

# **ANALISIS PELONGGARAN KEBIJAKAN LOAN TO VALUE (LTV) TERHADAP ABNORMAL RETURN DAN TRADING VOLUME ACTIVITY DI BURSA EFEK INDONESIA: PENDEKATAN EVENT STUDY**

***(Analysis of Policy Easing of Loan To Value (LTV) Against Abnormal Return and Trading Volume Activity In Indonesia Stock Exchange: Event Study Methodology)***

**Sri Indah Yani, Zainuri, Rafael Purtomo**

Ketua Program Studi Ekonomi Pembangunan Jurusan Ekonomi Pembangunan  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jember (UNEJ)

Jln Kalimantan 37, Jember 68121

E-mail: [sriindah607@gmail.com](mailto:sriindah607@gmail.com)

## **ABSTRAK**

Penelitian ini menggunakan metode Event Study yang bertujuan untuk menganalisis dampak pelonggaran kebijakan Loan To Value (LTV) terhadap reaksi pasar modal di Bursa Efek Indonesia (BEI) khususnya pada saham perusahaan perbankan dan perusahaan properti, dengan menggunakan indikator abnormal return dan trading volume activity (TVA). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan waktu pengamatan yaitu 7 hari (18 Juni 2015 – 25 Juni 2015) sebelum (pre event) implementasi kebijakan LTV, 1 hari (26 Juni 2015) saat pengumuman kebijakan pelonggaran LTV oleh BI kepada publik dan 7 hari (27 Juni 2015 – 4 Juli 2015) setelah (past event) implementasi pelonggaran kebijakan LTV. Berdasarkan hasil uji beda bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata abnormal return saham perbankan dan perusahaan properti pada periode seputar pelonggaran kebijakan LTV. Tetapi terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata trading volume activity (TVA) saham perbankan dan perusahaan properti pada periode sebelum-saat dan saat-setelah, sedangkan pada periode sebelum dan sesudah pelonggaran kebijakan LTV tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Dari hasil penelitian disimpulkan bahwa pelonggaran kebijakan LTV tidak menimbulkan reaksi pasar terhadap saham perbankan dan perusahaan properti meskipun terdapat perbedaan signifikan rata-rata TVA tetapi reaksi tersebut hanya sesaat dan tidak berkepanjangan.

**Kata Kunci:** *Event Study, Kebijakan Loan To Value, Abnormal Return, Trading Volume Activity*

## **ABSTRACT**

*This study used Event Study methodology to analyze the impact of policy easing of Loan to Value (LTV) to the reaction of the capital market in the Indonesia Stock Exchange (IDX) especially on the shares of banking and property companies. This methodology applied abnormal return and trading volume activity (TVA) as indicators. The data used in this study was secondary data with the 7 days observation time (June 18<sup>th</sup>, 2015 - June 25<sup>th</sup>, 2015) before (pre-event) implementation of policy easing of LTV, 1<sup>st</sup> day (June 26<sup>th</sup>, 2015) announcement of policy easing of LTV by Bank Indonesia (BI) to the public and 7 days (June 27<sup>th</sup>, 2015 - July 4<sup>th</sup>, 2015) after (past event) the implementation of policy easing LTV. Based on the results there was no significant difference in the average of abnormal stock return of banking and property companies in the period surrounding the policy easing LTV. In contrast, there were significant differences in the average of TVA banks and property companies in the period prior to those moments and moments after, while in the period before and after the policy easing LTV implementation there was no significant difference. The final conclusion is that the policy easing LTV did not cause the stock market reaction to the banking and property companies even though there were significant differences in the average TVA because the reaction is only momentary and not prolonged.*

**Keywords:** *Event Study, Policy Loan to Value, Abnormal Return, Trading Volume Activity*

## PENDAHULUAN

Pasar modal mempunyai peran penting pada perekonomian dalam hal alokasi dana. Pasar modal berfungsi sebagai sumber pembiayaan untuk perusahaan yang ingin memiliki dana tambahan, investasi serta media untuk menginvestasikan dana masyarakat. Pasar modal dipengaruhi oleh suatu informasi yang relevan untuk mengambil suatu keputusan yang akan mengubah kesejahteraan individu (Moyer et al., 2012). Informasi yang relevan dapat mempengaruhi pasar modal untuk mengevaluasi aset keuangan seperti perusahaan obligasi dan ekuitas (Portes et al., 2001). Informasi umumnya dibedakan menjadi dua diantaranya informasi ekonomi dan non ekonomi. Informasi yang digunakan adalah informasi ekonomi makro yang terkait dengan pengumuman pelonggaran kebijakan LTV oleh Bank Indonesia.

Kebijakan LTV ini dirancang untuk meningkatkan kehati-hatian pada alokasi pinjaman oleh perbankan dan pembiayaan perusahaan, serta untuk memperkuat ketahanan sektor keuangan. Kebijakan LTV langsung mempengaruhi industri perbankan dan pembiayaan atau *multifinance* industri karena ini sasaran kebijakan baik hipotek dan kredit kendaraan otomotif. Dalam industri perbankan, ada tiga kategori kredit, modal kerja, investasi, dan kredit konsumsi (Otoritas Jasa Keuangan, 2013). Dalam rangka menjaga stabilitas sistem keuangan maka Bank Indonesia mengeluarkan surat edaran No.15/40/DKMP tanggal 24 September 2013 kepada seluruh bank konvensional dan bank syariah tentang kebijakan pembatasan LTV pada pemberian kredit pemilikan properti, kredit pembiayaan konsumsi beragun properti. Kebijakan LTV KPR merupakan kebijakan yang ditempuh Bank Indonesia untuk menahan pertumbuhan yang berlebihan di sektor properti dan meningkatkan aspek prudensial bank dalam penyaluran kredit properti (peningkatan aspek manajemen risiko).

Pemberlakuan pembatasan kebijakan LTV ini mengakibatkan pelemahan industri properti. Hal ini terlihat jelas bahwa turunnya pertumbuhan kredit properti sejak tahun 2013. Meskipun sempat mengalami kenaikan pada tahun 2014 tetapi sampai dengan kuartal 1 tahun 2015 pertumbuhan kredit terus mengalami penurunan. Meskipun mengalami kenaikan pada tahun 2014 tetapi pada kuartal I tahun 2015 penjualan properti kembali mengalami penurunan. Kenaikan penjualan properti pada tahun 2014 merupakan dampak positif dari nilai tukar yang menguat sebesar Rp 10.500 per dollar. Hal ini terjadi karena pertumbuhan industri properti di Indonesia selalu bergantung kepada pertumbuhan ekonominya. Untuk mengantisipasi penurunan pertumbuhan kredit properti maka Bank Indonesia merevisi kebijakan LTV dengan mengeluarkan surat edaran No 17/10/2015 tentang pelonggaran kebijakan LTV untuk kredit atau pembiayaan properti dan uang muka kredit atau pembiayaan kendaraan bermotor.

Ketentuan batas maksimum kredit dilonggarkan masing-masing 10% tiap tipe rumah fasilitas kredit pembiayaan. Penyebab pelonggaran kebijakan LTV menurut Bank Indonesia adalah untuk menjaga pertumbuhan perekonomian nasional agar tetap berada pada momentum yang positif serta untuk mendorong berjalannya fungsi intermediasi perbankan maka perlu dilakukan penyesuaian terhadap kebijakan

makroprudensial secara proporsional dan terukur dalam bentuk pelonggaran terhadap ketentuan perkreditan khususnya di sektor properti dan kendaraan bermotor. Kebijakan pelonggaran LTV yang diberlakukan sejak tanggal 18 juni 2015 oleh Bank Indonesia mengakibatkan peningkatan permintaan properti yang akan meningkatkan tingkat probabilitas perbankan yang menyalurkan kredit KPR dan perusahaan properti dan mempengaruhi persepsi investor dan masyarakat sehingga terjadi pergerakan harga saham sektor properti di Bursa Efek Indonesia dan sektor perbankan. Penelitian ini hanya fokus melihat dari segi reaksi pasar saham dengan adanya suatu informasi pelonggaran kebijakan LTV terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* pada perusahaan properti dan perbankan yang menyalurkan KPR di Bursa Efek Indonesia.

### Permasalahan yang dibahas adalah:

Berdasarkan penelitian sebelumnya menurut Lestari dan Subekti (2002) menyatakan bahwa pasar modal yang efisien adalah jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang ada. Semakin pasar yang efisien, maka semakin cepat informasi tersebut terefleksi dalam harga saham. Informasi publik mengenai kebijakan LTV akan mempengaruhi keputusan investor khususnya kepemilikan saham perbankan dan saham properti. Menurut penelitian Assih dan Gudono (2000) bentuk efisiensi pasar dapat diperoleh dari hasil pengujian *abnormal return* yang merupakan selisih antara *return* yang sebenarnya dan *return* yang diharapkan sedangkan likuiditas saham dapat diperoleh dari hasil pengujian volume perdagangan saham dengan menggunakan *trading volume activity* yang merupakan rasio antara jumlah lembar saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham perusahaan yang beredar pada periode tertentu. Berdasarkan penjelasan diatas, maka rumusan masalah yang dapat diambil dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah ada perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah penerapan pelonggaran kebijakan *Loan To Value* pada pasar modal?
2. Apakah ada perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah penerapan pelonggaran kebijakan *Loan To Value* pada pasar modal?

### Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah penerapan pelonggaran kebijakan *Loan To Value* pada tanggal 26 juni 2015 di Bursa Efek Indonesia
2. Untuk menganalisis adanya perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah penerapan pelonggaran kebijakan *Loan To Value* pada tanggal 26 juni 2015 di Bursa Efek Indonesia

## TINJAUAN PUSTAKA

Berdasarkan Teori Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hipotesis*) yang digagas oleh Fama (1970) dalam (Jogiyanto 2010:519), terdapat tiga bentuk efisiensi pasar yaitu :

### a. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*weak form*)

Pasar efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

### b. Efisiensi Pasar bentuk setengah kuat (*semi strong*)

Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi untuk mendapatkan keuntungan tidak normal (*abnormal return*) dalam jangka waktu yang lama.

### c. Efisiensi Pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar efisien dalam bentuk kuat jika harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat. Efisiensi pasar dapat diuji secara tepat dengan melihat *abnormal return*. Pasar dapat dikatakan tidak efisien jika beberapa pelaku pasar mengalami *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Sedangkan return normal merupakan return ekspektasi (return yang diharapkan oleh investor).

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif. Menurut Subana dan Sudrajat (2005:25), penelitian kuantitatif dilihat dari segi tujuan, penelitian ini dipakai untuk menguji suatu teori, menyajikan suatu fakta atau mendiskripsikan statistik dan untuk menunjukkan hubungan antar variabel dan adapula sifatnya mengembangkan konsep, mengembangkan pemahaman atau mendiskripsikan banyak hal. Penelitian ini termasuk jenis penelitian *event study* (studi peristiwa). *Event study* adalah penelitian yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2010).

### Waktu dan Tempat Penelitian

Waktu yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan *event window* ( rentang waktu pengamatan ) yaitu tanggal 18 Juni 2015 dimana surat edaran peraturan pelonggaran kebijakan LTV dikeluarkan oleh Bank Indonesia hingga tanggal 26 Juni 2015 Bank Indonesia secara resmi mengumumkan melalui media sosial yang ditujukan untuk publik. Setelah tanggal 26 juni 2015 kebijakan pelonggaran LTV diimplementasikan secara efektif oleh bank umum untuk menyalurkan kredit KPR. Sehingga terdapat 15 hari perdagangan untuk waktu pengamatan yaitu 7 hari (18 Juni

2015 – 25 Juni 2015) sebelum (*pre event*) implementasi kebijakan LTV, 1 hari ( 26 Juni 2015) saat pengumuman kebijakan pelonggaran LTV oleh BI kepada publik dan 7 hari (27Juni 2015 – 4 Juli 2015) setelah (*past event*) implementasi pelonggaran kebijakan LTV. Tempat penelitian ini adalah di Bursa Efek Indonesia dimana Bursa Efek merupakan tempat transaksi jual beli saham perusahaan yang sudah terdaftar di bursa tersebut.

### Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dengan melakukan dokumentasi. Sumber data yang diperoleh dalam penelitian ini adalah:

a. Data tanggal pengumuman kebijakan pelonggaran LTV oleh Bank Indonesia untuk menentukan harga saham disekitar kebijakan pelonggaran LTV.

b. Data harga saham harian, IHSG harian, jumlah saham yang diperdagangkan dan jumlah saham yang beredar untuk masing-masing sampel perusahaan selama periode waktu pengamatan yang diperoleh dengan mengakses data di Bursa Efek Indonesia di alamat web [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan data tersebut bersifat *time series*.

### Metode Analisis Data

Dalam penelitian ini rentang waktu pengamatan (*event window*) yaitu tanggal 18 Juni 2015 dimana surat edaran peraturan pelonggaran kebijakan LTV dikeluarkan oleh Bank Indonesia hingga tanggal 26 Juni 2015 Bank Indonesia secara resmi mengumumkan melalui media sosial yang ditujukan untuk publik. Setelah tanggal 26 juni 2015 kebijakan pelonggaran LTV diimplementasikan secara efektif oleh bank umum untuk menyalurkan kredit KPR. Sehingga terdapat 15 hari perdagangan untuk waktu pengamatan yaitu 7 hari (18 Juni 2015 – 25 Juni 2015) sebelum (*pre event*) implementasi kebijakan LTV, 1 hari ( 26 Juni 2015) saat pengumuman kebijakan pelonggaran LTV oleh BI kepada publik dan 7 hari (27Juni2015-4Juli2015) setelah (*past event*) implementasi pelonggaran kebijakan LTV. Pengambilan periode ini dilakukan untuk menghindari *confounding effect* dari adanya peristiwa lain seperti *right issue*, *warrant*, merger dll sebab pengambilan periode yang terlalu panjang (lebih dari 5 hari) atau terlalu pendek (kurang dari 5 hari) akan menyebabkan pengaruh yang bias.

Metode analisis *abnormal return*:

a. Return sesungguhnya (*actual return*) diperoleh dari selisih antara harga sekuritas saat ini dengan harga sekuritas pada periode sebelumnya dengan rumus sebagai berikut (Jogiyanto, 2010:206) :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan :

$R_{it}$  = return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas kepada periode peristiwa ke-t

$P_{it}$  = harga sekarang relatif

$P_{it-1}$  = harga sebelumnya

b. Menghitung *expected return* harian saham, menggunakan *market-adjusted model* dimana *return* ekspektasi semua sekuritas sama dengan *return* indeks pasar pada saat tersebut (Jogiyanto, 2010:591). *Market adjusted return model* beranggapan bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi return suatu saham adalah return indeks harga pasar pada saat tersebut. Indeks pasar merupakan cerminan dari harapan investor dalam berinvestasi di pasar saham dengan harapan minimal investor memperoleh return yang sama besarnya dengan return pasar (Tatang, 2011:57).

$$R_{mt} = \frac{(IHSg_t - IHSg_{t-1})}{IHSg_{t-1}}$$

Keterangan :

$R_{mt}$  = return pasar pada waktu

$IHSg_t$  = indeks harga saham gabungan hari ke t

$IHSg_{t-1}$  = indeks harga saham gabungan hari ke t-1

c. Menghitung *abnormal return* yang merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return* (Jogiyanto, 2010:591).

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Keterangan :

$AR_{it}$  = *abnormal return*

$R_{it}$  = *actual return*

$R_{mt}$  = *expected return*

d. Menghitung rata-rata *abnormal return* masing-masing saham pada periode sebelum, saat, dan setelah terjadinya peristiwa (Suryawijaya,1998).

$$AAR_{sebelum} = \frac{\sum_{j=t-15}^{t-1} AR_{sebelum}}{T}$$

$$AAR_{saat} = \frac{\sum_{j=t-0}^{t0} AR_{saat}}{T}$$

$$AAR_{setelah} = \frac{\sum_{j=t+1}^{t+15} AR_{setelah}}{T}$$

e. Menghitung rata-rata *abnormal return* untuk seluruh saham per hari selama periode peristiwa (Jogiyanto, 2010:592).

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

Keterangan :

$AAR_t$  = Average abnormal return saham i pada periode t

$AR_{it}$  = abnormal return saham I pada periode t

n = jumlah sampel

Metode analisis *Trading Volume Activity* (TVA):

a. Menghitung TVA masing-masing saham selama periode penelitian (Mulatsih, 2009:654).

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham perusahaan i yang diperdagangkan pada waktu t}}{\sum \text{saham perusahaan i yang beredar (listing) pada waktu t}}$$

b. Menghitung rata-rata TVA masing-masing saham pada periode sebelum, saat, dan setelah peristiwa (Suryawijaya,1998).

$$ATVA_{i_{sebelum}} = \frac{\sum_{j=t-15}^{t-1} TVA_{it_{sebelum}}}{T}$$

$$ATVA_{i_{saat}} = \frac{\sum_{j=t0}^{t0} TVA_{it_{saat}}}{T}$$

$$ATVA_{i_{setelah}} = \frac{\sum_{j=t+1}^{t+15} TVA_{it_{setelah}}}{T}$$

c. Menghitung rata-rata TVA seluruh saham per hari selama periode peristiwa (Suryawijaya,1998).

$$ATVA_t = \frac{\sum_{i=1}^n TVA_{it}}{n}$$

Keterangan :

$ATVA_t$  = Average trading volume activity saham i pada periode t

$TVA_{it}$  = trading volume activity saham i pada periode t

n = jumlah sampel

### Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan dengan cara Kolmogorov-Smirnov apabila jumlah sampel data lebih dari 50 atau menggunakan uji Shapiro-Walk apabila jumlah sampel kurang dari 50. Pengujian dilakukan dengan alat bantu program SPSS. Hasilnya, jika data berdistribusi normal maka uji yang dilakukan selanjutnya adalah *paired sample t-test* tetapi jika data tidak berdistribusi normal maka uji yang dilakukan selanjutnya adalah uji *wilcoxon sign rank test*.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan pengujian hipotesis pertama dan kedua bahwa tidak ada perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* pada periode sebelum dan setelah pelonggaran kebijakan LTV. Untuk variabel *trading volume activity* saja terdapat perbedaan pada periode sebelum dan saat serta periode saat dan setelah tetapi perbedaan ini hanya bersifat

sementara saja karena aktivitas perdagangan saham kembali normal. Pada bagian ini akan dijelaskan hasil pengujian hipotesis secara keseluruhan untuk saham perbankan dan saham perusahaan sektor properti.

#### **Tidak Terdapat Perbedaan rata-rata abnormal return saham perbankan dan sektor properti periode sebelum dan setelah pelonggaran kebijakan LTV**

Hasil pengujian beda rata-rata *abnormal return* saham perbankan maupun saham perusahaan properti membuktikan tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* pada periode seputar pelonggaran kebijakan LTV. Hal ini menunjukkan bahwa adanya tingkat ekspektasi yang sama diantara para investor terhadap *abnormal return* saham. Tingkat ekspektasi yang sama menunjukkan bahwa informasi pelonggaran kebijakan LTV belum tersebar secara merata sehingga tidak ada investor yang mendapatkan *abnormal return*. Hal ini berarti pasar tidak bereaksi terhadap adanya pelonggaran kebijakan LTV. Dengan tidak adanya reaksi pasar dikarenakan kepercayaan investor dan masyarakat akan kinerja perbankan masih baik.

Pelonggaran kebijakan LTV pada perbankan berdampak peningkatan pencapaian portofolio kredit konsumsi terutama Kredit Kepemilikan Rumah (KPR) meskipun pertumbuhan permintaan kredit KPR berdasarkan Bank Indonesia masih mengalami perlambatan sampai akhir tahun 2015 akibat dari ketidakpastian kondisi ekonomi atau variabel makroekonomi yang dinamis, namun hal ini tidak mempengaruhi ekspektasi investor untuk menanamkan dananya pada sektor perbankan. Hal tersebut dikarenakan persepsi investor bahwa pendapatan perbankan tidak hanya berasal dari kredit konsumsi saja, melainkan juga berasal dari kredit modal kerja, kredit investasi, serta jasa-jasa perbankan lainnya yang akan mendorong perbankan untuk meningkatkan profitabilitasnya. Tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* juga dialami oleh perusahaan sektor properti seputar pelonggaran kebijakan LTV.

Hal ini juga mengindikasikan bahwa informasi pelonggaran kebijakan LTV masih belum tersebar merata di pasar sehingga pasar tidak bereaksi dan akibatnya tidak ada investor yang mendapatkan *abnormal return* karena ekspektasi investor yang sama. Informasi pada peristiwa ini tidak terserap dengan baik sehingga pasar tidak merespon atau tidak bereaksi. Meskipun pada analisis deskriptif pada periode saat dan setelah pelonggaran LTV merupakan berita buruk karena menunjukkan hasil yang negatif pada perusahaan properti tetapi tidak signifikan terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return*. Hal ini dikarenakan investor masih menggunakan strategi *wait and see* karena masih terdapat informasi yang tidak jelas mengenai prospek perusahaan properti di masa mendatang sesudah pengumuman pelonggaran kebijakan LTV. Beberapa pengembang

perusahaan properti mengatakan bahwa kebijakan pelonggaran LTV tidak terlalu signifikan berdampak pada peningkatan target penjualan properti karena porsi pembelian konsumen terhadap KPR hanya 10% hingga 15% serta mayoritas konsumen membeli dengan tunai atau tunai bertahap. Hal tersebut tentunya dipengaruhi ketidakpastian kenaikan suku bunga, devaluasi yuan, dan kurs rupiah yang berkejolak sehingga dapat menurunkan daya beli konsumen terhadap KPR dan melemahkan sektor properti. Meskipun di tahun 2015 sektor properti mengalami perlambatan tetapi hal ini tidak akan berlangsung lama karena emiten properti di Indonesia memiliki fundamental yang kuat dan akan terus berkembang. Oleh sebab itu, meskipun pelonggaran LTV tidak berdampak signifikan terhadap target penjualan properti perusahaan pengembang tetapi tidak mengurangi para investor untuk mengalihkan dananya karena mereka percaya bahwa kinerja emiten properti masih cukup baik dan mereka juga optimis bahwa pasar properti akan menyentuh pertumbuhan ekonomi sebesar 5%.

#### **Terdapat Perbedaan rata-rata trading volume activity saham perbankan dan sektor properti seputar pelonggaran kebijakan LTV**

Hasil Pengujian beda rata-rata *trading volume activity* saham perbankan dan sektor properti membuktikan terdapat perbedaan rata-rata *trading volume activity* pada periode sebelum-saat dan periode saat-setelah pelonggaran kebijakan LTV. Hal ini berarti dengan adanya pelonggaran kebijakan LTV memiliki kandungan informasi terhadap reaksi pasar yang mengakibatkan perubahan volume perdagangan saham. Berdasarkan uji statistik deskriptif bahwa rata-rata *trading volume activity* pada perbankan periode saat dan setelah pelonggaran kebijakan LTV mengalami peningkatan dari 0,0014938 ke 0,0073426. Kondisi ini terjadi karena penyebaran informasi menjelang pelonggaran kebijakan LTV oleh sebagian investor sudah menerima informasi tersebut sehingga ketika menjelang pelonggaran kebijakan LTV terdapat perbedaan *trading volume activity*.

Hal ini juga sejalan dengan periode saat dan setelah pelonggaran kebijakan LTV terdapat perbedaan *trading volume activity* pada saham sektor properti. Hasil uji statistik deskriptif rata-rata *trading volume activity* pada perusahaan properti periode saat dan setelah pelonggaran kebijakan LTV juga mengalami peningkatan dari 0,0016221 ke 0,424521. Hal ini mencerminkan bahwa peningkatan volume perdagangan saham menyebabkan likuiditas saham juga meningkat karena permintaan dan penawaran saham yang semakin besar. Tetapi terdapat perbedaan rata-rata pada *trading volume activity* ini tidak berangsur lama karena reaksi pasar kembali normal. Adanya perbedaan *trading volume activity* pada saham sektor properti dan

perbankan periode sebelum-saat dan periode saat-setelah pelonggaran kebijakan LTV mengandung informasi yang berguna untuk investor dalam mengambil keputusan investasi, sehingga pasar merespon atau bereaksi dengan adanya perubahan aktivitas volume perdagangan saham yang dilakukan investor dalam transaksi jual dan beli saham di pasar modal. Adanya reaksi pada peristiwa ini terjadi mengingat bahwa pengumuman pelonggaran kebijakan LTV dapat meningkatkan penjualan bisnis properti bagi para pengembang karena masyarakat akan tertarik untuk membeli properti sebab hanya dengan *down payment* 10% masyarakat sudah dapat melakukan transaksi jual beli properti. Berdasarkan pengumuman peristiwa tersebut, membuat ekspektasi investor positif dan merupakan *good news* bagi investor sehingga pasar merespon peristiwa tersebut dan mengindikasikan bahwa harga sekuritas dalam pasar modal bekerja dengan efisien dimana pasar menerima informasi yang relevan dalam pengambilan keputusan berinvestasi.

#### **Tidak Terdapat Perbedaan rata-rata trading volume activity saham perbankan dan sektor properti seputar pelonggaran kebijakan LTV**

Hasil pengujian beda rata-rata *trading volume activity* saham perbankan maupun saham perusahaan properti membuktikan tidak terdapat perbedaan rata-rata *trading volume activity* pada periode sebelum dan setelah pelonggaran kebijakan LTV. Hal ini menunjukkan bahwa adanya tingkat ekspektasi yang sama diantara para investor terhadap *trading volume activity* saham. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam periode yang lebih lama, peristiwa penerapan kebijakan LTV tidak memiliki kandungan informasi yang kuat sehingga mengakibatkan pasar tidak lagi bereaksi dan aktivitas perdagangan di pasar modal mulai berangsur normal.

Tidak adanya perbedaan *trading volume activity* periode sebelum dan setelah pelonggaran kebijakan LTV pada saham perbankan menunjukkan bahwa investor menghindari resiko dimana investor lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan dan lebih melihat perkembangan pasar sehingga transaksi jual beli saham dalam jumlah kecil. Mengingat kondisi makro nasional yang mengalami perlambatan pertumbuhan ekonomi pada kuartal 1 tahun 2015 hanya sebesar 4,71% atau 0,5% lebih rendah dari periode sama tahun 2014. Selain itu semakin menguatnya dollar yang mengakibatkan depresiasi rupiah mendorong naiknya harga bahan bangunan dan berdampak pada kenaikan harga jual properti.

Hal serupa juga dialami oleh perusahaan sektor properti dimana periode sebelum dan sesudah pelonggaran kebijakan LTV tidak terdapat perbedaan rata-rata *trading volume activity*. Hal ini juga mengindikasikan bahwa informasi pada peristiwa ini tidak terserap dengan baik sehingga pasar tidak

merespon atau tidak bereaksi. Nilai *trading volume activity* yang diperoleh pun relatif sama menunjukkan bahwa harga telah mencerminkan informasi yang terkait peristiwa tersebut dan mengindikasikan bahwa pasar tidak melakukan perubahan aktivitas perdagangan. Pasar tidak memberikan reaksi terhadap pengumuman pelonggaran kebijakan LTV dapat terjadi karena investor memprediksi bahwa meskipun LTV dilonggarkan tetapi tidak akan berdampak kenaikan penjualan properti artinya tidak memberikan perubahan terhadap bisnis properti karena merupakan dampak perlambatan kondisi makro nasional yang terus mengalami perlambatan sejak kuartal 4 tahun 2013 hingga tahun 2015.

Selain itu, pertumbuhan ekonomi juga melambat hal ini dibuktikan berdasarkan data Badan Pusat Statistik (BPS) sepanjang tahun 2015 hanya 4,79% dibandingkan periode sebelumnya sebesar 5,02%. Pengumuman pelonggaran kebijakan LTV diiringi dengan adanya sistem KPR inden yang hanya berlaku untuk hunian pertama. Dalam hal ini pengembang harus menyetor jaminan ke bank senilai dengan harga rumah yang ditawarkan lewat KPR. Aturan ini tentu saja membuat pengembang gelisah terutama skala kecil yang tidak memiliki dana karena hal itu berarti pengembang harus mempunyai banyak dana untuk membayar pembangunan bisnis properti. Tujuan KPR inden ini hanya berlaku untuk hunian pertama karena untuk mencegah adanya *moral hazard* pengembang terhadap konsumennya. Tetapi dengan adanya sistem KPR inden ini menyebabkan penurunan terhadap penjualan properti meskipun LTV sudah dilonggarkan.

## **PENUTUP**

### **Kesimpulan**

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa:

1. Tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pelonggaran kebijakan LTV. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perubahan nilai *abnormal return* dan *trading volume activity* yang berbeda pada periode sebelum dan sesudah peristiwa. Dengan tidak adanya reaksi pasar periode sebelum dan setelah kebijakan pelonggaran LTV maka aktivitas pasar modal berangsur normal karena investor mempunyai ekspektasi yang sama dalam merespon kebijakan pelonggaran LTV. Menurut beberapa pengembang perusahaan properti mengatakan bahwa kebijakan pelonggaran LTV tidak terlalu signifikan berdampak pada peningkatan target penjualan properti karena hal ini dipengaruhi oleh ketidakpastian kenaikan suku bunga, devaluasi yuan, dan kurs rupiah yang bergejolak sehingga dapat menurunkan daya beli konsumen terhadap KPR dan melemahkan sektor properti. Meskipun

pelonggaran LTV tidak berdampak pada target penjualan properti perusahaan pengembang tetapi tidak mengurangi para investor untuk mengalihkan dananya karena mereka percaya bahwa kinerja emiten properti masih cukup baik.

2. Pelonggaran kebijakan LTV menimbulkan reaksi pasar yang bersifat sesaat dan tidak berkepanjangan pada saham perbankan dan perusahaan properti. Hal ini ditunjukkan dengan adanya perbedaan *trading volume activity* pada periode sebelum-saat dan saat-setelah. Tetapi reaksi ini tidak berlangsung lama yaitu pada periode sebelum dan setelah tidak terdapat perbedaan rata-rata *trading volume activity* pada saham perbankan dan perusahaan properti. Adanya reaksi pasar yang sesaat ini dikarenakan adanya ekspektasi investor bahwa pelonggaran kebijakan LTV merupakan berita baik (*good news*) bagi investor sehingga pasar merespon atau bereaksi dengan adanya perubahan aktivitas volume perdagangan saham. Berdasarkan teori efisiensi pasar modal, pasar modal Indonesia termasuk efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Hal ini dibuktikan bahwa tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi pelonggaran kebijakan LTV untuk mendapatkan *abnormal return*.

#### Saran

Berdasarkan penjelasan kesimpulan sebelumnya, maka peneliti dapat memberikan saran-saran sebagai berikut:

1. Bagi investor diharapkan mempertimbangkan segala keputusan yang diambil terkait dengan investasi dalam menyikapi informasi yang dipublikasikan. Selain itu investor sebaiknya bersikap rasional dalam menghadapi faktor-faktor ekstern yang akan mempengaruhi keputusan investasi di pasar modal.
2. Bagi perusahaan properti diharapkan lebih fokus dalam meningkatkan kinerja emitennya dengan cara memperbaiki kondisi fundamentalnya dengan baik. Hal ini penting karena sebagai sumber pertimbangan penilaian bagi investor untuk menanamkan dananya.
3. Bagi peneliti selanjutnya diharapkan penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi data empiris dalam pembelajaran tentang pengujian efisiensi pasar dan studi peristiwa.

#### DAFTAR BACAAN

- Eugene F, Fama. 1970. *Efficient Capital Market A Review of Theory and Empirical Work. Vol 25. Journal of Finance*
- Eugene F, Fama. 2010. *Efficient Capital Market A Review of Theory and Empirical Work. Vol 25. Journal of Finance*
- Gumanti, Tatang.. 2011. *Manajemen investasi, konsep, Teori dan Aplikasi*. Penerbit : Mitra Wacana Media, Jakarta

Jogiyanto, Hartono. 2010. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Edisi Pertama BPFE Yogyakarta.

Suryawijaya et.al. 1998. *Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event study peristiwa 27 juli 1996)*. Jurnal Kelola No 18 /VII.1998.