya.

Dari hasil pengujian dengan *single index model* tidak terdapat imbal hasil abnormal saham-saham LQ45 yang signifikan tidak terlihat. Seharusnya perilaku investor memanfaatkan momentum perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham dalam proses pembentukan harga sehingga tercipta imbal hasil abnormal yang signifikan. Tidak menutup kemungkinan disebabkan oleh faktor-faktor lain diluar dari pengamatan penelitian yang dapat memberikan pengaruh namun tidak di uji karena pembatasan penelitian.

Namun dengan menggunakan CAR seluruh saham LQ45 terlihat adanya pengaruh sebelum dan sesudah dari perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham di BEI.

KESIMPULAN

Dari hasil pengujian CAR untuk seluruh saham LQ45 yang memiliki nilai $\beta > 1$ terlihat memiliki nilai CAR yang tertinggi di kisaran 0,27. Hal ini dapat dikatakan bahwa perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham memiliki pengaruh imbal hasil saham sangat positif terhadap saham-saham yang memiliki nilai $\beta > 1$.

Bahwa pelaksanaan perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham dari T+4 menjadi T+3 dapat dikatakan ada pengaruh yang positif terhadap imbal hasil saham dibuktikan dengan adanya perbedaan dari CAR seluruh saham LQ45 pada saat sebelum dan

sesudah berlakunya kebijakan perubahan waktu penyelesaian transaksi perdagangan saham di BEI. Dan bahwa suatu kebijakan publik atau perubahan regulasi dipasar modal, khususnya untuk penelitian ini di pasar saham dapat memberikan pengaruh yang positif terhadap imbal hasil saham.

Jenny Sihombing MBA, SE
Adalah Dosen Tetap Fakultas Ekonomi
Universitas Advent Indonesia, Bandung

DAFTAR PUSTAKA

Buku-buku:

- Badan Pengawas Pasar Modal, *Laporan Tahunan BAPEPAM, tahun 2002*
- Badan Pengawas Pasar Modal, *Master Plan Pasar Modal Indonesia 2005- 2009*
- Bodie, Kane and Marcus 2006, *Investments*, Mc Graw Hill, Singapore six edition
- Brealey Richard A., Myers Stewart, and Marcus Alan, 2001. *Fundamentals of Corporate Finance* third edition, Mc Graw Hill
- Brigham, Eugene F., Houston, Joel F., 2006. *Fundamental of Financial Management* Ohio: South Western Thomson Learning.
- Chakravarty S. 2005, *Understand Settlement Cycle First*
- Committe on Payment and Settlement Systems dan Technical Committee of The International Organization fo Securities Commissions, 2001, *Recomendations for securities settlement systems*, Bank For International Settlements.
- Devriese J., dan Mitchell J., 2005, *Liquidity Risk In Securities Settlement* , Working paper.
- Ekaputra, Irwan A., 2004, *Pengertian dan Dimensi Likuiditas Asset Finansial*, Harian Kompas
- Elton, E.J., M.J. Gruber, Brown, S.J., dan Goetzmann, W.N., 2007, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley and Sons, Singapore, Edisi ke-tujuh
- Harris L., 2003, *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioner*, Oxford University Press, United States of America.
- Hill dan Schneeweis, 1983, *The effect of Three Mile Island on Electric Utility Stock Prices: A Note*, *Journal of Finance*, Vol XXXVIII, No.4, hal 1285-1292.
- Ross, Stephen A., 2005. *Corporate Finance*, Seventh Edition, Irwin McGraw Hill.

Ross, Westerfield, dan Jaffe. 2005. *Corporate Finance*, Mc Graw Hill , Singapore, Edisi ketujuh

Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995

Situs Internet:

<http://www.idx.co.id/MainMenu/Trading/StockTradingMechanism/>

<http://www.ksei.co.id/Fokuss/Edisi%2011/hal5.htm>

www.JSX.co.id Mekanisme Perdagangan BEI

www.kpei.co.id PT. Kliring Penjaminan Efek Indonesia 2007

www.ksei.co.id Kustodian Sentral Efek Indonesia 2007