

DAMPAK KEBIJAKAN KENAIKAN HARGA BAHAN BAKAR MINYAK (BBM) TERHADAP INVESTASI SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

ARISYAHIDIN HS

ABSTRAK

Bursa Efek Indonesia merupakan salah satu indikator kapitalisasi investasi perekonomian Indonesia, sehingga pasar saham sangat sensitive terhadap adanya suatu peristiwa. Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) terhadap perdagangan saham.

Pengujian trading volume activity dan return saham perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) menghasilkan kesimpulan bahwa rata-rata return saham perusahaan di sekitar hari berlakunya kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM), yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa, secara statistik signifikan berbeda. Hal ini mengindikasikan bahwa berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) berpengaruh terhadap return saham. Pada 5 hari sebelum peristiwa, investor masih memperoleh return saham. Sementara pada 5 hari sesudah peristiwa, rata-rata investor memperoleh return saham negatif yang berarti rugi.

Trading volume activity di sekitar hari berlakunya kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM), secara statistik tidak signifikan berbeda. Berarti berlakunya kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) tidak berpengaruh terhadap volume perdagangan saham. Hasil ini mengindikasikan bahwa peristiwa kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) tersebut tidak direspon oleh investor.

Meskipun berlakunya kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap trading volume activity, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sebenarnya investor dapat mengambil keuntungan ekonomis dari adanya peristiwa tersebut yang ditunjukkan adanya return positif pada 5 hari sebelum peristiwa.

Kata Kunci:

Kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM), Trading volume activity, dan Return saham

PENDAHULUAN

Bahan Bakar Minyak (BBM) merupakan komoditas yang memegang peranan vital dalam semua aktivitas ekonomi. Dampak langsung perubahan harga minyak ini adalah perubahan-perubahan biaya operasional yang mengakibatkan tingkat keuntungan kegiatan investasi langsung terkoreksi. Secara sederhana tujuan investasi adalah

untuk memaksimalkan kemakmuran melalui memaksimalkan keuntungan, dan investor selalu berusaha menanamkan dana pada investasi yang efisien dan aman.

Kenaikan harga BBM bukan saja memperbesar beban masyarakat kecil pada umumnya tetapi juga bagi dunia usaha pada khususnya. Hal ini dikarenakan terjadi kenaikan pada pos-pos biaya produksi sehingga meningkatkan biaya secara

keseluruhan dan mengakibatkan kenaikan harga pokok produksi. Multiple efek dari kenaikan BBM ini antara lain meningkatkan biaya *overhead* pabrik karena naiknya biaya bahan baku, ongkos angkut ditambah pula tuntutan dari karyawan untuk menaikkan upah yang pada akhirnya keuntungan perusahaan menjadi semakin kecil.

Gejolak harga minyak dunia sebenarnya sudah mulai terlihat sejak tahun 2000. Tiga tahun berikutnya harga terus naik seiring dengan menurunnya kapasitas cadangan minyak. Ada sejumlah faktor penyebab terjadinya gejolak ini, salah satunya adalah persepsi terhadap rendahnya kapasitas cadangan harga minyak yang ada saat ini, yang kedua adalah naiknya permintaan (*demand*) dan di sisi lain terdapat kekhawatiran atas ketidakmampuan negara-negara produsen untuk meningkatkan produksi. Sedangkan masalah tingkat *utilisasi* kilang minyak di beberapa negara dan menurunnya persediaan bensin di Amerika Serikat juga turut berpengaruh terhadap posisi harga minyak yang terus meningkat, (Harian Republika, 2005).

Kondisi ini kemudian direspon oleh pemerintah di beberapa negara di dunia dengan menaikkan harga BBM, termasuk Indonesia. Pada tahun 2005 DPR RI menyetujui rencana pemerintah untuk menaikkan harga bahan bakar minyak sebesar minimal 50 %. Kebijakan kenaikan harga BBM dengan angka yang menakjubkan ini tentu saja menimbulkan dampak yang signifikan terhadap perekonomian sehingga kebijakan ini menimbulkan banyak protes dari berbagai kalangan. Keputusan pemerintah menaikkan harga bensin, solar, dan minyak tanah sejak 1 Oktober 2005 akibat kenaikan harga minyak mentah dunia hingga lebih dari 60 Dolar AS per barel dan terbatasnya keuangan pemerintah ini direspon oleh pasar

dengan naiknya harga barang kebutuhan masyarakat. Biaya produksi menjadi tinggi, harga semakin mahal sehingga daya beli masyarakat semakin menurun.

Terjadinya hubungan timbal balik antara naiknya biaya produksi dan turunnya daya beli masyarakat berarti memperlemah perputaran roda ekonomi secara keseluruhan di Indonesia. Kondisi ini dapat mempengaruhi iklim investasi secara keseluruhan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam jangka pendek naiknya harga BBM tersebut disikapi oleh pelaku pasar, khususnya pelaku pasar modal sebagai pusat perputaran dan indikator investasi.

Kontroversi kenaikan harga minyak ini bermula dari tujuan pemerintah untuk menyeimbangkan biaya ekonomi dari BBM dengan perekonomian global. Meskipun perekonomian Indonesia masih terseok mengikuti perkembangan perekonomian dunia, akhirnya kebijakan kenaikan BBM tetap dilaksanakan mulai tanggal 1 Oktober 2005. Akibatnya, perilaku investasi di Indonesia mengalami perubahan. Setiap peristiwa berskala nasional menimbulkan reaksi para pelaku pasar yang dapat berupa respon positif atau respon negative tergantung pada apakah peristiwa tersebut memberikan stimulus positif atau negatif terhadap iklim investasi.

Dengan berkembangnya kontroversi pro dan kontra terhadap kenaikan harga BBM tersebut, penelitian ini berusaha mengetahui dampak langsung peristiwa kenaikan BBM terhadap aktivitas perdagangan saham pada pasar modal Indonesia. Dengan penelitian ini diharapkan dapat diketahui reaksi atau respon dan perilaku pelaku pasar modal terhadap sebuah peristiwa ekonomi dan dampaknya terhadap iklim investasi secara keseluruhan di Indonesia.

Pada hakekatnya investor dalam melakukan investasi akan berusaha menanamkan modalnya pada saham perusahaan yang mampu memberikan *return* atau keuntungan yang bisa berupa dividen dan atau *capital gain* (Sartono, 2005). Oleh karena itu, perusahaan selalu berusaha memberikan informasi atau sinyal tingkat pengembalian sebagaimana yang diharapkan investor dengan berusaha menjadikan sahamnya menjadi menarik bagi investor dengan berbagai kebijakan teknis maupun politis.

Capital gain adalah selisih positif harga jual saham dengan harga belinya, yang berarti keuntungan, dan apabila selisih tersebut negative, maka yang diperoleh adalah *capital loss* berarti rugi. *Capital gain (loss)* merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham maupun surat utang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor, dengan kata lain, *capital gain (loss)* bisa juga diartikan sebagai perubahan harga saham.

Penelitian untuk mengetahui reaksi pelaku pasar modal setelah peristiwa pengumuman kenaikan harga BBM ini merupakan *event study* dengan *narrow window*. Hal ini sesuai dengan asumsi teori pasar modal efisien yang menyatakan bahwa suatu informasi ekonomis akan direaksi secara cepat oleh para pelaku pasar modal (Hartono, 2000). Penelitian *event study* yang telah dilakukan oleh peneliti terdahulu tentang dampak peristiwa yang berskala nasional ataupun kebijakan pemerintah yang terkait dengan perekonomian Indonesia antara lain dilakukan oleh Asri (1996) yang meneliti peristiwa politik pengunduran diri Perdana Menteri Jepang, Noburu Takeshita, untuk melihat pergerakan harga saham emiten AS di *New York Stock Exchange* yang punya cabang di Jepang. Penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat *abnormal*

return yang signifikan selama periode peristiwa, yaitu pada beberapa hari sebelum tanggal peristiwa, pada hari kedua dan ketujuh setelah tanggal peristiwa. Suryawijaya dan Setiawan, (1998) meneliti tentang kaitan antara perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan dalam negeri terhadap peristiwa 27 juli 1998. Menyimpulkan bahwa BEJ bereaksi terhadap peristiwa politik berskala nasional.

Alim (1998) melakukan pengujian pengaruh berlakunya Undang-undang No. 10 Tahun 1994 tentang Perpajakan terhadap volume perdagangan saham di sekitar hari *ex-dividend*, memberikan implikasi yang signifikan terhadap perilaku investor di Indonesia. Dalam kaitannya dengan pasar modal menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara volume perdagangan saham sebelum berlakunya pajak dan volume perdagangan saham setelah berlakunya pajak. Hasil tersebut memberikan indikasi terdapat pengaruh yang signifikan pajak penghasilan terhadap volume perdagangan saham yang menggambarkan adanya perubahan perilaku investor dalam investasi di pasar modal. Lebih lanjut hasil penelitian tentang pengaruh pajak ini Alim (1998) menyatakan bahwa *dividend yield* tidak mempunyai hubungan dengan volume perdagangan saham baik sebelum dan setelah berlakunya Undang-undang Pajak tahun 1994. Hasil ini mengindikasikan bahwa investor kemungkinan tidak menggunakan dividen sebagai strategi perdagangan menjelang hari *ex-dividend*. Pararel dengan penelitian Alim (1998) tersebut, Hartini (2000) dengan cara *event study* menguji pengaruh berlakunya Undang-undang Pajak tahun 1994 terhadap harga saham menghasilkan kesimpulan yang pararel bahwa pajak berpengaruh terhadap harga saham. Lestari, (2000) meneliti tentang asosiasi antara pengumuman kabinet baru tanggal 23

Agustus 2000 dengan *stock price* dan *trading volume activity* di BEJ. Menyimpulkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara pengumuman dengan harga saham di BEJ. Moeljadi (2005) yang meneliti tentang pengaruh pemilu presiden putaran pertama terhadap tingkat keuntungan saham. Hasil penelitian Moeljadi (2005) tersebut antara lain menunjukkan bahwa pemilu presiden putaran pertama berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham, berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* saham, berpengaruh negatif signifikan terhadap *cumulative abnormal return*, dan berpengaruh negatif signifikan terhadap *trading volume activity*.

Semua penelitian terdahulu di atas menggunakan metode *event study*. Merujuk pada Hartono (2000), yang menyatakan bahwa studi peristiwa *event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa *event*. Jika peristiwa mempunyai dampak atau pengaruh, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman atau informasi terjadinya peristiwa tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ini ditunjukkan adanya *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu peristiwa mempunyai dampak ekonomi atau mempunyai kandungan informasi jika peristiwa tersebut memberikan *abnormal return* kepada pasar, dan sebaliknya. Selain menggunakan *abnormal return*, reaksi pasar modal terhadap informasi juga dapat dilihat melalui *Trading Volume Activity* (TVA), di mana apabila investor menilai suatu *event* mengandung informasi, maka *event* tersebut akan mengakibatkan keputusan perdagangan di atas keputusan perdagangan yang normal.

Dengan dasar penelitian-penelitian tersebut, penelitian ini dapat disebut sebagai *event study* untuk mendeteksi reaksi pasar dengan menganalisis aktivitas perdagangan saham di sekitar peristiwa pengumuman berlakunya kenaikan harga BBM. Penggunaan *return* saham dan volume perdagangan saham untuk mengetahui perilaku investor karena *return* dan volume perdagangan saham relatif lebih sensitif untuk mendeteksi reaksi atau perilaku investor terhadap adanya peristiwa. *Return* saham menunjukkan keuntungan riil dari sebuah investasi saham dan volume perdagangan saham merupakan aktifitas atau perilaku riil yang dilakukan investor sebagai respon adanya suatu peristiwa.

Periode belakangan ini setelah tahun 2000 pasar modal di Indonesia telah mengalami perkembangan yang sangat cepat. Sampai akhir tahun 2003, jika dilihat dari sisi lonjakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) kinerja Bursa Efek Indonesia (BEI) dapat dikatakan terbaik ke dua di Asia. Hal ini terlihat dari peningkatannya yang mencapai 60% (Kompas, 10 agustus 2004).

Menurut Jurnal Pasar Modal, (Mei 1998 dalam Moeljadi, 2005) tragedi berdarah di kampus Trisakti pada pertengahan bulan Mei 1998, membuat aktivitas transaksi di bursa efek sangat tidak bergairah. Transaksi saham selama Mei 1998 tersebut anjlok dan banyak saham yang tidak aktif dan harganya berguguran. Karenanya volume perdagangan saham hanya 4.82 miliar lembar atau turun 45% dibanding volume perdagangan bulan April 1998 yang mencapai 8.73 miliar lembar. Nilai perdagangan juga anjlok sebesar 50.4% menjadi hanya Rp.5.10 trilyun dibanding volume perdagangan bulan April 1998 yang mampu mencapai Rp.10.82 trilyun.

Sama halnya dengan peristiwa-peristiwa ekonomi dan non ekonomi tersebut

di atas, pengumuman berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) merupakan peristiwa nasional yang berindikasi rentan mempunyai pengaruh terhadap aktifitas perdagangan saham. Terdorong dengan motivasi tersebut penelitian ini akan menguji dampak dari pengumuman berlakunya kenaikan harga BBM terhadap aktifitas perdagangan saham dengan menguji pengaruh peristiwa tersebut terhadap *return* saham dan volume perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Pengujian reaksi pasar terhadap adanya suatu peristiwa dapat dilakukan juga untuk menguji efisiensi pasar. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu peristiwa. Jika peristiwa mengandung informasi ekonomi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan.

Di dalam suatu pasar modal yang kompetitif, terbentuknya harga ekuilibrium suatu aktiva/sekuritas ditentukan oleh penawaran dan permintaan agregat. Harga ekuilibrium ini mencerminkan konsensus bersama antara semua partisipan pasar tentang nilai dari aktiva/sekuritas tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Harga ekuilibrium tersebut bergeser ke ekuilibrium yang baru, bila muncul peristiwa atau kejadian baru yang mempunyai dampak serta digunakan untuk menganalisis dan menentukan harga saham. Oleh karena itu, untuk mengukur efisiensi pasar modal kunci utamanya adalah hubungan antara harga saham/sekuritas dengan informasi peristiwa (Hartono, 2000).

Seorang investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham ataupun sejumlah dividen di masa yang

akan datang, sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut. Menurut Tandelilin (2001), tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return*, tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihapainya. *Return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya.

Menurut Hartono (2003) salah satu cara pengukuran *return* realisasi adalah *return* total (*total return*). *Return* total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu.

Menurut Tandelilin (2001), *return* saham yang berupa *capital gain (loss)* merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham maupun surat utang jangka panjang). Jika preferensi investor dalam investasi hanya berorientasi untuk mendapatkan *capital gain*, maka ia hanya akan mengharapkan memperoleh *return* saham yang berupa selisih harga beli dan harga jual saham.

Penelitian ini akan menguji hipotesis tentang adanya pengaruh pengumuman berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM terhadap aktivitas perdagangan saham.

Secara umum dalam iklim investasi dapat dikatakan bahwa kenaikan harga BBM berakibat meningkatnya biaya-biaya investasi yang kemudian menurunkan keuntungan investasi tersebut, sehingga kenaikan harga BBM ini akan direspon negatif oleh bursa. *Multiple effect* dari kebijakan kenaikan harga BBM adalah meningkatnya biaya-biaya ekonomi, karena dengan kenaikan harga BBM ini dapat berakibat meningkatnya inflasi yang berarti naiknya harga barang-barang secara umum, Sadli (2001). Dengan kenaikan semua unsur biaya ekonomi ini mengakibatkan meningkatnya biaya untuk

konsumsi sehingga menurunkan tingkat tabungan (*saving*), Boediono (1982). Secara umum dalam literatur ekonomi dikatakan bahwa tingkat tabungan (*saving*) adalah identik atau sama dengan tingkat investasi, maka jika tingkat tabungan turun berarti tingkat investasi juga menurun, Soediyono (1985).

METODA

1. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang mempublik sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode pengambilan sample adalah dengan *purposive sampling* yaitu penentuan sample berdasarkan criteria yang telah ditentukan (*judgement sampling*). Sample yang dipilih dalam penelitian ini adalah saham LQ-45, dengan alasan bahwa saham-saham tersebut paling aktif diperdagangkan di bursa, sehingga lebih representative dan sensitif untuk mendeteksi reaksi pasar terhadap adanya suatu peristiwa (*event*) baik yang mengandung informasi keuangan maupun informasi non keuangan.

Penelitian ini berbasis pada metoda *event study*, terutama untuk periode harian, memerlukan emiten-emiten yang bersifat likuid dengan kapitalisasi terbesar. Sehingga pengaruh suatu *event* dapat diukur dengan segera dan relative akurat. Adapun kriteria saham perusahaan yang dijadikan sample adalah sebagai berikut:

- a. Saham perusahaan telah tercatat di bursa minimal 12 bulan.
- b. Saham perusahaan masuk dalam rangking dari total transaksi saham di pasar reguler (LQ – 45).
- c. Terdapat perdagangan di hari-hari pengamatan

2. Tanggal event

Tanggal event yang digunakan dalam penelitian ini adalah tanggal dilaksa-

nakannya kebijakan kenaikan harga BBM, yaitu tanggal 1 Oktober 2005.

3. Periode pengamatan

Merujuk pada penelitian Moeljadi (2005), penelitian ini didasarkan pada pengamatan 20 hari bursa di sekitar peristiwa, yaitu 10 hari sebelum peristiwa (hari ke $t-1$ sampai dengan hari $t-10$), dan 10 hari setelah peristiwa (hari ke $t+1$ sampai dengan hari ke $t+10$). Penggunaan 10 hari sebelum dan setelah tanggal pengumuman berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM dalam penelitian ini didasarkan pada asumsi bahwa aktivitas perdagangan saham pada saat tersebut memang benar-benar mencerminkan pengaruh dari berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM tanpa dipengaruhi oleh faktor lainnya. Selain itu, penggunaan 10 hari sebelum dan setelah tanggal pengumuman berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM juga didasarkan pada asumsi bahwa 10 hari sebelum dan setelah tanggal pengumuman adalah merupakan waktu yang cukup bagi investor di Indonesia untuk dapat merespon kejadian atas pengumuman suatu peristiwa. Dan hari kejadian $t-0$ (*event day*) adalah hari dilaksanakannya kebijakan kenaikan harga BBM, yaitu tanggal 1 Oktober 2005.

4. Data Penelitian

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah merupakan data sekunder dari perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI), yaitu data mengenai harga saham dan volume perdagangan saham. Data-data tersebut diperoleh dari laporan publikasi oleh pasar modal Bursa Efek Indonesia (BEI) tentang perusahaan-perusahaan LQ-45 yang dijadikan sebagai sampel penelitian, seperti *Indonesian Capital Market Directory*, *Monthly JSX Fact Book*, laporan perdagangan saham harian, dan sebagainya di sekitar tanggal pengumuman berlakunya kenaikan harga BBM.

5. Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel

- a. Hari peristiwa (event)
Pengamatan hari peristiwa yang akan dianalisis dengan menentukan bahwa hari kejadian atau peristiwa, yaitu (1)H₀ adalah hari terjadinya peristiwa atau tanggal pengumuman mulai dilaksanakannya kebijakan kenaikan harga BBM, yaitu pada hari Sabtu tanggal 1 Oktober 2005, (2) H₁ adalah rata-rata pengamatan 10 hari sebelum hari peristiwa pengumuman. (3)H₂ adalah rata-rata pengamatan 10 hari setelah hari peristiwa pengumuman.
- b. Harga saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga penutupan saham i pada hari ke t.
- c. Return saham
Return saham merupakan return atau keuntungan riil dari suatu investasi saham, yang berupa capital gain (loss) pada hari-hari pengamatan. Variable Return saham merupakan proporsi selisih harga saham periode t dan t-1 dengan harga saham periode t-1. secara aljabar rumus pengukuran variable ini adalah sebagai berikut:

$$RS = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Dalam hal ini :

- RS = Return Saham
 P_t = Harga penutupan saham pada periode t
 P_{t-1} = Harga penutupan saham pada periode t-1

Penghitungan variabel *return* saham seperti di atas berarti bahwa *return* saham menunjukkan besarnya *gain* atau *loss* relative terhadap investasinya, atau menunjukkan besarnya persentase keuntungan atau kerugian atas investasi

yang dikeluarkan atas saham yang bersangkutan.

- d. Volume perdagangan
Volume perdagangan saham adalah jumlah volume perdagangan saham perusahaan LQ – 45 pada hari-hari pengamatan, yang dihitung menggunakan *Trading Volume Activity* (TVA). TVA dalam Alim (1998) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{Jumlah saham perusahaan i yang diperdagangkan pada saat t}}{\text{Jumlah saham perusahaan i yang beredar pada saat t}}$$

6. Analisis Data

Untuk menjawab permasalahan yang telah dikemukakan dan menguji hipotesis-hipotesis, digunakan *independent T-test*. Alat analisis ini digunakan untuk membandingkan masing-masing kelompok variabel, yaitu:

- a. Uji beda *return* saham perusahaan sampel rata-rata 10 hari sebelum peristiwa dengan rata-rata 10 hari setelah peristiwa.
- b. Uji beda volume perdagangan saham sampel rata-rata 10 hari sebelum peristiwa dengan rata-rata 10 hari setelah peristiwa.

Uji beda ini dilakukan untuk melihat kebermaknaan atau pengaruh berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM terhadap *return* saham dan volume perdagangan saham tanpa melihat seberapa besar (parameter) pengaruh antar variabel yang diteliti. Jika analisis ini menghasilkan adanya perbedaan yang signifikan antara kedua kelompok data variabel ini, maka dapat disimpulkan bahwa berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM bermakna atau berpengaruh terhadap terhadap volume perdagangan saham dan return saham, sebaliknya jika analisis menunjukkan tidak signifikan terdapat perbedaan, maka berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM

tidak bermakna atau tidak berpengaruh terhadap volume perdagangan saham dan *return* saham.

Analisis uji beda terhadap kelompok data sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM ini juga dapat digunakan untuk mengetahui kebocoran informasi dan reaksi pasar atau pengaruh peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM di seputar hari peristiwa tersebut.

Asumsi yang melandasi penggunaan alat statistik uji beda adalah jika data berdistribusi secara normal, maka digunakan *independent T-test* dan jika data tidak berdistribusi secara normal, maka digunakan *non parametric Wilcoxon test*. Cara yang dilakukan untuk mendeteksi pencaran data telah berdistribusi secara normal, digunakan uji Kolmogorov Simirnov (Solimun, 2002).

7. Pengujian Hipotesis

Dalam konsep uji beda dinyatakan bahwa jika hasil statistika menunjukkan nilai yang signifikan, maka variabel-variabel yang diuji tersebut secara statistik adalah berbeda, yang berarti menolak H₀. Sebaliknya jika hasil analisis menunjukkan nilai yang tidak signifikan, maka variabel yang diuji tersebut secara statistik tidak berbeda, yang berarti menerima H₀.

Ditolaknya H₀ atau ketika hasil analisis menunjukkan nilai yang signifikan, berarti kedua kelompok variabel yang diuji secara statistik berbeda, yang berarti suatu peristiwa dapat dikatakan berpengaruh terhadap variabel yang diteliti. Sebaliknya jika hasil analisis tidak signifikan berbeda, berarti peristiwa tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel yang diteliti. Kelemahan uji ini adalah bahwa uji beda hanya dapat mengetahui ada tidaknya pengaruh, tetapi tanpa mengetahui seberapa besar pengaruh antar variabel tersebut. Kelemahan ke dua

adalah bahwa karena uji tersebut tidak menghasilkan pola hubungan antar variabel, maka penggunaan uji beda berangkat dari konsep teoritis yang mapan tentang keterkaitan suatu peristiwa dengan variabel yang dianalisis.

Kriteria analisis ini didasarkan pada nilai signifikansi (Sig.) yang merupakan nilai probabilitas. Nilai probabilitas (*P-value*) menunjukkan tingkat kesalahan, jika probabilitas sebuah variabel berada pada batas toleransi (alfa), berarti kemungkinan kesalahan prediksi yang dispesifikasikan oleh model dapat diterima, sebaliknya apabila nilai probabilitas lebih besar dari batas toleransi (alfa), berarti tidak signifikan dan model tidak dapat diterima. Jadi keputusan dalam uji beda *independent T-test* dinyatakan signifikan, yang berarti bahwa kedua kelompok yang dibandingkan berbeda, adalah jika nilai signifikansi (Sig.) lebih kecil dari alpha sebesar 1 – 10%. Dengan kata lain cara menentukan kriteria pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

a. Model hipotesis:

- 1). H₀ : $\overline{TVA}_{after} = \overline{TVA}_{before}$: tidak terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM.
- 2). H_a : $\overline{TVA}_{after} \neq \overline{TVA}_{before}$: terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM.

b. Menghitung uji statistik t

$$t = \frac{\overline{TVA}_{after} - \overline{TVA}_{before}}{\frac{\sigma_{after}^2}{n} + \frac{\sigma_{before}^2}{n}}$$

- c. Menentukan tingkat signifikansi : $\alpha = 0,05$ dengan *degree of freedom (df)* sebesar $n - 1 = 9$

- d. Menentukan kriteria pengujian hipotesis
- 1). H_0 ditolak jika $t_{th} > t(\alpha/2, n-1)$ atau $t_{th} < -t(\alpha/2, n-1)$
 - 2). H_a diterima jika $-t(\alpha/2, n-1) < t_{th} < t(\alpha/2, n-1)$

HASIL

1. Diskripsi Data Penelitian

Penelitian tentang pengaruh kebijakan kenaikan harga Bahan Bakar Minyak (BBM) terhadap aktivitas perdagangan saham ini dilakukan pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2005. Pemilihan sampel pada saham LQ-45 ini didasarkan pada alasan bahwa saham LQ-45 adalah saham teraktif dalam bursa sehingga saham-saham tersebut merupakan saham yang paling sensitif.

Kriteria utama sampel yang digunakan adalah bahwa saham LQ-45 tersebut aktif diperdagangkan di sekitar hari peristiwa. Proses pemilihan sampel terhadap saham LQ-45 ini menghasilkan 33 perusahaan sampel yang memenuhi persyaratan data dari 45 perusahaan.

Gambaran umum tentang hasil pengukuran variabel-variabel terhadap 33 perusahaan sampel ini disajikan diskripsi data seperti dalam tabel 1 dan 2 sebagai berikut:

Tabel 1.
Diskripsi Data Penelitian

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
RETURN_SH	66	0,0473	-0,0211	0,0262	0,006764	0,0121702	0,000
M	66	0,0101	0,0002	0,0103	0,002353	0,0022450	0,000
TVA	66						
Valid N (listwise)	66						

Keterangan : Data 33 Sampel sebelum peristiwa, dan 33 sampel sesudah peristiwa

Tabel 2.
Group Statistics Sebelum – Sesudah Hari Peristiwa

	Group	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Ret_SHM	Sebelum	33	0,015009	0,0072883	0,0012687
	Sesudah	33	-0,001482	0,0103688	0,0018050
TVA	Sebelum	33	0,002027	0,0016045	0,0002793
	Sesudah	33	0,002679	0,0027284	0,0004750

Return saham merupakan *capital gain* atau *capital loss* yang diukur dengan perbandingan relatif dari selisih harga saham penutupan pada hari t dengan harga saham penutupan pada hari t-1 terhadap harga saham penutupan pada hari t-1 yang juga menunjukkan pertumbuhan. Dari perhitungan pada 5 hari sebelum peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM diperoleh hasil statistik rata-rata 0,015009 dan standar deviasi 0,0072883. Perhitungan pada 5 hari sesudah peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM diperoleh hasil statistik rata-rata -0,001482 dan standar deviasi 0,0103688.

Volume perdagangan saham adalah *Trading Volume Activity* (TVA) yang diukur dengan perbandingan atau rasio antara rata-rata jumlah saham perusahaan i yang diperdagangkan pada hari t dengan jumlah saham perusahaan i yang beredar atau tercatat di bursa pada hari t. Dari perhitungan pada 5 hari sebelum peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM diperoleh hasil statistik rata-rata 0,002027 dan standar deviasi 0,0016045. Perhitungan pada 5 hari sesudah peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM diperoleh hasil statistik rata-rata 0,002679 dan standar deviasi 0,0027284.

2. Analisis Data

a. Pengujian Asumsi Klasik

Untuk memperoleh hasil yang lebih akurat dari penggunaan alat-alat statistik, maka persyaratan atau asumsi klasik penggunaan alat analisis tersebut harus dipenuhi. Penggunaan statistika uji beda memerlukan persyaratan yang perlu diuji berkenaan dengan normalitas data. Jika data berdistribusi secara normal, maka uji beda yang dilakukan adalah dengan *Independent T-test*. Jika data tidak berdistribusi secara normal, maka uji beda yang dilakukan menggunakan *Non-parametric Test*.

Pengujian normalitas data digunakan uji Kolmogorov-Smirnov terhadap masing-masing variabel seperti dalam tabel 3 sebagai berikut:

Tabel 3.
 Pengujian Normalitas Data
 Menggunakan Uji Kolmogorov-Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

Variabel	Asymp. Sig. (2-tailed)	Sig.	Keterangan
RETURN_Sblm	0,868	p > 0.05	Distribusi Normal
RETURN_Sblm	0,689	p > 0.05	Distribusi Normal
TVA_Sblm	0,658	p > 0.05	Distribusi Normal
TVA_Ssdh	0,193	p > 0.05	Distribusi Normal

Menurut Santoso, (2001) data dikatakan telah berdistribusi secara normal jika nilai signifikansi dari hasil pengujian Kolmogorov-Smirnov lebih besar dari 5% (>0.05) dan tidak berdistribusi secara normal jika data lebih kecil dari 5% (<0.05). Perhitungan uji Kolmogorov-Smirnov teradap variabel return Saham sebelum dan sesudah peristiwa menghasilkan perhitungan dengan signifikansi di atas 5%, menunjukkan bahwa bahwa data telah berdistribusi secara normal. Dan perhitungan uji Kolmogorov-Smirnov teradap variabel return Saham sebelum dan sesudah peristiwa menghasilkan perhitungan dengan signifikansi di atas 5%, menunjukkan bahwa bahwa data telah berdistribusi secara normal

Kondisi data variabel-variabel *Return Saham* dan *Trading Volume Activity* menunjukkan distribusi secara normal, seingga varaibel-variabel tersebut telah memenuhi persyaratan untuk penggunaan alat statistika *Independent T-test*.

b. Uji Beda

1). Return Saham Perusahaan LQ-45 Sebelum dan Sesudah Peristiwa Berlakunya Kebijakan Kenaikan Harga BBM

Untuk mengetahui kebermaknaan atau pengaruh berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) terhadap *Return Saham* digunakan uji *Independent T-test*. Hipotesis uji beda yang menyatakan bahwa H_0 (*nul hypothesis*) ditolak apabila *Return Saham* perusahaan sebelum peristiwa kenaikan BBM secara statistik berbeda dengan *Return Saham* perusahaan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM, dan sebaliknya H_0 diterima apabila *Return Saham* perusahaan sebelum peristiwa kenaikan harga BBM secara statistik tidak berbeda dengan *Return Saham* perusahaan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM.

Perbedaan angka yang dihasilkan kedua kelompok data apakah secara statistik signifikan berbeda atau tidak berbeda secara ringkas disajikan pada tabel 4 sebagai berikut:

Tabel 4.

Uji Beda Return Saham Perusahaan LQ-45 Sebelum dan Sesudah Peristiwa Menggunakan Independent T-test

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Ret_SHM	Equal variances assumed	1,763	0,189	7,475	0,000	0,016491	0,0120834	0,0208984
	Equal variances not assumed			7,475	0,000	0,016491	0,0120736	0,0209082

2). Volume Perdagangan Saham Perusahaan LQ-45 Sebelum dan Sesudah Peristiwa Berlakunya 33Kebijakan Kenaikan Harga BBM

Dengan cara yang sama, pengujian untuk mengetahui kebermaknaan atau pengaruh berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) terhadap Volume Perdagangan Saham juga digunakan uji *Independent T-test*. Pengujian ini akan menolak H_0 apabila Volume Perdagangan Saham perusahaan sebelum

peristiwa kenaikan harga BBM secara statistik berbeda dengan Volume Perdagangan Saham perusahaan sesudah peristiwa kenaikan BBM, dan sebaliknya H_0 diterima apabila Volume Perdagangan Saham perusahaan perusahaan sebelum peristiwa kenaikan harga BBM secara statistik tidak berbeda dengan Volume Perdagangan Saham perusahaan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM. Ringkasan pengujian tersebut ditampilkan pada tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5.

Uji Beda Volume Perdagangan Saham Perusahaan LQ-45 Sebelum dan Sesudah Peristiwa Menggunakan Independent T-test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
TV A	Equal variances assumed	5,574	0,021	-1,182	0,241	-0,000652	-,0017523	0,0004492
	Equal variances not assumed			-1,182	0,242	-0,000652	-,0017573	0,0004543

3. Pengujian Hipotesis

H₁ : Terdapat pengaruh nyata berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) terhadap return saham perusahaan go publik di Indonesia.

Berdasarkan hasil uji beda dengan *independent T-test*, dengan melihat *Equal variances assumed* tabel 4.5 menghasilkan F hitung 1,763 dengan signifikansi 0,189. Hal ini menunjukkan bahwa varian *Return* saham perusahaan sebelum peristiwa kenaikan harga BBM dan varian *Return* saham perusahaan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM tidak signifikan berbeda yang berarti kedua kelompok varian adalah sama. Pengujian selanjutnya adalah dengan melihat *Equal variances assumed* uji T yang didasarkan pada rata-rata kedua sampel. T-hitung yang dihasilkan adalah 7,475 dengan signifikansi 0,000. Hal ini menunjukkan terdapat perbedaan antara rata-rata *Return* saham perusahaan sebelum peristiwa kenaikan harga BBM dan *Return* saham perusahaan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM.

Kesimpulan ini juga didukung dengan interval perbedaan pada tarap kepercayaan 95% pada *Equal variances not assumed* yang menghasilkan nilai terendah 0,0120736 (positif) dan tertinggi 0,0209082 (positif) yang menunjukkan bahwa tidak ada kemungkinan rata-rata *Return* saham perusahaan sebelum peristiwa kenaikan harga BBM adalah 0 (nol) dan rata-rata *Return* saham perusahaan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM adalah 0 (nol), sehingga rata-rata variabel kedua kelompok sampel adalah tidak mungkin sama, yang berarti kedua kelompok data adalah berbeda.

Dengan hasil tersebut hipotesis perbedaan yang menyatakan bahwa *Return* saham perusahaan sebelum peristiwa

kenaikan harga BBM secara statistik berbeda dengan *Return* saham perusahaan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM dapat diterima. Hasil tersebut memberikan pengertian bahwa terdapat pengaruh yang signifikan peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM terhadap *Return* saham.

H₂ : Terdapat pengaruh nyata berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) terhadap volume perdagangan saham perusahaan go-publik di Indonesia.

Berdasarkan hasil uji beda dengan *Independent T-test*, dengan melihat *Equal variances assumed* pada tabel 4.6 hasil uji F hitung 5,574 dengan signifikansi 0,021. Hal ini menunjukkan bahwa varian volume perdagangan saham perusahaan sebelum peristiwa kenaikan harga BBM dan varian volume perdagangan saham perusahaan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM signifikan berbeda yang berarti kedua kelompok varian adalah tidak sama pada level 5%. Pengujian selanjutnya adalah dengan melihat *Equal variances assumed* uji T yang didasarkan pada rata-rata kedua sampel. T-hitung yang dihasilkan adalah -1,182 (negative) dengan signifikansi 0,241 yang menunjukkan tidak terdapat perbedaan antara rata-rata volume perdagangan saham perusahaan sebelum dan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM.

Interval perbedaan *Equal variances not assumed* kedua kelompok variabel pada tarap kepercayaan 95% menghasilkan nilai terendah -0,0017573 (negatif) dan tertinggi 0,0004543 (positif) yang menunjukkan bahwa ada kemungkinan rata-rata volume perdagangan saham perusahaan sebelum peristiwa kenaikan harga BBM adalah 0 (nol) dan volume perdagangan saham perusahaan sesudah peristiwa kenaikan

harga BBM adalah 0 (nol), sehingga rata-rata variabel kedua kelompok data adalah tidak berbeda.

Dengan demikian hipotesis perbedaan yang menyatakan bahwa volume perdagangan saham perusahaan sebelum peristiwa kenaikan harga BBM secara statistik berbeda dengan volume perdagangan saham perusahaan sesudah peristiwa kenaikan harga BBM tidak dapat diterima.

Hasil tersebut memberikan gambaran bahwa berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM yang dilakukan pemerintah tidak signifikan berpengaruh terhadap perubahan volume perdagangan saham. Hal ini juga memberikan pengertian bahwa volume dalam perdagangan saham masyarakat tidak merespon berlakunya kebijakan kenaikan BBM.

4. Implikasi Hasil

Pengukuran variabel-variabel penelitian terhadap perusahaan LQ-45 menghasilkan angka-angka yang berbeda. Rata-rata *return* saham perusahaan sesudah peristiwa berlakunya kenaikan harga BBM adalah sebesar -0,001482 (negatif) dan sebelum peristiwa adalah 0,015009 (positif). Hal ini berarti rata-rata *return* saham perusahaan sebelum peristiwa berlakunya kenaikan harga BBM adalah lebih besar dari *return* saham sesudah kenaikan harga BBM. Pada kondisi sebelum kenaikan harga BBM, rata-rata investor masih dapat memperoleh *return* saham pada 5 hari sebelum peristiwa berlakunya harga BBM. Pada kondisi sesudah kenaikan harga BBM *return* saham adalah negatif yang berarti bahwa investor mendapat kerugian saham pada hari-hari (5 hari) setelah berlakunya harga BBM.

Hasil uji beda menunjukkan bahwa rata-rata *return* saham perusahaan secara statistik berbeda antara sebelum dan sesudah hari peristiwa berlakunya kebijakan

kenaikan harga BBM, sehingga dapat dikatakan terdapat pengaruh yang signifikan berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM terhadap *return* saham.

Sedangkan rata-rata volume perdagangan saham perusahaan sesudah peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga BBM adalah 0,002679 dan sebelum peristiwa adalah 0,002027 sehingga rata-rata volume perdagangan saham sesudah peristiwa lebih besar dari rata-rata volume perdagangan saham perusahaan sebelum peristiwa. Hal ini berarti bahwa rata-rata perdagangan saham sedikit lebih aktif atau jumlah saham yang bergerak berpindah tangan sedikit lebih banyak setelah peristiwa kenaikan harga BBM. Meskipun angka-angka tersebut secara nominal berbeda, tetapi berdasarkan uji beda rata-rata kedua kelompok sampel menunjukkan bahwa perbedaan tersebut tidak signifikan, sehingga tidak dapat dikatakan bahwa perbedaan volume perdagangan saham tersebut dipengaruhi kenaikan harga BBM.

SIMPULAN

Penelitian tentang pengaruh peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) terhadap *trading volume activity* dan *return* saham perusahaan yang dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2001 – 2004 ini, menghasilkan kesimpulan bahwa rata-rata *return* saham perusahaan di sekitar hari peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM), yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa secara statistik signifikan beda. Hal ini mengindikasikan bahwa peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) berpengaruh *return* saham. Pada 5 hari sebelum peristiwa, investor masih memperoleh *return* saham. Sementara pada rata-rata 5 hari sesudah peristiwa, investor

memperoleh *return* saham negatif yang berarti rugi.

Trading volume activity di sekitar hari peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM), yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa secara statistik tidak signifikan beda. Hal ini berarti peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) tidak berpengaruh volume perdagangan saham. Hasil ini juga mengindikasikan bahwa peristiwa kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) tersebut tidak direspon oleh pelaku pasar, atau investor tidak menggunakan peristiwa tersebut sebagai strategi dalam perdagangan saham.

Meskipun peristiwa berlakunya kebijakan kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) tidak signifikan mempunyai pengaruh terhadap *trading volume activity*, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sebenarnya investor dapat mengambil keuntungan ekonomis dari adanya peristiwa tersebut yang ditunjukkan adanya *return* positif pada 5 hari sebelum peristiwa.

Referensi

- Alim, Nizarul dan Ainun Na'im, 1998, Dampak Pajak Penghasilan Terhadap Volume Perdagangan Saham, *Simposium Nasional Akuntansi III*.
- Asri, Marwan, 1996. *US Multinational's Stock Price Reaction to Host Country's Governmental Change : The Case of Minister Takeshita's Resignation*, Kelola Gajah Mada University Business Review, Vol. 5, No. 11.
- Boediono, 1982, *Ekonomi Makro*, BPFE, Yogyakarta.
- Hartini, Nizarul, Ainun Na'im, 2001, Dampak Pajak Penghasilan Terhadap Harga Saham, *Simposium Nasional Akuntansi III*.
- Hidajat, T, 1999. Reaksi Pasar Terhadap Peristiwa Politik Pemilu 1999 di BEJ. Thesis S2, MM UGM, Yogyakarta.
- Husnan, Suad, 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP YKPN, Yogyakarta
- Hartono, Jogianto, (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi kedua. Cetakan Pertama. BPFE. Yogyakarta.
- Jones, Charles P, 1996. *Investment, Analysis and Management*, 5ed, John Wiley & Sons, New York.
- _____ (2004). *Sigma Reserch, Bisnis Indonesia*, 6 Maret 2004.
- Lamasigi, Treisye Ariance, 2002. Reaksi Pasar Modal Terhadap Pergantian Presiden Republik Indonesia 23 Juli 2001: Kajian Terhadap *Return Saham LQ-45* di PT. Bursa Efek Jakarta, *Simposium Nasional Akuntansi V*.
- Moeljadi, P., 2005. Pengaruh Pemilu Presiden Putaran Pertama Terhadap *Return*, Aktifitas Perdagangan, dan Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham pada Perusahaan yang *Listing* di BEJ (*Event Study* pada Peristiwa Pemilu Presiden dan Wakil Presiden 5 Juli 2004), *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, Tahun 10, Nomor 3, Desember 2005.
- Pardosi, Mico, 2003. *Rumus dan Fungsi pada Microsoft Excel*", Andi, Yogyakarta.
- Pranadjaya, Arwani, 2004. Pengaruh Pemilu Terhadap IHSG", *Bisnis Indonesia*, 5 April
- Rachmadi, Bambang N, 2004. Investor Asing Menunggu hasil Pemilu dan Belum Memutuskan Berinvestasi di Indonesia", *Bisnis Indonesia*, 7 April 2004.

- Sadli. M., 2001, Landscape Ekonomi dan Politik, - Dalam Krisis Dan Transisi, Universitas Muhamadiyah Surakarta.
- Santoso, S. 2001. *Statistik Non Parametrik*. Elek Media Komputindo, Jakarta.
- — — —. 2002. *Statistik Multivariat*. Elek Media Komputindo, Jakarta.
- — — —. 2002 *SPSS versi 10 Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, Elex Gramedia Komputindo, Jakarta.
- Sartono A, 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi 4, BPFE, Yogyakarta.
- Solimun. 2002. *Structural Equation Modeling Lisrel dan AMOS*. Fakultas MIPA Universitas Brawijaya. Malang.
- Soediyono. R., 1985, Ekonomi Makro, - Analisa IS-LM Dan Permintaan-Penawaran Agregatif, Liberty, Yogyakarta.
- Sugiarto, Hans Wartono, 1999, Reaksi BEJ Terhadap Sidang Umum MPR 1998, Thesis MM UGM.
- Suryawijaya, Marwan Asri dan Faisal Arief Setiawan, 1998, Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996). Kelola No. 18.