

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia
Volume 9 Nomor 2, Desember 2012

JENIS INDUSTRI, KEPEMILIKAN SAHAM ASING DAN REAKSI PASAR MODAL AKIBAT SERANGAN BOM TERORIS

Cynthia Afriani Utama

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Indonesia
cynthiautama@gmail.com

Lina Hapsari

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Indonesia

Abstract

The purpose of this study is to investigate whether the Indonesian stock market reacts to terrorist bomb attack, and whether the Indonesian stock market reaction to terrorist bomb attack is affected by industry type and foreign ownership. Using data of terrorist bomb attack from 2000 until 2006, event study test shows that generally Indonesia capital market reacts negatively to terrorist bomb attack. Further, the multiple regression analysis shows that the stock market reaction is more negative for tourism industry than other industries while foreign ownership does not influence the stock market reaction. Thus, this study corroborates previous studies showing that terrorist attack is deemed as bad news in capital market and consequently will negatively affect the investment decision (Chen dan Siem 2004).

Keywords : *event study, cumulative abnormal return, tourism industry, proportion of foreign ownership*

Abstrak

Tujuan utama penelitian ini adalah menginvestigasi reaksi pasar modal di Indonesia terhadap serangan bom teroris, dan pengaruh jenis industri (industri pariwisata atau industri lainnya) dan proporsi kepemilikan saham asing terhadap reaksi tersebut. Berdasarkan data serangan bom teroris dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2006, uji *event study* menunjukkan bahwa secara umum pasar modal Indonesia bereaksi negatif terhadap serangan bom teroris. Lebih lanjut, hasil analisis regresi memperlihatkan bahwa reaksi pasar modal terhadap serangan bom teroris akan lebih negatif untuk industri pariwisata dibandingkan industri lainnya. Sementara reaksi pasar modal tersebut tidak tergantung pada proporsi kepemilikan asing di Indonesia. Oleh karena itu, temuan ini konsisten dengan studi di luar negeri yang mengimplikasikan bahwa pasar umumnya menganggap peristiwa serangan teroris merupakan berita buruk dan dapat mempengaruhi keputusan investasi (Chen dan Siem 2004).

Kata kunci : *event study, cumulative abnormal return, industri pariwisata, proporsi kepemilikan saham asing*

LATAR BELAKANG

Informasi memiliki peranan yang sangat penting dalam pasar modal, hal ini mengingat bahwa harga merupakan refleksi semua informasi yang relevan (*Efficient Market Hypothesis*). Informasi publik digunakan investor untuk mengambil keputusan

investasi, antara lain informasi yang berkaitan dengan kondisi fundamental perusahaan seperti laporan keuangan dan pengumuman tindakan korporasi (*corporate action announcement*) serta faktor makroekonomi seperti tingkat pertumbuhan industri, tingkat inflasi, dan tingkat suku bunga. Namun, tidak dapat dipungkiri pula bahwa peristiwa non

makroekonomi dapat berdampak pada pasar modal. Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa reaksi pasar modal dipengaruhi oleh informasi non makroekonomi seperti wabah pandemik Avian Flu dan wabah SARS (*Severe Acute Respiratory Syndrome*) di negara-negara Asia (Chen dan Kim 2007), perang Irak 2003 (Guidolin dan Ferrara 2005), serta serangan teroris (Chen dan Siem 2004).

Lebih lanjut, reaksi pasar modal terhadap informasi ditentukan oleh jenis industri yang berada di pasar modal. Drakos (2004) menemukan bahwa serangan teroris di *World Trade Center* (WTC), Amerika Serikat, pada tahun 2001, mengakibatkan industri penerbangan mengalami reaksi pasar modal yang lebih buruk dibandingkan industri lainnya. Reaksi pasar modal yang lebih buruk menimpa industri penerbangan karena investor memprediksi bahwa serangan teroris memberikan dampak lebih buruk terhadap kinerja industri penerbangan selanjutnya dibandingkan industri lainnya, misalnya turunnya jumlah pengguna penerbangan, penurunan *cash flow* perusahaan (Wei dan Zhang 2008), serta tingginya biaya operasional. Bhattarai et al. (2005) menyatakan bahwa serangan teroris yang menyebabkan terbunuhnya raja dan keluarganya di Nepal tahun 2001 (peristiwa ini dikenal dengan nama Perang Maoist) mengakibatkan penurunan kedatangan turis asing sebanyak 42% di Nepal selama tahun 2001-2003. Selanjutnya, kinerja keuangan industri pariwisata dan perhotelan makin menurun dan memaksa perusahaan untuk mengurangi biaya operasional dan melakukan pengurangan jumlah karyawan.

Selain jenis industri, faktor lain yang menentukan reaksi pasar modal adalah kepemilikan asing di dalam perusahaan. Kim et al. (2008) menyatakan bahwa investor asing memiliki peranan yang kuat di negara berkembang, contohnya adalah Korea yang memiliki lebih dari 40% investasi asing yang berasal dari negara Amerika Serikat dan Inggris. Ahmadjian dan Robbins (2005) menunjukkan investor asing lebih memiliki pengaruh dibandingkan investor lokal di Jepang karena investor asing memiliki informasi dan evaluasi

yang lebih akurat dari jaringan global serta kompetensi dan pengalaman lebih baik untuk kekayaan pemegang saham.

Umumnya, investor asing lebih sensitif terhadap publikasi, khususnya publikasi yang terkait dengan informasi stabilitas keamanan dan politik (Deliarnov 2005). Serangan bom teroris tanggal 26 November 2008 di Mumbai India menyebabkan banyaknya penarikan dana oleh investor asing dari negara tersebut karena menurunnya tingkat kepercayaan investor asing terhadap stabilitas keamanan di India (Thompson 2008). Dengan demikian, semakin besar kepemilikan investor asing pada sebuah perusahaan dibandingkan investor lokal maka serangan teroris akan membuat reaksi pasar dari perusahaan-perusahaan yang didominasi pihak asing akan lebih negatif atau buruk dibandingkan perusahaan lainnya. Selain itu, investor asing memiliki tingkat diversifikasi yang lebih tinggi untuk mengurangi risiko portofolio aset mereka dibandingkan dengan investor lokal. Akibatnya investor asing mudah keluar dari pasar modal jika terjadi serangan teroris (Bodie et al. 2005). Berdasarkan penjelasan di atas, reaksi pasar modal akibat serangan teroris diduga akan lebih buruk jika proporsi kepemilikan asing di dalam perusahaan lebih besar dibandingkan dengan investor lokal.

Penelitian sebelumnya terkait dengan serangan teroris di luar negeri antara lain adalah Chen dan Siem (2004) dan Drakos (2010) yang membahas bagaimana serangan teroris memberikan dampak negatif bagi pasar modal global dan sektor perbankan, sementara Carter dan Simkins (2004) menemukan bahwa serangan teroris tanggal 11 September 2001 menimbulkan reaksi pasar yang berbeda di dalam industri penerbangan di Amerika Serikat. Hasil Carter dan Simkins (2004) menunjukkan bahwa reaksi pasar dari industri penerbangan terhadap serangan teroris ditentukan oleh cadangan kas (*cash reserves*) yang dimiliki oleh perusahaan dalam industri tersebut. Perusahaan kecil (*non-major airlines*) di dalam industri penerbangan memiliki reaksi pasar yang lebih negatif dibandingkan perusahaan besar (*major airlines*). Oleh karena perusahaan

kecil cenderung memiliki cadangan kas yang rendah, serangan teroris akan menyebabkan kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*) pada perusahaan kecil semakin besar. Lebih lanjut, penelitian di Indonesia terkait serangan teroris antara lain dilakukan oleh Nasution (2008). Penelitian ini membahas reaksi pasar pada berbagai sektor industri akibat beberapa peristiwa peledakan bom (Bom Bali I, Bom JW Marriot, Bom Kedubes Australia). Sepanjang pengetahuan penulis, penelitian di Indonesia yang meneliti berbagai faktor penentu reaksi pasar modal akibat serangan teroris (e.g., fundamental perusahaan seperti kinerja keuangan atau tipe industri) masih sangat jarang. Berdasarkan uraian yang telah diungkapkan di atas, tujuan penelitian ini adalah untuk menginvestigasi reaksi pasar modal di Indonesia terhadap peristiwa serangan bom teroris, dan pengaruh jenis industri (industri pariwisata atau industri lainnya) dan proporsi kepemilikan saham asing terhadap reaksi tersebut.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Reaksi Pasar Modal terhadap Serangan Teroris/Militer

Berbagai penelitian sebelumnya menunjukkan bagaimana reaksi pasar modal terhadap serangan teroris atau militer. Chen dan Siems (2004) meneliti pengaruh serangan teroris/militer terhadap pasar modal global dari tahun 1915 sampai 2001 termasuk serangan militer Irak ke Kuwait dan serangan teroris pada WTC tanggal 11 September 2001. Hasil penelitian menunjukkan bahwa reaksi pasar dari 33 pasar modal menunjukkan reaksi negatif terhadap serangan teroris terhadap WTC tanggal 11 September 2001. Dari 33 pasar modal di dunia, 31 (94%) memiliki *abnormal returns* (ARs) negatif dan signifikan, sementara 2 pasar modal di dunia memiliki reaksi negatif tetapi kurang signifikan (*marginally significant*). Lebih lanjut, Tabel 1 menunjukkan bahwa reaksi pasar modal di Amerika setelah lima hari dan sepuluh hari setelah terjadi serangan

teroris/militer lebih negatif dibandingkan dengan pada saat terjadi serangan tersebut.

Penelitian Chen dan Siems (2004) dipertegas oleh hasil penelitian Drakos (2010) yang menunjukkan bahwa serangan teroris memberikan reaksi negatif pada 22 pasar modal di dunia, dan serangan teroris merupakan indikator persepsi investor (*mood proxy*), yakni kejadian tersebut memperburuk sentimen investor dan konsekuensinya memberikan tekanan negatif pada harga saham (*sentiment effect*).

Berbagai studi empiris di atas menunjukkan bahwa peristiwa serangan teroris/militer akan memengaruhi kepercayaan investor terhadap pasar modal. Kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan-perusahaan yang berada di pasar modal akan turun karena investor memprediksi bahwa arus kas perusahaan di masa mendatang akan terganggu akibat serangan teroris/militer. Konsekuensinya, investor akan meminta tingkat pengembalian yang tinggi akibat risiko fundamental perusahaan yang makin meningkat atau harga saham di pasar modal cenderung menurun.

Perbedaan Reaksi Pasar Modal terhadap Serangan Teroris/Militer dan Peristiwa Non-Ekonomi Makro Lainnya berdasarkan Jenis Industri dan Kepemilikan Asing

Perbedaan Reaksi Pasar Modal terhadap Serangan Teroris/Militer dan Peristiwa Non-Ekonomi Makro Lainnya Berdasarkan Jenis Industri

Cam (2006) dalam Ramiah et al. (2010) memberikan analisis secara terinci mengenai dampak serangan teroris 11 September serta peledakan bom di Bali dan Madrid terhadap indeks saham industri di Amerika Serikat. Hasilnya menunjukkan bahwa serangan teroris 11 September memberikan dampak negatif pada pasar modal di Amerika. Dampak negatif lebih buruk dialami oleh industri penerbangan, pariwisata, dan perhotelan, sementara industri penyediaan air bersih, pertahanan, dan telekomunikasi menunjukkan reaksi pasar positif. Sebelumnya, Bradford

Tabel 1
Reaksi Pasar Modal di Amerika Akibat Serangan Teroris/Militer

Serangan Teroris/Militer	Tanggal Peristiwa	<i>Event-day AR</i>	CAR (0,+5)	CAR (0,+10)
Peledakan Kapal Lusitania	7 Mei 1915	-5,26%	-16,08%	-12,30%
Serangan Pearl Harbor	7 Desember 1941	-2,75%	-3,09%	-6,42%
Penembakan Kent State	4 Mei 1970	-2,65%	-3,53%	-4,78%
Pengeboman WTC	26 Februari 1993	-0,06%	-0,17%	-0,59%
Serangan Teroris 11 September	11 September 2001		-10,57%	-7,90%

Sumber: Chen dan Siem (2004)

dan Robison (1997) menunjukkan pula bahwa serangan militer Irak terhadap Kuwait mengakibatkan perusahaan yang berada dalam industri manufaktur kendaraan untuk rekreasi (*recreational vehicles*) mengalami kerugian lebih besar dibandingkan industri lainnya, sementara anak perusahaan dari penghasil minyak (*oil-producing subsidiaries*) dan industri pertahanan (*substantial defense industry*) mengalami kerugian paling rendah dibandingkan industri lainnya. Alasannya, industri kendaraan untuk rekreasi memproduksi lini produk terbatas dan sulit untuk mengganti *product mix* mereka jika terjadi *oil shock*. Dengan kata lain, *recreational vehicles* memiliki elastisitas pendapatan dan elastisitas harga minyak yang tinggi sehingga bila terjadi *oil shock* maka permintaan terhadap produk industri tersebut akan turun drastis. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor menggunakan *industry-specific information* sebagai dasar evaluasi dari dampak kejadian makroekonomi yang tidak terduga. Hasil Bradford dan Robison (1997) yang didukung oleh Chen dan Siems (2004) menemukan bahwa pasar modal Amerika Serikat lebih stabil terhadap dampak serangan militer Irak ke Kuwait dan serangan teroris tanggal 11 September 2001 dibandingkan dengan pasar modal global. Dengan kata lain, indeks harga saham di pasar modal Amerika Serikat relatif tidak bergejolak tajam dibandingkan pasar global. Hal ini dikarenakan sektor perbankan dan keuangan Amerika Serikat memberikan kecukupan likuiditas yang mendorong stabilitas pasar dan meminimalisasi kepanikan.

Perbedaan tingkat reaksi pasar di tiap industri tidak hanya terhadap peristiwa

serangan teroris/militer. Chen dan Kim (2007) menemukan bahwa reaksi pasar terhadap publikasi wabah penyakit gangguan pernapasan akut (*severe acute respiratory syndrome* atau disingkat SARS)¹ ditentukan pula oleh jenis industri. Kasus SARS bermula dari negara Cina bagian selatan, provinsi Guangdong, pada pertengahan November 2002, dan menarik perhatian dunia pada tahun 2003. Pada 11 Februari 2003, Menteri Kesehatan Cina melaporkan telah terjadi 300 kasus SARS. Wabah ini memberikan penurunan imbal hasil pada berbagai sektor industri di pasar modal Taiwan. Namun, sektor pariwisata mengalami penurunan imbal hasil paling buruk setelah satu bulan publikasi SARS dibandingkan dengan 11 sektor industri lainnya (lihat Tabel 2).

Lebih lanjut, industri pariwisata bereaksi negatif paling buruk terhadap berita wabah SARS yang terjadi di Taiwan tanggal 22 April 2003, bahkan hingga sepuluh hari sesudahnya (0,+10). Hasil penelitian membuktikan bahwa reaksi pasar modal yang terukur melalui imbal hasil abnormal kumulatif (*cumulative abnormal return* atau CAR) untuk industri pariwisata adalah yang paling rendah, yaitu -4,49% dibandingkan 8 sektor industri lainnya. Sementara, CAR untuk industri lainnya adalah sebagai berikut: industri otomotif -3,01%, industri perbankan -3,12%, industri kimia -3,19%, industri konstruksi -4,04%, industri toko perbelanjaan -2,51%, industri makanan -3,53%, industri plastik -2%, industri tekstil -4,09%. Dengan kata lain, industri pariwisata

¹ SARS merupakan penyakit pernafasan dengan gejala seperti pneumonia.

Tabel 2
Pengaruh Wabah SARS pada Imbal Hasil Saham dalam Kurun Waktu Satu Bulan (April 2003-Mei 2003) di Berbagai Sektor Industri

Industri	Pariwisata	Tekstil	Otomotif	Konstruksi	Makanan	Kimia
Return	-28.91%	-14.97%	-13.85%	-11.95%	-11.66%	-10.03%
Industri	Plastik	Transportasi	<i>Department Stores</i>	Perbankan dan Asuransi	Elektrik	<i>Composite</i>
Return	-8.18%	-7.52%	-5.39%	-3.91%	-1.36%	-5.56%

Sumber: Chen dan Kim (2007)

akan memiliki prospek paling buruk akibat adanya wabah SARS. Hal ini dibuktikan dengan adanya penurunan kinerja perhotelan dan harga sahamnya di pasar modal (Chen dan Kim 2007).

Reaksi pasar modal Indonesia terhadap peristiwa peledakan bom (Bom Bali I, Bom JW Marriot, dan Bom Kedubes Australia) diteliti salah satunya oleh Nasution (2008). Hasil penelitian Nasution (2008) pada Tabel 3 menunjukkan bahwa reaksi semua sektor industri (i.e., *cumulative abnormal return*) rata-rata adalah negatif, tetapi penelitian ini hanya menginvestigasi reaksi pasar dari berbagai industri saja dan tidak melihat lebih jauh apakah reaksi pasar tersebut ditentukan oleh faktor fundamental perusahaan seperti jenis industri dan kepemilikan asing.² Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis pertama dari penelitian ini adalah:

H₁ : Reaksi pasar modal terhadap serangan bom teroris akan lebih negatif untuk industri pariwisata dibandingkan dengan industri lainnya.

Perbedaan Reaksi Pasar Modal terhadap Serangan Teroris/Militer dan Peristiwa Non-Ekonomi Makro Lainnya Berdasarkan Jenis Kepemilikan Asing

Bradford dan Robison (1997) menyatakan bahwa investor menggunakan pula informasi fundamental perusahaan seperti laporan keuangan untuk merevisi ekspektasi nilai

perusahaan di masa depan akibat peristiwa ekonomi makro yang tak terduga (misalnya, serangan militer Irak terhadap Kuwait). Perusahaan yang memiliki fleksibilitas keuangan lebih baik akan lebih tahan terhadap kejadian makroekonomi yang tidak terduga. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang besar dan likuiditas tinggi merupakan indikasi kemampuan perusahaan yang lebih baik dalam menghadapi kejadian makroekonomi yang tidak terduga. Ukuran perusahaan yang semakin besar menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari penjualan aset atau tindakan manajemen lainnya dan likuiditas terkait dengan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek atau menangkap peluang yang ada. Sementara utang perusahaan yang semakin besar menunjukkan kemungkinan perusahaan lebih rentan terhadap kejadian makroekonomi yang tidak terduga karena pembayaran bunga utang akan memperburuk kondisi perusahaan yang sudah terpuruk akibat kejadian makroekonomi yang tidak terduga.

Lebih lanjut, penelitian Carter dan Simkins (2004) menemukan bahwa serangan teroris 11 September 2001 di Amerika, selain mengakibatkan industri penerbangan mengalami reaksi paling negatif, fundamental perusahaan lainnya turut menentukan, yaitu *cash reserves*. Perusahaan penerbangan yang memiliki kas dan aset setara kas yang rendah mengalami dampak lebih buruk karena pasar memprediksi kemampuan perusahaan tersebut untuk bertahan dalam jangka panjang rendah. Namun, penelitian ini tidak menemukan

² Artinya, penelitian hanya menghitung *cumulative abnormal return* (CAR) tetapi tidak melanjutkan pengaruh jenis industri dan kepemilikan asing terhadap CAR melalui analisis regresi.

Tabel 3
Reaksi 9 Sektor Industri terhadap Peledakan Bom

Sektor	Bom Bali I	Bom JW Marriot	Bom Kedubes Australia
Pertanian	Signifikan negatif pada t+1	Signifikan negatif pada t+2	Signifikan negatif pada t+1
Pertambangan	Signifikan negatif pada t+1	Signifikan negatif pada t+2	Tidak Signifikan
Industri Dasar	Signifikan negatif pada t+2	Signifikan negatif pada t+1	Signifikan negatif pada t+1
Aneka Industri	Signifikan negatif pada t+2	Signifikan negatif pada t+1	Signifikan negatif pada t+2
Barang Konsumsi	Signifikan negatif pada t-0	Signifikan negatif pada t+1	Signifikan negatif pada t-0
Properti	Signifikan negatif pada t-0	Signifikan negatif pada t-0	Signifikan negatif pada t+2
Infrastruktur	Signifikan negatif pada t+2	Signifikan negatif pada t+2	Signifikan negatif pada t-0
Keuangan	Signifikan negatif pada t+2	Signifikan negatif pada t+2	Signifikan negatif pada t+2
Perdagangan	Signifikan negatif pada t+2	Signifikan negatif pada t+2	Signifikan negatif pada t-0

Sumber: Nasution (2008).

pengaruh ukuran perusahaan, utang, dan kinerja perusahaan terhadap reaksi pasar akibat serangan teroris.

Faktor lainnya yang berpengaruh terhadap reaksi pasar akibat serangan teroris/militer adalah struktur kepemilikan perusahaan, yaitu investor asing. Investor asing memiliki peranan penting bagi negara-negara berkembang, salah satunya di negara Korea. Ahmadjian dan Robbins (2005) menyatakan investor asing lebih memiliki pengaruh dibandingkan dengan investor lokal. Pengaruh investor asing terhadap berbagai tindakan atau kinerja perusahaan yang lebih besar dibandingkan dengan investor lokal didasari oleh dua alasan. Pertama, ancaman untuk keluar oleh investor asing merupakan cara yang efektif untuk memengaruhi keputusan perusahaan di Korea. Kedua, pengaruh investor asing dalam perusahaan lebih besar dibandingkan investor lokal yang lebih pasif karena investor asing lebih aktif menekan manajemen untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Jika manajemen terlihat kurang produktif maka mereka akan mengganti manajemen dengan yang baru. Investor asing akan bereaksi cepat terhadap serangan teroris/militer dengan mencari instrumen keuangan yang lebih aman dan mengakibatkan *panic selling* pada pasar modal (Chen dan Siem 2004). Deliarnov (2005) menjelaskan, kepanikan awal ini

memiliki potensi untuk berubah menjadi penarikan dana besar-besaran karena investor asing lebih sensitif terhadap publikasi berita yang terkait dengan kestabilan politik, hingga para investor dapat menarik dana mereka bila timbul ketidakpercayaan untuk menanamkan modal di negara tersebut. Contoh lainnya adalah serangan teroris pada tanggal 26 November 2008 di kota Mumbai, India, yang menewaskan lebih dari 200 orang. Peristiwa peledakan bom tersebut mengakibatkan banyaknya penarikan dana asing dari India karena kekhawatiran investor asing terhadap stabilitas keamanan di India (Thompson 2008).

Pasar modal Indonesia sendiri merupakan pasar modal yang masih didominasi oleh investor asing. Rhee dan Wang (2009) menyebutkan bahwa dari Januari 2002 sampai dengan Agustus 2007, institusi asing memiliki hampir 70 % saham perusahaan yang memang diperuntukkan untuk investasi publik (*free-float value*) di pasar modal Indonesia atau 41% dari total kapitalisasi pasar. Sementara itu, total kepemilikan asing di tahun 2012 adalah 54,85% dan pemilik modal lokal sebesar 45,15%, artinya kepemilikan asing masih mendominasi pasar modal (Tempo 2012). Lebih lanjut, Rhee dan Wang (2009) menyatakan bahwa kepemilikan asing tersebut mengakibatkan likuiditas pasar modal Indonesia cenderung menurun karena: 1) konsentrasi kepemilikan

asing yang tinggi mengakibatkan informasi asimetris di pasar modal Indonesia meningkat; 2) konsentrasi kepemilikan asing yang tinggi mengakibatkan institusi asing menjadi pihak dalam perusahaan (*corporate insiders*) dan akibatnya, mereka cenderung tidak aktif melakukan perdagangan di pasar modal atau menerapkan strategi beli saham dan menjualnya dalam jangka panjang (*buy-and-hold strategy*). Sementara Gul et al. (2010) menyatakan bahwa kepemilikan investor asing mempercepat reaksi harga saham terhadap informasi privat perusahaan atau mencegah harga saham yang kurang informatif (*synchronicity*). Gul et al. (2010) menyimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan yang merupakan ciri negara berkembang mengakibatkan pemegang saham kendali cenderung menutupi informasi privat perusahaan dan menurunkan perdagangan berbasis informasi (*informed trading*), pada akhirnya harga saham yang tercipta di pasar modal cenderung kurang informatif (*synchronous stock price*).

Lebih lanjut, Chen et al. (2013) menunjukkan bahwa kepemilikan institusi asing, baik keuangan maupun non keuangan di pasar modal Shanghai dan Shenzhen di Cina selama 11 tahun, yaitu dari tahun 1998 sampai 2008, meningkatkan volatilitas imbal hasil saham. Volatilitas imbal hasil saham yang meningkat menggambarkan peningkatan risiko pasar modal Cina akibat terintegrasi dengan pasar modal negara lainnya dan konsekuensinya, penilaian imbal hasil saham harus memperhitungkan premi risiko global. Berdasarkan uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa keberadaan investor asing di pasar modal memengaruhi *liquidity*, *synchronicity*, maupun *volatility* imbal hasil saham sehingga diduga kepemilikan investor asing menentukan pula bagaimana reaksi pasar modal terhadap serangan bom teroris. Oleh karena itu, hipotesis kedua penelitian adalah:

H₂: Reaksi pasar akibat serangan bom teroris akan lebih negatif untuk perusahaan dengan kepemilikan asing dibandingkan dengan perusahaan tanpa kepemilikan asing.

METODE PENELITIAN

Pengukuran Variabel

Reaksi pasar dilihat berdasarkan *cumulative abnormal return* (CAR) saham. Untuk memperoleh nilai CAR diperlukan perhitungan *daily abnormal return* (AR) untuk setiap indeks sektoral yang diestimasi dengan formula sebagai berikut :

$$\hat{e}_i = R_i - \beta R_m \dots\dots(1)$$

yaitu

R_{it} = imbal hasil indeks sektoral i untuk hari t

R_{mt} = imbal hasil pasar IHSG untuk hari t

\hat{e}_i = *excess return* atau *abnormal return* dari sekuritas i pada hari t

β = nilai *systematic risk* dari indeks sektoral i

Koefisien regresi atau beta (β) diestimasi melalui regresi persamaan berikut :

$$R_i = a + \beta R_m + e_i \dots\dots(2)$$

yaitu

a = *intercept* yang dihasilkan dari olahan regresi imbal hasil harian pasar dengan imbal hasil harian indeks sektoral selama 210 hari

R_{it} = imbal hasil indeks sektoral selama 210 hari sebelum hari t (periode pengamatan dari hari k sampai dengan hari l)

R_{mt} = imbal hasil pasar IHSG selama 210 hari sebelum hari t (periode pengamatan dari hari k sampai dengan hari l)

e_i = *residual error* yang menggambarkan kemungkinan risiko lainnya yang tidak terkandung pada beta atau *systematic risk*

Selanjutnya, *Cumulative abnormal return* (CAR) dari indeks sektoral selama periode pengamatan dari hari k sampai dengan hari l adalah :

$$CAR_{it} = \sum_{t=k}^l AR_{it} \dots\dots(3)$$

CAR dengan demikian mencakup seluruh pergerakan indeks sektor industri untuk sepanjang periode pengamatan ketika pasar kemungkinan bereaksi terhadap informasi peledakan bom.

Berdasarkan Tabel 5, *event date* ($t=0$) yang digunakan adalah tanggal pada saat kejadian untuk peristiwa peledakan bom siang hari sedangkan *event date* ($t=0$) pada hari yang paling dekat dengan tanggal kejadian digunakan untuk peristiwa yang terjadi pada malam hari atau hari libur. Penggolongan ini dilakukan dengan asumsi publikasi berita yang begitu luas dan cepat sehingga informasi dapat diketahui oleh masyarakat tidak lama setelah peristiwa terjadi, diduga pasar akan langsung bereaksi akibat peristiwa tersebut. Sebagai contoh, ketika peledakan gedung bursa efek Jakarta pada pukul 15.30 WIB terjadi, bursa masih dibuka, sehingga *event date* ($t=0$) diambil pada tanggal kejadian yaitu 13 September 2000. Sementara itu, untuk peristiwa bom malam tahun baru digunakan *event date* ($t=0$) pada hari pertama bursa dibuka kembali mengingat peristiwa terjadi pada saat bursa tutup dan dibuka lagi dua hari sesudahnya sehingga digunakan tanggal kejadian ($t=0$) yaitu 2 Januari 2002.

Selain itu, berbeda dengan *event study* yang menggunakan pengumuman *corporate action*, serangan teroris tidak memiliki kemungkinan kebocoran informasi (*leakage information*). Oleh karena itu, pada penelitian ini digunakan dua *event window*, yaitu hari pada saat kejadian hingga satu hari sesudahnya (hari 0 sampai hari +1), dan hari pada saat kejadian hingga dua hari sesudahnya (hari 0 sampai hari +2).

Sampel

Penelitian ini menggunakan data daftar peledakan bom teroris di Indonesia kurun waktu tahun 2000 sampai dengan tahun 2005. Data tersebut merupakan ringkasan dari berita Kompas edisi 8 Oktober 2005 yang dimuat pada situs http://id.wikipedia.org/wiki/Daftar_serangan_teroris_di_Indonesia. Kriteria sampel yang digunakan adalah publikasi peledakan bom dilakukan selama dua hari berturut-turut dan dipublikasikan

minimal oleh dua media ternama di Indonesia. Daftar serangan teroris tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.

Data Indeks Harga Saham Gabungan, indeks perdagangan harian dari masing-masing sektor industri, dan proporsi kepemilikan asing dalam laporan tahunan diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. Oleh karena proporsi kepemilikan saham asing berasal dari masing-masing emiten dalam sektor industri, nilai proporsi kepemilikan saham asing dari tiap sektor merupakan rata-rata kepemilikan saham asing dari seluruh emiten untuk tiap sektor industri.

Model Empiris

Untuk melihat pengaruh tipe industri dan proporsi kepemilikan asing terhadap reaksi pasar modal akibat peledakan bom teroris yang terukur melalui CAR, model penelitian yang digunakan adalah persamaan regresi yang diformulasikan sebagai berikut:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1 DIND_i + \beta_2 PKSA_i + \varepsilon_i \dots (4)$$

yaitu,

CAR_j : *Cumulative Abnormal Return* untuk indeks sektoral i selama periode pengamatan t (meliputi interval dari hari k sampai l)

α : intersep

β_1, β_2 : *slope*

DIND : *Dummy* industri

DIND = 1 untuk industri pariwisata

DIND = 0 untuk industri lainnya.

Sektor industri pariwisata menggunakan data indeks sektor perdagangan, jasa, dan investasi karena industri pariwisata merupakan sub sektor dari industri perdagangan, jasa, dan investasi.³

³ Pada saat penelitian dilakukan, terdapat 9 (sembilan) indeks sektoral, yaitu industri pertanian; dasar kimia; pertambangan; aneka industri; barang konsumsi; infrastruktur, utilitas, dan transportasi; properti; keuangan; perdagangan, jasa, dan investasi. Oleh karena itu, dummy dengan nilai 1 (satu) hanya untuk indeks sektoral keuangan, perdagangan, jasa, dan investasi, sementara 8 (delapan) indeks lainnya dinyatakan dengan nilai 0 (nol). Namun, indeks sektoral perdagangan, jasa, dan investasi meliputi pula perusahaan di luar industri

Tabel 4
Daftar Peledakan Bom Teroris di Indonesia kurun waktu Tahun 2000-2005

No.	Peledakan Bom	Tanggal Peristiwa	1 Jam Kejadian	t=0
1	Bom Kedubes Filipina, Jakarta	1 Agustus 2000	12.25 WIB	1 Agustus 2000
2	Bom Kedubes Malaysia, Jakarta	27 Agustus 2000	22.20 WIB	28 Agustus 2000
3	Bom Gedung Bursa Efek Jakarta	13 September 2000	15.30 WIB	13 September 2000
4	Bom Malam Natal	24 Desember 2000	21.00 WIB	2 Januari 2001
5	Bom Plaza Atrium Senen, Jakarta	23 September 2001	10.30 WIB	24 September 2001
6	Bom Restoran KFC, Makassar	12 Oktober 2001	04.00 WITA	12 Oktober 2001
7	Bom Malam Tahun Baru	1 Januari 2002	03.30 WIB	2 Januari 2002
8	Bom Bali I	12 Oktober 2002	23.15 WITA	14 Oktober 2002
9	Bom Restoran McDonald's, Makassar	5 Desember 2002	20.20 WITA	11 Desember 2002
10	Bom Kompleks Mabes Polri, Jakarta	3 Februari 2003	07.10 WIB	3 Februari 2003
11	Bom Bandara Cengkareng, Jakarta	27 April 2003	06.30 WIB	28 April 2003
12	Bom JW Marriott, Jakarta	5 Agustus 2003	12.45 WIB	5 Agustus 2003
13	Bom Café Palopo, Sulawesi	10 Januari 2004	22.45 WITA	12 Januari 2004
14	Bom Kedubes Australia, Jakarta	9 September 2004	10.15 WIB	9 September 2004
15	Bom di Gereja Immanuel, Palu	12 Desember 2004	19.15 WITA	13 Desember 2004
16	Bom Ambon	21 Maret 2005	21.30 WITA	22 Maret 2005
17	Bom Bali II	1 Oktober 2005	20.00 WITA	3 Oktober 2005
18	Bom Palu	31 Desember 2005	07.35 WITA	2 Januari 2006

Sumber: Kompas (2005)

PKSA : Persentase kepemilikan saham asing.

ε : *error term*

i : data observasi ke- i

t : data pengamatan interval dari hari k sampai l

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Reaksi Pasar Modal Indonesia dan Sektor Industri terhadap Serangan Teroris

Tabel 5 menunjukkan bahwa reaksi pasar modal Indonesia terhadap 18 serangan bom teroris menunjukkan rata-rata imbal hasil negatif pada saat peristiwa tersebut terjadi kecuali 5 (lima) serangan bom teroris termasuk bom Ambon, Bali II, dan Palu. Sementara itu, sehari setelah terjadi serangan bom teroris, hanya 6 (enam) dari 18 peristiwa peledakan bom yang menunjukkan reaksi negatif. Reaksi pasar modal negatif didukung oleh uji t pada Tabel 6, yang memperlihatkan bahwa reaksi pasar modal yang negatif dan signifikan pada

tingkat 5 % ($p\text{-value}=0,024$) dihasilkan pada saat serangan bom teroris terjadi, sementara sehari setelah serangan terjadi secara statistik tidak signifikan ($p\text{-value}=0.487$).

Hasil penelitian yang menunjukkan pasar modal dapat bereaksi positif terhadap serangan teroris sesuai dengan Ramiah et al. (2010). Penelitian mereka menemukan bahwa reaksi pasar modal Australia terhadap serangan teroris di Bali pada hari Sabtu, tanggal 12 Oktober 2002 yang menewaskan banyak warga negara Australia adalah positif. Reaksi pasar modal pada hari pertama perdagangan, hari Senin, tanggal 14 Oktober 2002, menunjukkan bahwa reaksi positif paling besar berada pada sektor pengadaan pasokan air bersih (*water sector*), sementara sektor industri lainnya tidak terpengaruh. Alasan mengapa pasar modal Australia bereaksi positif terhadap serangan teroris di Bali adalah adanya kemungkinan adanya efek substitusi dari serangan teroris (*substitution effect of terrorist attacks*), yaitu investor memindahkan investasinya dari negara yang terkena serangan teroris ke negara terdekat lainnya yang dianggap teraman. Namun, hasil pengujian Ramiah et al. (2010) terhadap efek substitusi sangat lemah sehingga

pariwisata dan perusahaan-perusahaan ini dapat bereaksi kurang negatif terhadap serangan bom teroris. Akibatnya, hasil penelitian pengaruh *dummy* industri terhadap reaksi pasar akan bias.

Tabel 5
Imbal Hasil IHSG Sekitar Peristiwa Peledakan Bom

No.	Peledakan Bom	Event Date (t)	Rm ₀	Rm ₁
1	Bom Kedubes Filipina, Jakarta	1 Agustus 2000	-0,005	0,002
2	Bom Kedubes Malaysia, Jakarta	27 Agustus 2000	-0,011	-0,022
3	Bom Gedung Bursa Efek Jakarta	13 September 2000	-0,020	-0,070
4	Bom Malam Natal	24 Desember 2000	-0,015	-0,011
5	Bom Plaza Atrium Senen, Jakarta	23 September 2001	-0,010	-0,003
6	Bom Restoran KFC, Makassar	12 Oktober 2001	0,022	0,001
7	Bom Malam Tahun Baru	1 Januari 2002	-0,022	-0,005
8	Bom Bali I	12 Oktober 2002	-0,104	0,014
9	Bom Restoran McDonald's, Makassar	5 Desember 2002	-0,013	0,005
10	Bom Kompleks Mabes Polri, Jakarta	3 Februari 2003	0,005	0,010
11	Bom Bandara Cengkareng, Jakarta	27 April 2003	-0,009	0,031
12	Bom JW Marriott, Jakarta	5 Agustus 2003	-0,031	0,012
13	Bom Café Palopo, Sulawesi	10 Januari 2004	-0,015	0,001
14	Bom Kedubes Australia, Jakarta	9 September 2004	-0,008	0,019
15	Bom di Gereja Immanuel, Palu	12 Desember 2004	-0,010	-0,015
16	Bom Ambon	21 Maret 2005	0,003	0,001
17	Bom Bali II	1 Oktober 2005	0,004	0,016
18	Bom Palu	31 Desember 2005	0,008	0,011

Keterangan : Rm₀ = imbal hasil pasar ketika serangan bom teroris terjadi; Rm₁ = imbal hasil pasar sehari setelah serangan terjadi.

Tabel 6
Hasil Uji t dari Reaksi Pasar Modal

	t	Df	Sig. (1-tailed)
Rm ₀	-2.118	17	0.024
Rm ₁	-0.034	17	0.487

Keterangan : Rm₀ = imbal hasil pasar ketika serangan bom teroris terjadi; Rm₁ = imbal hasil pasar sehari setelah serangan terjadi.

perlu dilakukan pengujian lebih lanjut untuk memperkuat argumentasi efek substitusi tersebut.

Statistik Deskriptif

Rentang pengamatan yang digunakan untuk menghitung CAR dalam penelitian ini adalah CAR (0,1) dan CAR (0,2). Kemudian dilakukan uji normalitas guna mengetahui apakah CAR terdistribusi normal. Ukuran standar distribusi normal adalah jika hasil *skewness* adalah 0 (nol) dan *kurtosis* adalah 3 (tiga). Berdasarkan uji statistik pada lampiran 3, diperoleh berturut-turut nilai *kurtosis* 6,1293 dan 3,5256 untuk CAR(0,1) dan CAR(0,2). Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai CAR tidak terdistribusi normal sehingga diperlukan cara untuk menyikapi nilai ekstrem dengan tidak mengeluarkan *outliers* dengan mengubah

kedua variabel CAR menjadi $\log(1+CAR)$. Selanjutnya ditelaah statistik deskriptif untuk variabel utama yang digunakan dalam penelitian. Berdasarkan tabel 7 diperoleh kesimpulan sebagai berikut: Pertama, berdasarkan kedua nilai rata-rata CAR, hanya CAR(0,2) yang menunjukkan nilai -0.001 sesuai dengan ekspektasi, artinya rata-rata pasar bereaksi negatif terhadap serangan teroris. Reaksi pasar negatif terhadap berita peledakan bom diperkuat pula oleh CAR yang telah dikonversikan menjadi $\log(1+CAR)$, seperti ditunjukkan pada Tabel 7. Kedua, proporsi sektor industri dengan kategori sektor perdagangan, jasa, dan investasi (DIND) yaitu sebesar 11% dari seluruh sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Oleh karena itu, angka *dummy* 1 (satu) hanya meliputi indeks sektoral perdagangan, jasa,

Tabel 7
Statistik Deskriptif Variabel Utama Penelitian

Variabel	Range	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
CAR01	0,214	-0,106	0,108	0,002	0,028
CAR02	0,142	-0,073	0,070	-0,001	0,024
LOGCAR01	0,025	-0,012	0,013	0,003	0,007
LOGCAR02	0,024	-0,014	0,010	-0,001	0,007
DIND	1	0	1	0,11	0,315
PKSA	53,23	12,66	65,89	35,47	12,03

Keterangan: CAR01= *cumulative abnormal return*, akumulasi imbal hasil abnormal indeks sektoral dari saat terjadi sampai satu hari setelah serangan bom teroris; CAR02 = *cumulative abnormal return*, akumulasi imbal hasil abnormal pasar dari saat terjadi sampai dua hari setelah serangan bom teroris; LOGCAR = $\log(1+CAR)$; LOGCAR01= CAR yang sudah terdistribusi normal dari saat terjadi sampai satu hari setelah serangan bom teroris; LOGCAR02= CAR yang sudah terdistribusi normal dari saat terjadi sampai dua hari setelah serangan bom teroris. DIND = *dummy* industri, bernilai 1 untuk industri pariwisata dan 0 untuk industri lainnya; PKSA = persentase kepemilikan saham asing.

Tabel 8
Hasil Uji t untuk Variabel Log(CAR)

	Mean diff	t	Sig. (1-tailed)
LOGCAR01	0,000	0,538	0,295
LOGCAR02	-0,001	-1,224	0,111

Keterangan: LOGCAR= $\log(1+CAR)$, LOGCAR01= CAR yang sudah terdistribusi normal dari saat terjadi sampai satu hari setelah serangan bom teroris; LOGCAR02= CAR yang sudah terdistribusi normal dari saat terjadi sampai dua hari setelah serangan bom teroris.

dan investasi, sementara 8 (delapan) indeks sektoral lainnya bernilai 0 (nol). Artinya, proporsi indeks sektoral perdagangan, jasa, dan investasi adalah satu per sembilan atau 11%. Ketiga, proporsi kepemilikan asing (PKSA) menunjukkan nilai rata-rata 35,47%. Artinya, rata-rata tiap sektor industri di Indonesia memiliki 35% modal dari investor asing.

Uji t untuk Reaksi Pasar

Hasil uji t untuk reaksi pasar yang di-representasikan oleh LOGCAR pada Tabel 8 menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap serangan teroris setelah satu hari maupun dua hari setelah kejadian tidak menunjukkan hasil yang secara statistik signifikan. Dengan kata lain, tidak ada perbedaan reaksi pasar modal Indonesia terhadap serangan teroris, baik satu hari maupun dua hari setelah kejadian.

Analisis Uji Perbedaan Rata-Rata CAR Berdasarkan Jenis Industri

Hasil uji perbedaan rata-rata CAR berdasarkan jenis industri pada Tabel 9 menunjukkan bahwa rata-rata *cumulative abnormal return* (CAR) industri perdagangan,

jasa, dan investasi lebih rendah dibandingkan rata-rata *cumulative abnormal return* (CAR) sektor industri lainnya untuk kedua waktu pengamatan (i.e., $\mu_{DIND} = -0.002 < \mu_{otherindustries} = 0.001$ untuk LOGCAR01 dan $\mu_{DIND} = -0.003 < \mu_{otherindustry} = 0.000$ untuk LOGCAR02).

Selanjutnya, hasil uji t menunjukkan bahwa logCAR(0,1) signifikan pada tingkat 5%, sementara logCAR(0,2) signifikan pada tingkat 10%. Hasil ini konsisten dengan hipotesis pertama atau H_1 yang menyatakan reaksi pasar modal terhadap serangan teroris akan lebih rendah untuk industri pariwisata dibandingkan industri lainnya. Pengujian lebih lanjut terhadap hipotesis ini dilakukan melalui regresi berganda.

Analisis Korelasi

Hasil uji *Pearson Correlation* pada Tabel 10 adalah sebagai berikut: 1) Jenis industri pariwisata berkorelasi negatif dengan reaksi pasar modal dan memiliki tingkat signifikansi secara statistik sebesar 5% setelah satu hari terjadi peristiwa dan signifikan 10% setelah dua hari terjadi serangan teroris; 2) Proporsi kepemilikan saham asing berhubungan negatif

Tabel 9
Hasil Uji Beda Rata-Rata Reaksi Pasar berdasarkan Jenis Industri

	DIND	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
LOGCAR01	1	18	-0,002**	0,006	0,001
	0	144	0,001	0,007	0,001
LOGCAR02	1	18	-0,003*	0,007	0,002
	0	144	-0,000	0,007	0,001

Keterangan: **. *Correlation is significant at the 0,05 level (1-tailed)*; *. *Correlation is significant at the 0,10 level (1-tailed)*; LOGCAR=log(1+CAR), LOGCAR01= CAR yang sudah terdistribusi normal dari saat terjadi sampai satu hari setelah serangan bom teroris; LOGCAR02= CAR yang sudah terdistribusi normal dari saat terjadi sampai dua hari setelah serangan bom teroris.

Tabel 10
Hasil Uji Pearson Correlation Antar Variabel

	LOGCAR01	LOGCAR02	DIND
LOGCAR02	0,770 (0,000)		
DIND	-0,134** (0,045)	-0,105* 0,092	
PKSA	-0,119* (0,065)	-0,036 0,324	-0,003 0,485

Keterangan: Angka dalam kurung menunjukkan signifikansi; **. *Correlation is significant at the 0,05 level (1-tailed)*; *. *Correlation is significant at the 0,10 level (1-tailed)*; LOGCAR = log(1+CAR); LOGCAR01= CAR yang sudah terdistribusi normal dari saat terjadi sampai satu hari setelah serangan bom teroris; LOGCAR02= CAR yang sudah terdistribusi normal dari saat terjadi sampai dua hari setelah serangan bom teroris. DIN = *dummy* industri, bernilai 1 untuk industri pariwisata dan 0 untuk industri lainnya; PKSA = persentase kepemilikan saham asing

dengan reaksi pasar modal setelah satu hari terjadi serangan teroris (signifikan pada tingkat 10%) tetapi tidak berkorelasi dengan reaksi pasar modal setelah dua hari terjadi serangan tersebut.

Hasil Uji Pengaruh Jenis Industri dan Proporsi Kepemilikan Asing terhadap Reaksi Pasar Modal akibat Serangan Teroris

Hasil analisis regresi berganda pada Tabel 11 menunjukkan bahwa: 1) reaksi pasar modal setelah satu hari terjadi serangan teroris (logCAR(0,1)) akan lebih rendah untuk industri pariwisata (signifikan pada tingkat 5%). Artinya, hipotesis H_1 didukung hasil empiris. Namun, proporsi kepemilikan asing tidak memiliki pengaruh pada reaksi pasar modal setelah satu hari terjadi serangan teroris, walaupun memiliki koefisien sesuai hipotesis H_2 tetapi tidak signifikan secara statistik; 2) nilai sig. F untuk logCAR(0,1) menunjukkan hasil signifikan pada tingkat

10%. Dengan kata lain, terdapat pengaruh jenis industri dan proporsi kepemilikan asing (DIND dan PKSA) terhadap reaksi pasar setelah satu hari terjadi serangan teroris.

Berdasarkan analisis sebelumnya, perlu dipertimbangkan pula bahwa serangan teroris/militer merupakan peristiwa yang mempengaruhi kondisi ekonomi secara keseluruhan, sehingga reaksi pasar akibat peristiwa ini dapat tercermin dari pergerakan indeks harga saham gabungan (IHSG). Hal ini berbeda dengan *corporate action* pada umumnya yang mungkin hanya berpengaruh pada saham perusahaan tersebut dan tidak berpengaruh terhadap perubahan IHSG. Oleh karena itu, dilakukan pula analisis dengan hanya menggunakan nilai *cumulative total return*, yaitu pengukuran total nilai imbal hasil industri akibat serangan teroris tanpa dikurangi *expected return* yang dihitung berdasarkan imbal hasil pasar. Karena imbal hasil IHSG dianggap telah bereaksi terhadap serangan teroris, sehingga perhitungan dengan

Tabel 11
Pengaruh Jenis Industri dan Proporsi Kepemilikan Asing terhadap Reaksi
Pasar akibat Serangan Teroris⁵

Var. Dependen Var. Independen	LogCAR (0,1)	LogCAR (0,2)
C	0,003 (0,096)	0,000 (0,846)
DIND	-0,003* (0,044)	-0,002 (0,155)
PKSA	-7,19E-05 (0,149)	-2,20E-05 (0,636)
R ²	0,032	0,012
Adj R ²	0,020	-0,000
F	2,652	0,991
Sig. F	0,073*	0,374

Keterangan: *. *The impact of independent variable is significant at the 0,10 level (1-tailed)*; C= konstanta, DIND = *dummy* industri, bernilai 1 untuk industri pariwisata dan 0 untuk industri lainnya; PKSA = persentase kepemilikan saham asing.

abnormal return menjadi bias. Total imbal hasil industri yang digunakan adalah pada saat kejadian, satu hari, dan dua hari setelah serangan teroris (R0, R1, R2).

Tabel 12 menunjukkan bahwa ketika pengukuran imbal hasil pasar tidak menggunakan *abnormal return* tetapi hanya menggunakan *total return*, maka pasar bereaksi secara negatif hanya pada saat terjadi serangan teroris (i.e., -0.012 dan signifikan pada tingkat 1%). Sementara reaksi pasar satu hari dan dua hari setelah terjadinya serangan teroris tidak menunjukkan hasil negatif secara signifikan. Namun, ketika dilakukan uji beda rata-rata pada tabel 13 untuk ketiga periode pengamatan, diperoleh hasil bahwa reaksi pasar tidak berbeda secara signifikan.

Secara ringkas disajikan hasil regresi ketiga *total return* (R) dengan jenis industri dan proporsi kepemilikan saham asing (DIND dan PKSA) pada Tabel 14. Hasil tersebut menunjukkan bahwa jenis industri dan proporsi kepemilikan saham asing tidak memberikan reaksi pasar yang berbeda pada ketiga pengamatan. Kesimpulannya: 1) reaksi pasar berbasis *total return* ketika terjadi, satu hari, maupun dua hari setelah serangan bom

teroris, tidak dipengaruhi oleh jenis industri; 2) reaksi pasar berbasis *total return* ketika terjadi, satu hari, maupun dua hari setelah serangan bom teroris, tidak dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan asing.

Sektor perdagangan, jasa, dan investasi merupakan sektor dengan subsektor yang beragam sehingga dikhawatirkan hasil penelitian yang didapat akan bias. Karena itu, dilakukan pula uji beda rata-rata *total return* dari sektor pariwisata sendiri dengan *return market* (IHSG), seperti ditunjukkan pada Tabel 15. Pada tabel tersebut, terlihat bahwa reaksi pasar untuk sektor pariwisata memiliki rata-rata imbal hasil lebih rendah dibandingkan imbal hasil pasar, yaitu rata-rata imbal hasil kelompok 2 = -0,009 < rata-rata imbal hasil kelompok 1 = -0,000 dan memiliki tingkat signifikansi 10% (*p-value* = - 0,097).

SIMPULAN

Tujuan utama studi ini adalah melakukan investigasi apakah reaksi pasar terhadap berita peristiwa peledakan bom di Indonesia dipengaruhi oleh jenis industri (industri pariwisata atau industri lainnya) dan proporsi kepemilikan saham asing. Penelitian ini menggunakan nilai indeks saham. Karena

⁵ Tabel 11 menunjukkan hasil uji regresi dengan baris pertama menunjukkan koefisien sementara baris kedua menunjukkan *p-value*

Tabel 12
Uji t untuk Reaksi Pasar berdasarkan Total Return

	T	df	Sig. (1-tailed)	Mean Difference
R ₀	-5,711	161	0,000	-0,012***
R ₁	-0,921	161	0,179	-0,002
R ₂	4,431	161	0,000	0,008

Keterangan: ***. Mean difference test is significant at the 0,01 level (1-tailed); R = total imbal hasil (*total return*), yang menunjukkan reaksi pasar modal terhadap serangan bom teroris; R₀ = total imbal hasil pasar modal saat terjadi serangan bom teroris; R₁ = total imbal hasil pasar modal setelah satu hari terjadi serangan bom teroris; R₂ = total imbal hasil pasar modal setelah dua hari terjadi serangan bom teroris.

Tabel 13
Hasil Uji Beda Rata-Rata Reaksi Pasar berdasarkan Total Return

	DIND	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	Sig.(1-tailed) for mean difference ⁶
R ₀	1	18	-0,016	0,025	0,006	0,282
	0	144	-0,012	0,028	0,002	
R ₁	1	18	-0,004	0,023	0,005	0,314
	0	144	-0,002	0,026	0,002	
R ₂	1	18	0,006	0,020	0,005	0,326
	0	144	0,008	0,022	0,002	

Keterangan: R = total imbal hasil (*total return*), yang menunjukkan reaksi pasar modal terhadap serangan bom teroris; R₀ = total imbal hasil pasar modal saat terjadi serangan bom teroris; R₁ = total imbal hasil pasar modal setelah satu hari terjadi serangan bom teroris; R₂ = total imbal hasil pasar modal setelah dua hari terjadi serangan bom teroris.

industri pariwisata merupakan subsektor dari sektor perdagangan, jasa, dan industri, maka penelitian ini menggunakan data indeks saham sektor perdagangan, jasa, dan industri.

Hasil studi awal dengan menggunakan uji beda rata-rata menunjukkan bahwa reaksi pasar modal satu hari setelah serangan teroris lebih rendah untuk jenis industri pariwisata dibandingkan industri lainnya. Hal ini diperkuat oleh analisis regresi berganda yang menunjukkan bahwa jenis industri pariwisata memiliki reaksi pasar lebih rendah dibandingkan industri lainnya, sementara proporsi kepemilikan asing cenderung negatif tapi secara statistik tidak signifikan. Argumentasi terhadap tidak berpengaruhnya proporsi kepemilikan saham asing antara lain: 1) proporsi kepemilikan saham asing bukan merupakan pemegang mayoritas; 2) mereka tidak menganggap serangan teroris sebagai kejadian fundamental yang mengganggu kinerja perusahaan secara jangka panjang; 3) penelitian ini menggunakan rata-rata persentase kepemilikan saham asing pertahun, bukan persentase kepemilikan saham asing tiap bulan. Walaupun demikian, secara kese-

luruhan temuan ini konsisten dengan studi di luar negeri yang mengimplikasikan bahwa pasar umumnya menganggap peristiwa serangan teroris merupakan berita buruk dan dapat memengaruhi keputusan investasi (Chen dan Siem 2004).

Penelitian ini hanya melihat bagaimana reaksi pasar ditentukan oleh dua karakteristik fundamental perusahaan, yaitu jenis industri dan proporsi kepemilikan asing, sehingga untuk penelitian lanjutan disarankan untuk menambah faktor fundamental perusahaan lainnya yang dianggap berpengaruh pada reaksi pasar akibat serangan teroris, seperti ukuran perusahaan, likuiditas, leverage, dan persentase penjualan.

Analisis lanjutan dilakukan dengan mempertimbangkan: 1) perhitungan reaksi pasar dari sektor industri tidak menggunakan *abnormal return* tetapi *total return* karena diduga IHSG sudah mengandung reaksi terhadap serangan teroris; 2) sektor pariwisata dikeluarkan dari sektor perdagangan, jasa, dan investasi kemudian dibandingkan dengan reaksi pasar IHSG terhadap serangan teroris.

Tabel 14
Uji Hasil Regresi dengan Reaksi Pasar Berbasis *Total Return*

<i>Var. Dependen</i> <i>Var. Independen</i>	R_0	R_1	R_2
C	-0,011 (0,143)	-0,005 (0,453)	0,009 (0,173)
DIND	-0,004 (0,552)	-0,003 (0,620)	-0,002 (0,644)
PKSA	-1,84E-05 (0,920)	0,000 (0,561)	-1,9E-05 (0,900)
R^2	0,002	0,004	0,001
Adj R^2	-0,011	-0,009	-0,011
F	0,147	0,308	0,095
Sig.F	0,864	0,735	0,909

Keterangan: DIN = *dummy* industri, bernilai 1 untuk industri pariwisata dan 0 untuk industri lainnya; PKSA = persentase kepemilikan saham asing.

Tabel 15
Hasil Uji Beda Rata-Rata untuk Sektor Pariwisata dan Pasar Modal secara Keseluruhan

	Indeks	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	Sig.(1-tailed) for mean difference ⁷
R_0	1	13	-0,000	0,020	0,005	0,097
	2	178	-0,009	0,044	0,003	
R_1	1	13	-0,011	0,026	0,007	0,146
	2	178	-0,003	0,044	0,003	

Keterangan: R = total imbal hasil (*total return*), yang menunjukkan reaksi pasar modal terhadap serangan bom teroris; R_0 = total imbal hasil pasar modal saat terjadi serangan bom teroris; R_1 = total imbal hasil pasar modal setelah satu hari terjadi serangan bom teroris; R_2 = total imbal hasil pasar modal setelah dua hari terjadi serangan bom teroris.

Hasil empiris menunjukkan bahwa reaksi pasar berbasis *total return* menunjukkan reaksi negatif pada saat kejadian tetapi selanjutnya tidak ditemukan pengaruh jenis industri dan kepemilikan saham asing terhadap reaksi pasar. Sementara, uji beda rata-rata sektor pariwisata dan IHSG menunjukkan bahwa reaksi pasar pada saat serangan teroris untuk sektor pariwisata lebih rendah dibandingkan IHSG.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmadjian, C. L., Robbins, G.E. 2005. A Clash of Capitalism: Foreign Shareholders and Corporate Restructuring in 1990s Japan. *American Sociological Review*, 70, 451-471.
- Bhattarai, K., Conway, D., Shrestha, N. 2005. Tourism, Terrorism, and Turmoil in Nepal. *Annals of Tourism Research*, 32 (3), 669-688.
- Bradford, B.M., Robison, H.D. 1997. Abnormal Returns, Risk, and Financial Statement Data: The Case of the Iraqi Invasion of Kuwait. *Journal of Economics and Business*, 49, 193-204.
- Bodie, Z., Kane, A., Markus, A.J. 2005. *Investments*, sixth edition. McGraw-Hill Higher Education.
- Cam, M., 2006. *The Impact of Terrorism on United States Industry Indexes*, School of Economics, Finance and Marketing, InRoyal Melbourne Institute of Technology, Melbourne.

- Carter, D.A., Simkins, B.J. 2004. The Market's Reaction to Unexpected, Catastrophic Events: The Case of Airline Stock Returns and the September 11th Attacks. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 44, 539-558.
- Chen, A.H, Siems, T. F. 2004. The Effects of Terrorism on Global Capital Markets. *European Journal of Political Economy*, 20, 349-366.
- Chen, Ming-Hsiang (2007), Macro and Non-Macro Explanatory Factors of Chinese Hotel Stock Return. *Hospitality Management*, 26, 991-1004.
- Chen, M.H., Kim, W.G. 2007. The Impact of the SARS Outbreak on Taiwanese Hotel Stock Performance: An Event-Study Approach. *International Journal of Hospitality Management*, 26 (1), 200-212.
- Chen, Z., Du, J., Li, D., Ouyang, R. 2013. Does Foreign Institutional Ownership Increase Return Volatility? Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 37, 660-669.
- Drakos, K. 2010. Terrorism Activity, Investor Sentiment, and Stock Returns. *Review of Financial Economics*, 19, 128-135.
- Deliarnov. 2005. Ekonomi Politik Campur Tangan IMF dan Bank Dunia, 178-180 (<http://books.google.co.id/books?id=E8sPDpge5I0C&pg=PA180&dq=investor+asing+reaksi+pasar#PPA62,M1>)
- Drakos, Konstantinos. 2004. Terrorism-Induced Structural Shifts in Financial Risk: Airline Stocks in The Aftermath of the September 11th Terror Attacks. *European Journal of Political Economy*, 20, 435-446.
- Ferreira, Miguel A., Matos, P. 2008. The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World. *Journal of Financial Economics*, 88, 499-533.
- Guidolin, M., Ferrara, E. L. 2005. The Economic Effects of Violent Conflict: Evidence from Asset Market Reactions, *Working Papers 2005-066*, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Gull, F.A., Kim, J.B., Qiu, A.A. 2010. Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China, *Journal of Financial Economics*, 95, 425-442.
- Kim, Y., J. Park and Y. Kim. 2008. Effects of Foreign Direct Investment on Equipment Investment and Employment. *Monthly Bulletin, April, Bank of Korea*, 46-78.
- Ko, K, Keunsoo K, Sung H.C. 2007. Characteristics and Performance of Institutional and Foreign Investors in Japanese And Korean Stock Markets. *Journal of the Japanese and International Economies*, 21, 195-213.
- Kompas. 2005. *Daftar Serangan Teroris di Indonesia*, Kompas 8 Oktober 2005, (http://id.wikipedia.org/wiki/Daftar_serangan_teroris_di_Indonesia)
- Nasution, Gina Novrina. 2008. *Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Tindakan Terorisme (Peledakan Bom)*. Tesis, Program Pasca Sarjana Bidang Ilmu Manajemen Universitas Indonesia.
- Pradhono dan Yulius Jogi Christiawan. 2004. Pengaruh Economic Value Added, Residual Income, Earnings dan Arus kas Operasi Terhadap Return yang diterima oleh Pemegang Saham (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, 6 (2), 140-166.
- Ramiah, V., Cam, M.A, Calabro, M., Maher, D., Ghafouri, S. 2010. Changes in Equity Returns and Volatility Across Different Australian Industries Following the Recent Terroris Attacks. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 64-76.
- Rhee, S.G., Wang, J. 2009. Foreign Institutional Ownership and Stock Market Liquidity: Evidence from Indonesia. *Journal of Banking and Finance*, 33, 1312-1324.

- Tempo (2012). Kepemilikan Asing di Bursa Efek Masih Tinggi, (<http://www.tempo.co/read/news/2012/11/22/087443480/Kepemilikan-Asing-di-Bursa-Efek-Masih-Tinggi>)
- Thompson. (2008). Serangan Teroris Tekan Saham India dan Rupe. (<http://www.kompas.com/read/xml/2008/11/28/13440179/serangan.teroris.tekan.saham.india.dan.rupe>)
- Wei, K.C. John, Y. Z. 2008. Ownership Structure, Cash Flow, and Capital Investment: Evidence from East Asian Economies Before the Financial Crisis. *Journal of Corporate Finance*, 14, 118–132.