

DAMPAK DEVALUASI YUAN PADA 11 AGUSTUS 2015 TERHADAP ABNORMAL RETURN DAN ABNORMAL TRADING VOLUME ACTIVITY SAHAM YANG TERCATAT DI JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)¹⁾

Windiya Saputri
Program Studi S1 Ekonomi Islam-Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga
Email: windiyasaputri@gmail.com

Leo Herlambang
Departemen Ekonomi Syariah- Fakultas Ekonomi dan Bisnis-Universitas Airlangga
Email: leo.herlambang@gmail.com

ABSTRACT:

Government-related announcement is one of the determinants that potentially affect capital market. This research aims to see the reaction of stock market to Yuan Devaluation on August, 11 2015. The market reaction in this study is indicated by the presence of abnormal return and abnormal trading volume activity. The approach taken in this research is the quantitative approach with event study method by using one sample t-test and paired sample t-test analysis. The variables in this research are Yuan Devaluation, AAR, and AATVA. The issuers observed in this research are stock listed on JII during the period of study. Results showed that stock listed on JII reacted to Yuan Devaluation, that is showed by significant results both in the AAR and AATVA, which means Yuan Devaluation bears valuable information for investor.

Keywords: Yuan Devaluation, Abnormal Return, Abnormal Trading Volume Activity, Event Study

I. PENDAHULUAN

Investasi selain bernuansa pengetahuan juga bernuansa spiritual (Huda dan Nasution, 2007:17), sehingga aspek syariah dalam berinvestasi harus diperhatikan. Berdasarkan pada konsep ini, maka diperlukan instrumen investasi yang sesuai syariah, meliputi karakteristik produk dan mekanisme transaksinya. Instrumen investasi yang sesuai dengan syariah ini ditampung dalam industri keuangan Islam yang berkembang dengan pesat beberapa tahun terakhir.

Asia berkontribusi cukup besar dalam perkembangan industri keuangan Islam ini, dengan mewakili pangsa ketiga setelah Negara-negara di kawasan Arab Teluk (GCC) dan Negara di wilayah Timur

tengah dan Afrika Utara (MENA) (IFSB, 2014:7), meskipun sebagian negara di kawasan Asia ini tidak menerapkan keuangan Islam secara menyeluruh, sehingga negara di kawasan Asia cukup potensial dalam mengembangkan industri keuangan Islam, seperti Malaysia dan Indonesia. Negara di kawasan Asia ini menerapkan dual sistem keuangan, yaitu *ribawi* dan syariah.

Saham syariah merupakan salah satu instrumen favorit di ranah industri keuangan Islam, ditunjukkan dengan banyak dikembangkannya indeks syariah sebagai benchmark investasi berbasis syariah di pasar modal. Asia sebagai wilayah yang dinilai potensial dalam

¹ Jurnal ini merupakan bagian dari skripsi Windiya Saputri, NIM : 041211431172, yang diuji pada 9 Februari 2016

mengembangkan keuangan Islam juga mengembangkan indeks saham syariah, yaitu *MSCI India Index*, *FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index*, dan *Jakarta Islamic Index*.

JII merupakan benchmark saham syariah di Indonesia yang baru beberapa tahun dikembangkan. Meskipun demikian, perkembangan indeks ini menunjukkan kinerja yang positif dan signifikan, yaitu selalu meningkat dari tahun 2009 hingga tahun 2015 di kuartal pertama, namun kemudian mengalami penurunan di kuartal kedua tahun 2015. Berikut adalah kapitalisasi pasar JII selama 6 tahun terakhir.

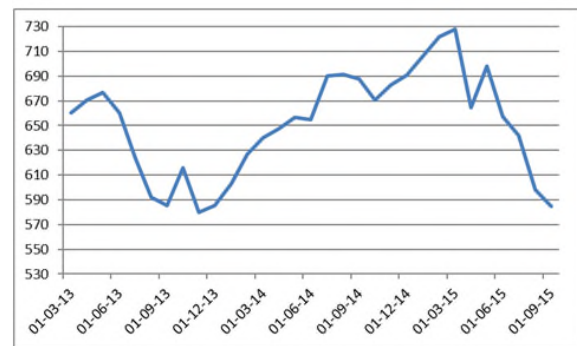
Tabel 1.
Kapitalisasi Pasar Jakarta Islamic Index (miliar Rupiah)

Tahun	Kapitalisasi
2009	937.919,08
2010	1.134.632,00
2011	1.414.983,81
2012	1.671.004,23
2013	1.672.099,91
2014	Triwulan-I 1.830.136,14
	Triwulan-II 1911.008,85
	Triwulan-III 2.006.178,59
	Triwulan-IV 1.994.531,70
2015	Triwulan-I 2.049.109,36
	Triwulan-II 1.896.504,96

Sumber: Laporan Triwulanan OJK (2015:85)

Performa JII jika dilihat dari perkembangan harga indeksnya selama tiga tahun terakhir menunjukkan performa yang fluktuatif yang cenderung menurun. Pada kuartal pertama di tahun 2013 hingga kuartal pertama tahun 2014

performa JII menurun, kemudian di kuartal pertama tahun 2015 mengalami peningkatan. Di sepanjang tahun 2015 performa JII terus berfluktuasi, tetapi masih menunjukkan performa menurun, yaitu hanya meningkat sekali di kuartal ketiga dan pada kuartal berikutnya terus menunjukkan penurunan performanya dan akhirnya di akhir tahun 2015 menurun ke level 584. Berikut adalah grafik performa JII selama tiga tahun terakhir.



Sumber: www.finance.yahoo.com, 2015 (diolah)

Gambar 1.
Performa JII Tahun 2013-2015

Kinerja saham dipengaruhi banyak faktor, salah satunya adalah faktor sosial, ekonomi-politik (Usman, 1990:166). Faktor tersebut dapat berupa pengumuman-pengumuman yang berhubungan dengan pemerintah (*Government - Related Announcements*), salah satunya adalah devaluasi Yuan yang diumumkan People's Bank of China (PBOC) pada 11 Agustus 2015.

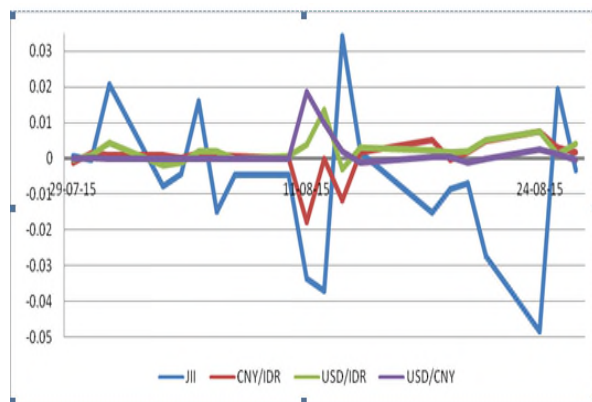
Reuters diperoleh dari www.reuters.com pada tanggal 14 September 2015 menyatakan bahwa:

“Harga saham di bursa-bursa dunia pada pertengahan Agustus 2015 lebih rendah dibanding sebelumnya, yaitu MSCI World Index turun 0,4% dan saham Eropa memiliki minggu terburuk dalam pekan keenam, yaitu jatuh 2,9%.”

Selain itu, IMF (*International Monetary Funds*) diperoleh dari www.forex.imf.com pada tanggal 14 September 2015 menyatakan bahwa

“Saham-saham di bursa Asia juga mengalami penurunan, di antaranya IHSG melemah hingga lebih dari 2%, sementara indeks Malaysia FTSE Bursa Malaysia KLCI melemah hampir 1%.”

Dengan demikian, pasar saham telah menyerap tindakan mengejutkan pemerintah Cina.



Sumber: www.investing.com, 2016 (diolah)

Gambar 2.
Performa JII dan Perkembangan Kurs Yuan, rupiah, dan Dolar AS di Sekitar Tanggal Pengumuman Devaluasi Yuan

Gambar di atas merupakan pergerakan JII sebagai salah satu indeks syariah yang juga terkena dampak dari

pengumuman tersebut disertai dengan pergerakan kurs Yuan terhadap Rupiah, Yuan terhadap Dolar, dan Rupiah terhadap dolar. Pada saat pengumuman devaluasi Yuan terhadap dolar Amerika pada 11 Agustus 2015, yaitu hampir menyentuh level 2% dari 6,2096/USD menjadi 6,3248/USD juga mengakibatkan nilai tukar rupiah terhadap dolar melemah, yaitu dari 13.549/USD menjadi 13.600/USD. Melemahnya kurs rupiah terhadap dolar Amerika ini terus berlanjut di sekitar tanggal pengumuman devaluasi Yuan, yaitu hingga t+10 setelah pengumuman devaluasi Yuan menyentuh level 14.112,5/USD. Yuan tidak hanya melemah terhadap dolar Amerika, tetapi juga melemah terhadap Rupiah, yaitu pada saat tanggal pengumuman melemah sekitar 1,7%, yaitu sehari sebelum pengumuman menyentuh level 2213,14/CNY dan saat pengumuman melemah ke level 2173,85/CNY. Sehari setelah pengumuman devaluasi Yuan, JII turun dari level 628,83 ke level 607,75. Performa JII sepuluh hari setelah pengumuman devaluasi Yuan juga fluktuatif dengan rata-rata menurun. JII sempat bangkit saat t+2, namun kembali menurun di hari berikutnya dan terus mengalami penurunan hingga t+8. JII sempat bangkit pada t+9 namun kembali turun pada t+10.

Berdasarkan fenomena tersebut terdapat pengaruh dari peristiwa politik-ekonomi bertaraf Internasional, yaitu

pengumuman devaluasi Yuan terhadap reaksi pasar saham.

“Sebagai representasi dari reaksi pasar terhadap suatu pengumuman, maka di sekitar pengumuman tersebut akan terdapat *abnormal return* (pendapatan tak normal)” (Tandelilin, 2010:223).

Selain *abnormal return*, reaksi pasar juga dapat ditunjukkan dari volume perdagangan saham, yaitu *Trading Volume Activity* (TVA) (Husnan, dkk, 1996:111-112).

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat reaksi pasar saham yang ditunjukkan dengan variabel AAR atas devaluasi Yuan pada saham yang tercatat di JII?
2. Apakah terdapat reaksi pasar saham yang ditunjukkan dengan variabel AATVA atas devaluasi Yuan pada saham yang tercatat di JII?

Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis adanya reaksi pasar yang ditunjukkan variabel AAR sekitar tanggal peristiwa devaluasi Yuan dan variabel AATVA sebelum dan setelah devaluasi Yuan pada saham yang tercatat di *Jakarta Islamic Index* (JII).

II. LANDASAN TEORI

Menurut Ryandono (2009:145) pasar modal dalam artian sempit adalah pasar yang disiapkan untuk memperdagangkan saham dan surat

berharga lainnya melalui jasa perantara pedagang efek. Urgensi investasi secara Islami telah mempengaruhi perkembangan dari pasar modal. Beberapa tahun terakhir, muncul konsep pasar modal yang mekanisme perdagangannya harus sesuai dengan syariah. Menurut DSN MUI NO. 40 tahun 2003:

“Pelaksanaan transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang di dalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maysir*, *risywah*, *maksiat*, dan *kezhaliman*.”

Adapun saham syariah merupakan salah satu instrumen favorit di pasar modal syariah, meskipun banyak ulama dan *fuqaha* yang berselisih akan kebolehan dari jual beli saham ini. Satrio (2005) dalam Huda dan Nasution (2007:66) menyatakan bahwa fatwa-fatwa ulama kontemporer tentang jual beli saham semakin memperkuat landasan akan bolehnya jual beli saham.

Harga saham berfluktuasi seiring dengan perubahan-perubahan jumlah permintaan dan penawaran terhadap saham tersebut. Harga saham dapat dipengaruhi oleh kondisi sosial, ekonomi, dan politik (Usman, 1990:166), yang dapat diwujudkan dengan pengumuman. Foster (1986:377) dalam Hartono (2013:551) menyatakan salah satu pengumuman tersebut adalah pengumuman yang berhubungan dengan pemerintah.

Pasar akan menyerap dan mengevaluasi informasi yang baru masuk ke pasar, sehingga akan terbentuk harga keseimbangan baru. Hal ini sesuai dengan konsep pasar efisien. Tandellilin (2010:219) mendefinisikan pasar yang efisien adalah pasar di mana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia.

"Fama (1970) mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH), yaitu efisien dalam bentuk lemah (semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang), efisien dalam bentuk setengah kuat (harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan), dan efisien dalam bentuk kuat (harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah semua informasi yang dipublikasikan ditambah dan informasi yang tidak dipublikasikan) (Tandellilin, 2010:223).

Fatwa DSN MUI No. 40 tahun 2003 menyatakan bahwa:

"Harga pasar dari efek syariah harus mencerminkan nilai valuasi kondisi yang sesungguhnya dari aset yang menjadi dasar penerbitan efek tersebut dan/atau sesuai dengan mekanisme pasar yang teratur, wajar, dan efisien serta tidak direayasa."

Sehingga dapat diketahui bahwa pasar efisien yang Islami adalah pasar di mana harga mencerminkan informasi yang ada di pasar.

"Sebagai representasi dari reaksi pasar terhadap suatu pengumuman, maka di sekitar pengumuman

tersebut akan terdapat *abnormal return* (Tandellilin, 2010:223)

Selain *abnormal return*, reaksi pasar juga dapat ditunjukkan dari volume perdagangan saham, yaitu *Trading Volume Activity* (TVA). Menurut Husnan, dkk (1996:111-112)

"*Trading Volume Activity* saham dapat digunakan untuk melihat apakah investor secara individu menilai suatu peristiwa sebagai suatu yang informatif, dalam arti, apakah informasi tersebut akan membuat keputusan investasi yang berbeda dari keputusan investasi normal".

Salah satu pengumuman yang berhubungan dengan pemerintah yang belakangan mengguncang pasar saham adalah devaluasi Yuan. *Bloomberg* diperoleh dari www.bloomberg.com pada tanggal 12 September 2015 menyatakan bahwa Bank Sentral Cina mendevalusi mata uang lebih dari 1,8% pada 11 Agustus 2015. Latar belakang devaluasi ini adalah ekspor Cina yang menurun serta adanya kepentingan pemerintah Cina untuk Internasionalisasi Yuan (LPS,2015:6-7).

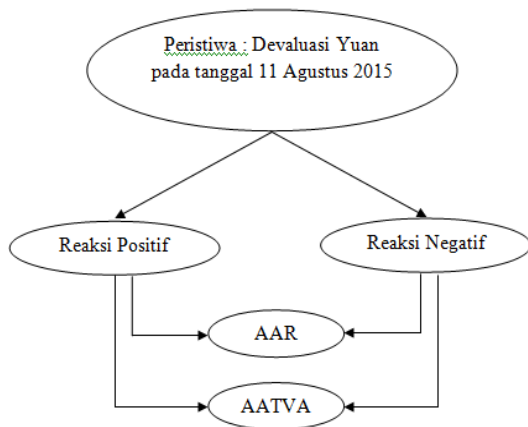
Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah, dan landasan teori yang telah dipaparkan, maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan beberapa hipotesis, yaitu:

H1: Terdapat *Average Abnormal Return* (AAR) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman devaluasi Yuan pada saham yang tercatat di *Jakarta Islamic Index*.

H2: Terdapat perbedaan *Average Abnormal Trading Volume Activity* (AATVA)

yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman devaluasi Yuan pada saham yang tercatat di *Jakarta Islamic Index*.

Model analisis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.



Gambar 3.
Model Analisis

III. METODE PENELITIAN

PENDEKATAN PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan rancangan penelitian berdasarkan metode kuantitatif, yaitu suatu metode penelitian yang mengkuantitatifkan data dan menerapkan satu bentuk analisis untuk menerima atau menolak hipotesis (Anshori dan Iswati, 2009:13).

DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

1. AAR (*Average abnormal return*)

Pendapatan abnormal rata-rata merupakan rata-rata dari abnormal return seluruh saham pada hari tertentu selama periode uji, yaitu rata-rata selisih dari pendapatan aktual saham dengan pendapatan saham yang diharapkan pada hari tertentu selama periode uji. *Average*

Abnormal Return dihitung menggunakan rumus:

$$AAR_t = \frac{\sum AR_t}{n} \dots \dots \dots (3.1)$$

Keterangan :

AAR_t : rata-rata *abnormal return* pada periode ke-t

AR_t : *abnormal return* saham pada periode peristiwa ke-t

n : jumlah sampel/jumlah emiten yang diamati

2. AATVA (*Average Abnormal Trading Volume Activity*)

Volume perdagangan *abnormal* rata-rata, merupakan rata-rata dari *Abnormal Trading Volume Activity* seluruh saham pada hari tertentu selama periode uji, yaitu rata-rata selisih dari volume perdagangan rata-rata aktual saham dengan volume perdagangan rata-rata *saham* yang diharapkan pada hari tertentu selama periode uji. *Abnormal Trading Volume Activity* dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut:

$$ATVA_t = Actual TVAt - expected TVAt \dots \dots \dots (3.2)$$

Keterangan :

ATVA_t : volume perdagangan *abnormal* yang terjadi pada hari ke-t

Actual TVAt : volume perdagangan yang terjadi pada hari ke-t

Expected TVAt : volume perdagangan yang diharapkan pada hari ke-t

Adapun AATVA dapat dihitung dengan rumus:

$$AATVA_t = \frac{\sum ATVA_t}{n} \dots\dots\dots(3.3)$$

Keterangan :

AATVA_t : rata-rata *Abnormal Trading Volume Activity* pada periode ke-t

ATVA_t : *Abnormal Trading Volume Activity* saham pada periode peristiwa ke-t

N : jumlah sampel/jumlah emiten yang diamati

3. Devaluasi Yuan pada tanggal 11 Agustus 2015

Salah satu determinan yang dapat mempengaruhi kinerja saham adalah peristiwa politik ekonomi. Peristiwa pengumuman devaluasi Yuan terhadap dolar Amerika merupakan salah satu gejala politik ekonomi yang diduga dapat mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan investasi. Pengumuman ini berimplikasi pada reaksi pasar yang positif maupun negatif tergantung pada bagaimana para investor menangkap informasi tersebut sebagai berita baik atau buruk. Peristiwa pengumuman devaluasi Yuan terhadap dolar Amerika oleh Pemerintah Cina merupakan *event date* dalam *event study* ini. Variabel ini merupakan acuan pengukuran variabel lainnya dimana harga saham dan *trading volume* saham saat *event date* dinyatakan dalam t-0.

JENIS DAN SUMBER DATA

Jenis data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data

sekunder dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Data tanggal pengumuman devaluasi Yuan dan daftar saham yang tercatat di JII pada periode pengamatan. Data tanggal pengumuman digunakan sebagai patokan (*event date*) dalam penelitian (t0), sedangkan data saham yang tercatat di JII digunakan sebagai sampel dalam penelitian.

2. Data harga saham penutupan harian selama periode pengamatan, yaitu harga saham syariah yang tercatat di JII dan harga pasar (JII). Data tersebut digunakan untuk menghitung *average abnormal return*.

3. Data volume perdagangan saham syariah yang listing di JII serta jumlah total saham tercatat di BEI. Data tersebut digunakan untuk menghitung *Abnormal Trading Volume Activity*.

TEKNIK ANALISIS DATA

1. Mengidentifikasi bentuk, efek, dan waktu peristiwa (i) peristiwa apa yang memiliki nilai informasi, (ii) apakah nilai informasi peristiwa memiliki efek negative atau positif terhadap *return* tak normal perusahaan tertentu; dan (iii) bilamana peristiwa terjadi atau dipublikasi.

2. Menentukan rentang waktu studi peristiwa termasuk periode estimasi dan periode peristiwa. Periode estimasi (T-n-e hingga T-n) adalah periode yang digunakan untuk meramalkan *return*

harapan pada periode peristiwa. Periode peristiwa (T-n hingga T+n) adalah metode di seputar peristiwa (T0) yang digunakan untuk menguji perubahan *return* tak normal. (Catatan: asumsi jumlah interval waktu adalah sama untuk waktu sebelum dan sesudah peristiwa, yaitu sebanyak n)

Periode uji dalam penelitian ini dilakukan selama 121 hari perdagangan (*trading days*) yaitu 100 hari periode estimasi (*estimation period*) dan 21 hari periode pengamatan (*event windows*) yang terdiri atas 10 hari sebelum peristiwa (t-10), hari peristiwa (t0), serta 10 hari setelah peristiwa (t+10) pengumuman devaluasi Yuan terhadap dollar Amerika pada 11 Agustus 2015 oleh pemerintah Cina.

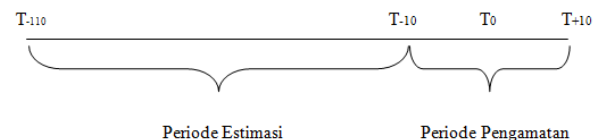
3. Menentukan metode penyesuaian *return* yang digunakan untuk menghitung *return* tak normal. Terdapat tiga metode yang secara luas digunakan dalam penelitian studi peristiwa.

(i) Model-model statistika: terdapat dua model penyesuaian yang paling umum digunakan, yaitu: model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*) dan model pasar (*market model*).

(ii) Model disesuaikan dengan pasar (*market adjusted model*)

(iii) Model-model ekonomika (*economic models*). Terdapat dua model yang secara luas digunakan., yaitu *Capital Assets Pricing Model* dan *Arbitrage Pricing Theory*.

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *market model* (model pasar), Hal ini dikarenakan penelitian ini menggunakan periode estimasi. Penelitian ini mengamati perubahan harga saham yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman devaluasi Yuan dan perbedaan tingkat *Trading Volume Activity* (TVA) sebelum dan sesudah pengumuman devaluasi Yuan.



Gambar 4.

Periode Estimasi dan Periode Pengamatan
4. Menghitung *return* tak normal di sekitar periode peristiwa (beberapa waktu sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa terjadi). *Return* tak normal adalah *return actual* di sekitar periode peristiwa dikurangi *return* harapan atau prediksi pada periode tersebut berdasarkan metode yang ditetapkan dalam poin 3.

$$RTN_{it} = Rit - E(Rit) \dots \dots \dots (3.4)$$

Dalam hal ini :

RTN_{it} : *return* tak normal saham i pada periode t

Rit : *return actual* saham i pada periode t

E(Rit) : *return* harapan atau *return* prediksi.

Adapun *abnormal return* dihitung dengan cara sebagai berikut:

(i) Menghitung *Actual Return* saham individual ($R_{i,t}$) selama waktu pengamatan dengan menggunakan rumus:

$$R_{i,t} = \left[\frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \right] \dots \dots \dots (3.5)$$

Keterangan :

$R_{i,t}$: *Return actual* saham i periode t

$P_{i,t}$: Harga saham i periode t

$P_{i,t-1}$: Harga saham i periode t-1

(ii) Menghitung *return* pasar harian selama periode pengamatan dengan menggunakan rumus:

$$RM_{i,t} = \left[\frac{JII_t - JII_{t-1}}{JII_{t-1}} \right] \dots \dots \dots (3.6)$$

Keterangan :

RM_t : *Return* pasar pada periode t

JII_t : *Jakarta Islamic Index* pada periode t

JII_{t-1} : *Jakarta Islamic Index* pada periode t-1

(iii) Menghitung *Expected Return* dengan menggunakan model pasar (*market model*). Model ini memprediksi $E(R_{i,t})$ berdasarkan hasil estimasi model pasar selama periode estimasi dengan persamaan sebagai berikut:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3.7)$$

Keterangan :

$E(R_{i,t})$: *Return* ekspektasi saham i pada periode estimasi ke-t

A_i : *intercept* untuk saham i

B_i : Koefisien *slope* yang merupakan Beta dari saham i

$R_{m,t}$: *Return* indeks pasar pada periode estimasi ke-t

$\varepsilon_{i,t}$: Kesalahan residu saham i pada periode estimasi ke-t

(iv) Menghitung *abnormal return*:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \dots \dots \dots (3.8)$$

Keterangan :

$AR_{i,t}$: *Return* tak normal (*abnormal return*) saham i pada periode t

$R_{i,t}$: *Return* riil saham i periode t

$E [R_{i,t}]$: *Return* ekspektasi saham i periode t

5. Menghitung rata-rata *abnormal return*:

$$AAR_t = \frac{\sum AR_t}{n} \dots \dots \dots (3.9)$$

Keterangan :

AAR_t : Rata-rata *abnormal return* pada periode ke-t

AR_t : *Abnormal return* saham pada periode peristiwa ke-t

N : Jumlah sampel/emiten yang diamati

6. Menghitung Kesalahan Standar Estimasi (KSE) berdasarkan rata-rata *return* periode estimasi dengan persamaan :

$$KSE = \sqrt{\frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} (R_{i,t} - \bar{R})^2}{t_2 - t_1 - 2}} \dots \dots \dots (3.10)$$

Keterangan:

KSE_i : Kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-i

$R_{i,t}$: *Return* Sekuritas ke-i hari ke-t selama periode estimasi

\bar{R} : Rata-rata *return* sekuritas ke-i selama periode estimasi

t_1 : Jumlah hari di periode estimasi, yaitu hari ke-t-110 sampai dengan hari ke t-10

7. Menghitung *Standardized Abnormal Return* (SAR) dengan rumus:

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{KSE_i} \dots \dots \dots (3.11)$$

$$SAR_t = \frac{\sum_i^n SAR_{i,t}}{\sqrt{n}} \dots \dots \dots (3.12)$$

Keterangan:

SAR_{i,t} : Return tak normal standardisasi sekuritas ke-i untuk hari ke-t pada periode pengamatan

SAR_t : Return tak normal standardisasi portofolio untuk hari ke-t pada periode pengamatan

N : Jumlah sampel/jumlah emiten yang diamati

8. Menghitung Actual Trading Volume Activity:

$$TVA_t = \frac{\text{Jumlah saham perusahaan u yang diperdagangkan pada hari ke-t}}{\text{Jumlah saham perusahaan i yang tercatat di BEI pada hari ke-t}} \dots (3.13)$$

9. Menghitung Expected Trading Volume Activity:

$$Expected = \frac{\text{Total volume perdagangan semua emiten pada hari ke-t}}{\text{Total jumlah saham yang beredar di pasar pada hari ke-t}} \dots$$

10. Menghitung Abnormal Trading Volume Activity:

$$Abnormal TVAt = actual TVAt - expected TVAt \dots (3.15)$$

Keterangan:

Abnormal TVAt : Volume perdagangan abnormal yang terjadi pada hari ke-t

Actual TVAt : Volume perdagangan yang terjadi pada hari ke-t

Expected TVAt : Volume perdagangan yang diharapkan hari ke-t

11. Melakukan uji-t untuk data average abnormal return harian selama periode pengamatan. Uji one sample t-test digunakan untuk melihat signifikansi average abnormal return selama periode pengamatan dari perusahaan yang listing

di JII. Langkah-langkah dalam uji-t adalah sebagai berikut:

a. Merumuskan Hipotesis terhadap AAR
H0.1 : AAR_t = 0 : terdapat average abnormal return (AAR) yang tidak signifikan di sekitar tanggal pengumuman devaluasi Yuan.

H0.2 : AAR_t ≠ 0 : terdapat average abnormal return (AAR) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman devaluasi Yuan.

b. Menentukan tingkat signifikansi (α) = 5%

c. Melakukan pengujian AAR dengan uji sample t-test dengan persamaan:

$$t = \frac{AAR_t}{Sd_t/\sqrt{n}} \dots (3.16)$$

$$S^2 = \frac{n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2}{n-(n-1)} \dots (3.17)$$

Keterangan:

S²: Varians sampel

S: Standar deviasi sampel

x_i: Besarnya data tiap sampel

n: Jumlah sampel/jumlah emiten yang diamati

d. Kriteria pengujian:

H0.1 diterima apabila tvalue ≥ (α) = 5%

H0.2 diterima apabila tvalue < (α) = 5%

12. Melakukan uji paired sample t-test untuk data Average Abnormal Trading Volume Activity dengan tujuan melihat signifikansi Abnormal Trading Volume Activity perdagangan saham selama periode pengamatan dari perusahaan yang listing di JII. Langkah-langkah dalam uji paired sample t-test sebagai berikut:

- a. Merumuskan hipotesis terhadap ATVA
- H1.1 : $AATVA_t = 0$ (terdapat perbedaan *average Abnormal Trading Volume Activity* yang tidak signifikan sebelum dan sesudah pengumuman devaluasi Yuan)
- H1.2 : $AATVA_t \neq 0$ (terdapat perbedaan *average Abnormal Trading Volume Activity* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman devaluasi Yuan).
- b. Menentukan tingkat signifikansi (α) = 5%
- c. Melakukan pengujian ATVA dengan uji paired sample t-test dengan persamaan:

$$t = \frac{ATVA_t}{S_t/\sqrt{n}} \dots\dots\dots(3.18)$$

Keterangan:

St: Standar deviasi AATVA saham pada periode ke-t

n: Jumlah emiten yang diamati

Besarnya standar deviasi dihitung dengan rumus:

$$S = \sqrt{S^2} \dots\dots\dots(3.19)$$

$$S^2 = \frac{n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2}{n-(n-1)} \dots\dots\dots(3.20)$$

Keterangan:

S^2 : Varians sampel

S : Standar deviasi sampel

Xi : Besarnya data tiap sampel

N : Jumlah sampel/jumlah emiten yang diamati

- d. Kriteria Pengujian

H1.1 diterima apabila tvalue \geq (α) = 5%

H1.2 diterima apabila tvalue $<$ (α) = 5%

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

STATISTIK DESKRIPTIF ABNORMAL RETURN

Abnormal Return negatif terjadi sebanyak 7 (tujuh) kali sebelum pengumuman dan 8 (delapan) kali setelah pengumuman devaluasi Yuan. Pada t-10 hingga t-7 pasar bereaksi negatif, selanjutnya pada t-5 hingga t-4 pasar bereaksi positif. Namun, reaksi negatif kembali ditunjukkan oleh pasar pada t-3 hingga t+1. Pasar sempat bereaksi positif kembali pada t+2, namun kembali bereaksi negatif pada hari berikutnya hingga t+9, yang akhirnya pada t+10 pasar kembali bereaksi positif. *Abnormal Return* negatif yang cukup besar terjadi pada t+1, t+4, t+6, dan t+8. Pada t+6 terjadi *Abnormal Return* negatif yang paling besar yaitu sebesar -0,00785. *Abnormal return* positif yang cukup besar terjadi pada t-5 dan t+2. Pada t-5 terjadi *Abnormal Return* positif yang paling besar, yaitu sebesar 0,00654. Nilai rata-rata *Abnormal Return* yang terendah didominasi Vale Indonesia Tbk. (INCO) dan nilai rata-rata *Abnormal Return* yang tertinggi didominasi oleh Adaro Energi Tbk. (ADRO), United Tractors Tbk. (UNTR), dan Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG).

STATISTIK DESKRIPTIF ABNORMAL TRADING VOLUME ACTIVITY

Di sekitar tanggal pengumuman devaluasi Yuan hanya terjadi dua kali rata-rata *Abnormal Trading Volume Activity* negatif, yaitu pada t+1 dan t+6, sedangkan *Abnormal Trading Volume Activity* positif

terjadi selama 19 hari. Adapun berturut-turut, rata-rata *Abnormal Trading Volume Activity* positif adalah pada t-10, t-9, t-8, t-7, t-6, t-5, t-4, t-3, t-2, t-1, t0, t+1, t+2, t+3, t+4, t+5, t+6, t+7, t+8, t+9, dan t+10. Nilai rata-rata *Abnormal Trading Volume Activity* yang terendah didominasi Unilever Indonesia Tbk. (UNVR) dan nilai rata-rata *Abnormal Trading Volume Activity* yang tertinggi didominasi oleh Sawit Sumbermas Sarana Tbk. (SSMS).

ANALISIS AVERAGE ABNORMAL RETURN EMITEN JII PADA PERIODE PENGAMATAN

Tabel 2.

Hasil Uji Statistik Average Abnormal Return
One Sample t-Test

Event Window	Average Abnormal Return (AAR)	Test Value = 0		Keterangan
		Sig. (2-tailed)	T	
t-10	-0,00557	0,253	-1,167	Ho diterima
t-9	-0,00279	0,446	-0,773	Ho diterima
t-8	-0,00210	0,633	-0,482	Ho diterima
t-7	-0,00420	0,316	-1,02	Ho diterima
t-6	0,00036	0,919	0,103	Ho diterima
t-5	0,00654	0,132	1,552	Ho diterima
t-4	0,00118	0,733	0,345	Ho diterima
t-3	-0,00092	0,734	-0,343	Ho diterima
t-2	-0,00376	0,299	-1,059	Ho diterima
t-1	-0,00170	0,533	-0,631	Ho diterima
t0	-0,00382	0,337	-0,977	Ho diterima
t+1	-0,00652	0,157	-1,454	Ho diterima
t+2	0,00364	0,432	0,796	Ho diterima
t+3	-0,00378	0,258	-1,153	Ho diterima
t+4	-0,00724	0,088	-1,768	Ho diterima
t+5	-0,00199	0,53	-0,636	Ho diterima
t+6	-0,00785	0,018	-2,518	Ho ditolak
t+7	-0,00561	0,241	-1,198	Ho diterima
t+8	-0,00697	0,278	-1,105	Ho diterima
t+9	-0,01122	0,195	-1,327	Ho diterima
t+10	0,00340	0,592	0,541	Ho diterima

Sumber: Hasil Penelitian, 2015 (diolah)

Berdasarkan hasil uji tersebut, dapat diketahui bahwa selama 21 hari pengamatan, yaitu t-10 sampai dengan t+10 mayoritas data memiliki nilai probabilitas yang lebih besar dari $(\alpha) = 5\%$ atau 0,05. Namun, meskipun demikian pasar JII menunjukkan reaksi pasar dengan

adanya AAR yang signifikan, yaitu pada t+6 dengan probabilitas kurang dari 0,05 yaitu sebesar 0,018. Dengan demikian terdapat reaksi pasar atas pengumuman devaluasi Yuan dengan variabel AAR tersebut, sehingga H1 diterima.

Reaksi pasar yang ditunjukkan dengan variabel AAR ini adalah reaksi negatif. Hal tersebut ditunjukkan dengan AAR negatif yang mendominasi perhitungan AAR harian, yang berarti bahwa nilai pengembalian aktual lebih rendah daripada nilai pengembalian yang diharapkan. Meskipun demikian, pada beberapa spot waktu pasar juga bereaksi positif, dengan ditunjukkan AAR positif, sehingga terdapat indikasi investor mengevaluasi kembali informasi yang terkandung dalam peristiwa devaluasi Yuan tersebut.

ANALISIS AVERAGE ABNORMAL TRADING VOLUME ACTIVITY EMITEN JII PADA PERIODE PENGAMATAN

Tabel 3.

Hasil Uji Statistik Average Abnormal Trading Volume Activity Paired sample t-Test

	Average Abnormal Trading Volume Activity Sebelum Pengumuman Devaluasi Yuan	Average Abnormal Trading Volume Activity Setelah Pengumuman Devaluasi Yuan
Mean	0,000191359	0,000109095
Standar Deviasi	0,000109095	0,000109707
t		2,324
Df		9
Sig. (2-tailed)		0,045
Keterangan		Signifikan

Sumber: Hasil Penelitian, 2015 (diolah)

Hasil penghitungan tersebut menunjukkan bahwa AATVA selama 10 hari sebelum peristiwa pengumuman devaluasi

Yuan ($t-10$ sampai dengan $t-1$) diperoleh sebesar 0,000191359, atau terjadi perdagangan saham oleh emiten sebesar 0,019% dari seluruh saham yang ada. sedangkan AATVA selama 10 hari setelah peristiwa pengumuman devaluasi Yuan ($t+1$ sampai dengan $t+10$) diperoleh sebesar 0,000109095 atau 0,0109095% dari seluruh saham yang ada. Sehingga, terdapat perbedaan AATVA sebelum dan setelah pengumuman devaluasi Yuan.

Hasil pengujian perbedaan *Average Abnormal Trading Volume Activity* saham JII sebelum dan setelah pengumuman devaluasi Yuan secara statistik diperoleh $t = 2,324$ dengan signifikansi sebesar 0,045 atau berada di bawah 0,05. Hal ini berarti terdapat perbedaan signifikan pada *Abnormal Trading Volume Activity* (AATVA) saham JII sebelum dan setelah pengumuman devaluasi Yuan. Adanya perbedaan yang signifikan dengan proksi *Trading Volume Activity* ini menunjukkan bahwa pasar JII bereaksi atas pengumuman devaluasi Yuan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa sebelum dan setelah pengumuman devaluasi Yuan terdapat perubahan reaksi perdagangan saham yang signifikan. Dengan demikian, H_2 diterima.

Reaksi pasar yang ditunjukkan dengan variabel AATVA ini adalah reaksi positif, karena AATVA positif mendominasi perhitungan AATVA yang dilakukan selama

21 hari *trading days*. Terjadi perdagangan saham yang begitu besar, sehingga likuiditas saham secara umum baik dibandingkan dengan jumlah saham tercatat terhadap total perdagangan yang ada di pasar.

PEMBAHASAN

Pengujian hipotesis yang dilakukan terhadap AAR dengan uji *one sample t-test* menunjukkan bahwa di sekitar tanggal pengumuman devaluasi Yuan terdapat AAR yang signifikan, yaitu pada $t+6$ dengan probabilitas yang kurang dari 0,05. Dengan demikian, terdapat reaksi pasar negatif yang ditunjukkan dengan variabel AAR.

Hasil penelitian terhadap AATVA dengan uji *paired sample t-test* menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman devaluasi Yuan yang ditunjukkan dengan adanya perbedaan yang signifikan atas variabel AATVA sebelum dan setelah pengumuman devaluasi Yuan. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa probabilitas data bernilai kurang dari 0,05, yaitu sebesar 0,45 serta nilai t hitung yang berada di daerah penolakan H_0 . Dengan demikian, pasar bereaksi signifikan atas pengumuman devaluasi Yuan oleh PBOC pada 11 Agustus 2015.

Nilai AATVA yang berfluktuasi sebelum dan setelah pengumuman devaluasi Yuan menunjukkan bahwa adanya *market shock*. Aktivitas

perdagangan meningkat. Investor bereaksi terhadap pengumuman devaluasi Yuan yang mengakibatkan adanya perbedaan likuiditas perdagangan yang signifikan, yang diakibatkan oleh kegiatan jual beli saham yang besar.

Secara keseluruhan pasar bereaksi terhadap pengumuman devaluasi Yuan ini. Devaluasi Yuan pada tanggal 11 Agustus 2015 ini dilakukan oleh PBOC sebagai langkah untuk mendongkrak ekspor yang menurun tajam dan adanya kepentingan pemerintah Cina untuk Internasionalisasi Yuan.

Kebijakan ini ternyata mempengaruhi aktivitas saham di bursa-bursa dunia, ditunjukkan dengan rata-rata kinerja yang menurun. Hal tersebut disebabkan oleh kedudukan Cina sebagai negara eksportir terbesar ketiga dunia, di bawah Zona Euro dan AS, sehingga kebijakan pemerintahnya menjadi perhatian dunia Internasional. Kebijakan ini pada akhirnya akan mempengaruhi kebijakan moneter negara lain, seperti penetapan suku bunga dan kurs, yang berpengaruh terhadap iklim investasi di pasar keuangan sebagai satu bagian yang tidak dapat dipisahkan dari perekonomian.

Hal tersebut berkaitan dengan kandungan informasi dari pengumuman devaluasi Yuan. Fama (1970) dalam Hartono (2013:548) menyatakan bahwa

“Salah satu jenis informasi yang dipublikasikan dapat berupa informasi

yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham.”

Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Devaluasi Yuan sebagai peristiwa politik-ekonomi Internasional mengandung informasi yang dapat mempengaruhi investor dalam hal menentukan keputusan investasinya.

Harga keseimbangan akan terbentuk setelah investor sudah menilai dampak dari informasi tersebut (Tandelilin, 2010:219). Dampak dari hal tersebut tercermin dari reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *Average Abnormal Return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman devaluasi Yuan dan perbedaan *Average Abnormal Trading Volume Activity* yang signifikan sebelum dan setelah pengumuman devaluasi Yuan. Hal ini sesuai dengan hipotesis pasar efisien setengah kuat, yaitu harga yang terbentuk di pasar tercermin dari informasi historis dan informasi yang dipublikasikan. Dengan kata lain, informasi yang terkandung dalam peristiwa devaluasi Yuan dapat diterima oleh pasar secara merata, yang ditunjukkan dengan adanya reaksi pasar.

Informasi yang merata tersebut sesuai dengan konsep pasar efisien dalam Islam, sebagaimana Hadits Rasulullah SAW. sebagai berikut:

"Dulu kami pernah menyambut para pedagang dari luar, lalu kami membeli makanan milik mereka. Nabi Shallallahu 'alaihi wa sallam lantas melarang kami untuk melakukan jual beli semacam itu dan membiarkan mereka sampai di pasar dan berjualan makanan disana" (HR.Bukhari No. 2166).

Rasulullah melarang menghadang seseorang sebelum masuk pasar, dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih, dengan adanya asimetri informasi. Informasi yang ada harus diterima dengan merata oleh pelaku pasar agar harga yang terbentuk benar-benar mencerminkan kondisi yang ada di pasar.

V. SIMPULAN

1. Terdapat reaksi pasar atas devaluasi Yuan pada 11 Agustus 2015 dengan variabel *Average Abnormal Return (AAR)*. Hal ini ditunjukkan dengan hasil uji *one sample t-test* atas AAR, yaitu terdapat AAR yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman devaluasi Yuan, yaitu pada t+6 dengan probabilitas sebesar 0,018. Secara umum, pasar bereaksi negatif dengan adanya AAR negatif, yang berarti pengembalian aktual lebih kecil dibandingkan pengembalian yang diharapkan.

2. Terdapat reaksi pasar atas devaluasi Yuan pada 11 Agustus 2015 dengan variabel *Average Trading Volume Activity (AATVA)*. Hal ini ditunjukkan dengan hasil uji *paired sample t-test* atas AATVA, yaitu terdapat perbedaan AATVA yang signifikan

sebelum dan setelah pengumuman devaluasi Yuan, dengan probabilitas sebesar 0,045. Di sisi likuiditas, secara umum pasar bereaksi positif dengan ditunjukkan dengan dominasi AATVA positif, yang artinya likuiditas (volume perdagangan) selama pengamatan cukup besar.

Saran yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi emiten

Emiten diharapkan mampu menentukan kebijakan yang tepat dalam menghadapi *marketshock*, dengan harapan kebijakan tersebut mampu menjaga likuiditasnya di pasar.

2. Bagi investor

Investor harus tepat dalam mengelola informasi yang kemungkinan berpengaruh terhadap kinerja portofolio investasinya, agar pasar tetap berjalan secara efisien. Bagi investor yang menanamkan modalnya pada sekuritas berbasis syariah, khususnya saham syariah harus menciptakan pasar efisien, yaitu dengan mengelola informasi dengan tepat dengan merata dan efisiennya suatu informasi.

3. Bagi pemerintah dan lembaga terkait

Pemerintah diharapkan mampu memberikan insentifnya terkait dengan adanya *marketshock*, sehingga tidak ada kepanikan yang berlebihan yang dikhawatirkan dapat menurunkan kinerja pasar modal. Berkaitan dengan hal tersebut, pemerintah harus melakukan

koordinasi dengan lembaga terkait untuk mencegah anomali yang mungkin terjadi.

4. Bagi peneliti yang akan datang

Tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga, sehingga tidak semua peristiwa dapat dijadikan sebagai variabel dalam *event study*, sehingga peneliti yang akan datang diharapkan melakukan studi pendahuluan sebelum ingin meneliti dampak dari sebuah *event* terhadap kinerja pasar modal. Selain itu, sebaiknya peneliti yang akan datang menambah variabel yang dapat mengukur reaksi pasar.

DAFTAR PUSTAKA

Al-Qur'an

Anshori, Muslich dan Sri Iswati. 2009. *Buku Ajar Metodologi Penelitian Kuantitatif*. Surabaya: Airlangga University Press.

Departemen Agama RI. 2004. *Mushaf Al-Qur'an dan Terjemahan Revisi tahun 2004*. Jakarta: DEPAG RI.

Dewan Syariah Nasional. 2003. *Fatwa DSN No: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal*. (online) (www.dsnmui.or.id, diakses pada 22 September 2015).

Hadits Shahih Bukhari, (Online), (www.shirathal-mustaqim.org, diakses pada 16 Januari 2015).

Hartono, Jogiyanto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedelapan. Yogyakarta: BPFE.

Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. 2007. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana.

Husnan, Suad dkk. 1996. *Dasar-Dasar Teori Portofolio & Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP STM YKPN.

Islamic Financial Service Board. 2014. *Islamic Financial Service Industry Stability Report*. Malaysia: Bank Negara Malaysia (Online), (<http://www.ifsb.org>, diakses pada 1 Oktober 2015).

Judiseno, Rimsy K. 2005. *Sistem Moneter dan Perbankan di Indonesia*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.

Lembaga Penjamin Simpanan. 2015. *Laporan Perekonomian dan Perbankan*. Jakarta: Lembaga Penjamin Simpanan (Online) (<http://www.lps.go.id>).

Ryandono, Muhamad Nafik H. 2009. *Bursa Efek & Investasi Syariah*. Jakarta: Serambi.

Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius.

Usman, Marzuki. 1990. *ABC Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia.

Website:

www.bbc.com diakses pada 14 November 2015

www.bi.go.id diakses pada 18 Januari 2016

www.bloomberg.com diakses pada 12
September 2015

www.finance.yahoo.com diakses pada 14
September 2015

www.forex.imf.com diakses pada 14
September 2015

www.ifsb.org diakses pada 7 Oktober 2015

www.investing.com diakses pada 18 Januari
2016

www.reuters.com diakses pada 14
September 2015