

Analisis Pengaruh Kebijakan Pembatasan *Loan to Value* terhadap *Return* dan Risiko Saham Perbankan di BEI Tahun 2012–2013

JAM
14, 2

Diterima, Nopember 2015
Direvisi, Mei 2015
Januari 2016
April 2016
Disetujui, Mei 2016

Riony Rihardhika Purnama
Sekolah Pascasarjana Institut Pertanian Bogor
Trias Andati
Institut Pertanian Bogor

Abstract: *This study is conducted on the basis of the implementation of monetary policy issued by Indonesia Bank for home loans. The main purpose of this research is to analyze the effect of policy implementation by Bank Indonesia on loan to value restriction to mortgages on June 15, 2012 and September 30, 2013 to the banking stock return, measured by abnormal return and risk premium. Data on this research is secondary data collected from Indonesian Stock Exchange. The sample is stock from 10 national banks that listed banks serving mortgage. Event study analysis is used to analyse the information content from the announcement, in combination with abnormal return as measurement indicator. This study finds that the policy implementation on September 30, 2013 has information content because there is significant difference between trading volume activity before and after the event but there is no significant difference between the average abnormal return before and after policy implementation on June 15, 2012 and September 30, 2013. GARCH in Mean model is used to analyse difference in the level of the risk premium after the policy implementation in 2012 and the implementation of policies in 2013. This study found as many as 6 of the 10 listed banks sampled showed a decrease in the coefficient of the risk premium as compared to coefficients of the risk premium in 2012.*

Keywords: *loan to value, abnormal return, trading volume activity, risk premium*

Abstrak: Penelitian ini dilakukan atas dasar kebijakan moneter yang dikeluarkan oleh bank Indonesia terhadap kredit pemilikan rumah. Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh implementasi kebijakan yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia terkait pembatasan *loan to value* dalam kredit pemilikan rumah pada 15 Juni 2012 dan 30 September 2013 terhadap return saham yang diukur melalui abnormal return dan tingkat premi risiko. Data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang dikumpulkan dari Bursa Efek Indonesia. Sampel dipilih yaitu sebanyak 10 emiten perbankan yang melayani program kredit pemilikan rumah (KPR). Analisis event study digunakan untuk menganalisis isi informasi dari pengumuman dengan kombinasi abnormal return dan TVA sebagai indikator pengukuran. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa implementasi kebijakan pada 30 September 2013 memiliki kandungan informasi karena ada perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan (TVA) sebelum dan sesudah pengumuman, tetapi tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah implementasi kebijakan pada 15 Juni 2012 dan 30 September 2013. Model GARCH in Mean digunakan untuk menganalisis perbedaan tingkat premi risiko setelah pelaksanaan kebijakan pada tahun 2012 dan pelaksanaan kebijakan tahun



Jurnal Aplikasi
Manajemen (JAM)
Vol 14 No 2, 2016
Terindeks dalam
Google Scholar

Alamat Korespondensi:
Riony Rihardhika Purnama,
Sekolah Pascasarjana IPB,
DOI: <http://dx.doi.org/10.18202/jam23026332.14.2.10>

2013. Hasil analisis menggunakan model GARCH in Mean menunjukkan bahwa sebanyak enam dari 10 emiten yang dijadikan sampel pada penelitian ini mengalami penurunan koefisien premi risiko dibandingkan dengan koefisien premi risiko pada tahun 2012.

Kata Kunci: *loan to value*, *abnormal return*, aktivitas volume perdagangan (TVA), premi risiko

Turbulensi pasar keuangan global masih terasa pasca bangkrutnya perusahaan investasi raksasa Lehman Brothers pada 15 September 2008. Tak satu negara pun yang terbebas dari bencana finansial ini, termasuk Indonesia. Sepanjang tahun 2008 telah terjadi krisis keuangan global yang dimulai dengan krisis pinjaman perumahan di Amerika Serikat yang berdampak langsung pada pasar modal dunia dan pada akhirnya berdampak kepada perlemahan perekonomian dunia. Kinerja pasar modal dunia turun lebih dari 30% dan diikuti oleh penurunan harga komoditas karena berkurangnya permintaan akibat dari perlemahan perekonomian dunia.

Kemudahan pemberian kredit terjadi ketika harga properti di AS sedang naik. Kegairahan pasar properti membuat spekulasi di sektor ini meningkat. Para penyedia kredit properti memberikan suku bunga tetap selama tiga tahun. Hal itu membuat banyak orang membeli rumah dan berharap bisa menjual dalam tiga tahun sebelum suku bunga disesuaikan. Permasalahannya, banyak lembaga keuangan pemberi kredit properti di Amerika Serikat menyalurkan kredit kepada penduduk yang sebenarnya tidak layak mendapat pembiayaan. Mereka adalah orang dengan latar belakang *non-income* yang tidak mempunyai kekuatan ekonomi untuk menyelesaikan tanggungan kredit. Situasi tersebut memicu terjadinya kredit macet di sektor properti (*subprime mortgage*). Selanjutnya kredit macet di sektor properti mengakibatkan efek domino ambruknya lembaga-lembaga keuangan besar di Amerika Serikat. Pengeringan likuiditas lembaga-lembaga keuangan akibat tidak memiliki dana aktiva untuk membayar kewajiban yang ada merupakan faktor penyebab. Kondisi ini juga mempengaruhi likuiditas lembaga keuangan lain, terutama lembaga yang menginvestasikan uangnya melalui instrumen lembaga keuangan besar di Amerika Serikat. Di sinilah krisis keuangan global bermula.

Di Indonesia, penutupan selama beberapa hari serta penghentian sementara perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia merupakan salah satu dampak

nyata dan pertama kalinya sepanjang sejarah tentunya dapat merefleksikan betapa besar dampak dari permasalahan yang bersifat global ini. Tingkat suku bunga dan inflasi meningkat tajam serta investasi berkurang sehingga kesehatan perusahaan banyak yang mengalami penurunan bahkan berpotensi untuk bangkrut, termasuk industri properti yang terkena dampak signifikan. Inflasi yang mencapai 6,22% dalam tahun 2010, tingkat suku bunga SBI mencapai 6,5%, tingkat suku bunga deposito mencapai rata-rata 7,52% dan tingkat suku bunga kredit mencapai 15,34% (Purnomo, 2010). Hal ini menyebabkan biaya produksi dan biaya operasional membengkak, akibatnya harga jual menjadi mahal tetapi daya beli masyarakat menurun. Sejak sektor properti terpuruk, hampir tidak ada pengembang membangun proyek-proyek baru dan tidak sedikit perusahaan pengembang menjadi pasien Badan Penyehatan Perbankan Nasional. Ditinjau dari kacamata investor, sebelum investor mengambil keputusan untuk menginvestasikan dananya dalam saham, maka investor harus memperhatikan reputasi dan prospek dari bisnis tersebut yang tergambar pada nilai sahamnya di pasar modal. Hal ini dilakukan agar terhindar dari *capital loss* atau secara jangka panjang tidak menerima deviden.

Menurut Roubini (2012), Indonesia termasuk diantara 17 negara yang sedang terancam *bubble* properti. Indikasi *bubble* ini dilihat oleh cepatnya pertumbuhan harga properti dan tingginya angka kredit pemilikan rumah (KPR). Namun hal ini seperti tidak mempengaruhi saham emiten properti di Bursa Efek Indonesia (BEI), indeks sektoral properti menguat 2,46% atau naik paling tinggi dibanding sembilan indeks sektoral lainnya.

Beberapa tahun belakangan ini, data Bank Indonesia menunjukkan kredit kepemilikan rumah (KPR) di Indonesia mengalami peningkatan antara 25–67% per Juli 2013 dikarenakan suku bunga kredit yang relatif rendah. Oleh karena untuk mengatasi defisit transaksi, pada tanggal 30 September 2013 pihak Bank Indonesia mengeluarkan edaran baru

mengenai pengetatan kebijakan penyaluran kredit kepemilikan rumah (KPR). Dalam Surat Edaran (SE) BI No. 15/40/DKMP tentang Penerapan Manajemen Risiko pada Bank yang melakukan Pemberian Kredit atau Pembiayaan Pemilikan Properti, dicantumkan beberapa kebijakan baru mengenai kredit kepemilikan rumah (KPR), diantaranya adalah sistem Down Payment untuk tipe diatas 70m² dimana Kredit pemilikan ke-1 diberlakukan DP minimal 30%, kredit pemilikan ke-2 diberlakukan DP minimal 40% dan seterusnya. Untuk tipe 22-70 m² dan tipe dibawah 21, Ruko, dan Rukan kredit kepemilikan ke-1, DP tidak diatur dan kredit pemilikan ke-2 DP minimal 30% dan seterusnya. Dalam peraturan Bank Indonesia juga tercantum bahwa Down Payment tidak boleh dibiayai oleh pihak Bank.

Kebijakan ini merupakan revisi dari kebijakan Bank Indonesia yang ditetapkan pada 15 Maret 2012, pada saat itu BI merilis Surat Edaran No. 14/10/DPNP tentang penerapan Manajemen Risiko pada Bank yang melakukan pemberian KPR dan Kredit Kendaraan Bermotor. Dalam surat tersebut, regulator membatasi besaran LTV maksimal 70% pada saat awal pemberian kredit. Artinya nasabah harus menyiapkan uang muka atau down payment (DP) minimal 30% dari harga rumah sebelum berutang ke bank. Aturan ini berlaku bagi penyaluran KPR dengan tipe hunian seluas di atas 70 meter persegi. Adapun ruang lingkup KPR ini meliputi kredit konsumsi kepemilikan rumah tinggal, termasuk rumah susun atau apartemen tetapi tidak termasuk rumah kantor dan rumah toko.

Secara resmi aturan ini berlaku pada 15 Juni 2012 dan langsung memiliki dampak terhadap penyaluran kredit konsumsi, khususnya KPR. Menurut data Bank Indonesia tahun 2012 menyatakan puncak penyaluran KPR tahun 2012 mencapai puncak pada bulan Juni yaitu sebesar Rp 213,5 triliun. Angka penyaluran KPR bulanan berikutnya terus mengalami penurunan dengan titik terendah di bulan September. Lalu angka penyaluran KPR mulai naik dan pada Januari 2013 sudah hampir menyamai besaran KPR bulan Juni 2012. Setelah itu, penyaluran KPR terus membesar. Pada Mei 2013, tercatat penyaluran KPR mencapai Rp 229,3 triliun. Dilihat dari data ini regulator perbankan mulai merasa kebijakan uang muka 30% dari nilai KPR tak lagi efektif memperlambat laju penyaluran kredit properti. Kredit pada paruh kedua

2012 tak mengoreksi harga, tapi justru harga rumah terus naik. Lantaran harga rumah terus merambat naik, konsumen kalap membeli rumah. Ada dua kemungkinan konsumen membeli rumah yang pertama memang karena kebutuhan dan yang kedua untuk berinvestasi dengan spekulasi yang tinggi.

Menurut (ariefianto, 2012) volatilitas yang biasa diproksi oleh standar deviasi dari return memberikan implikasi penting dalam perhitungan risiko. Risk dan return merupakan suatu konsep penting dalam kepastiaan keuangan untuk mengukur feasibilitas suatu kebijakan atau keputusan investasi. Hal ini lah yang membuat penelitian ini menarik untuk dilakukan, penurunan daya beli konsumen akibat meningkatnya pembayaran uang muka akan berdampak langsung kepada menurunnya pertumbuhan kredit perbankan yang akan mengakibatkan turunnya profitabilitas Bank. Hal ini diperkirakan akan mempengaruhi *return* dan *risk* saham saham perbankan.

Beberapa penelitian sebelumnya yang terkait dengan karakter sektor perbankan yang memiliki volatilitas tinggi dan terkait dengan kebijakan pembatasan *Loan to Value* diantaranya diantaranya penelitian yang dilakukan oleh (Sumaryanto, 2009) tentang analisis volatilitas harga eceran beberapa komoditas Pangan Utama. Pada penelitian ini data yang digunakan adalah data time series, dengan menggunakan metode GARCH penelitian ini menghasilkan beras, tepung terigu, dan gula pasir ternyata lebih memiliki volatilitas yang tinggi. Selain itu penelitian yang terkait dengan analisis kebijakan moneter yang diberlakukan Bank Indonesia dalam pengetatan kredit yaitu penelitian (Maio, 2012), penelitian ini berjudul dampak kebijakan moneter terhadap return saham. Penelitian ini menggunakan data panel dan menggunakan metode analisis VAR. Hasil penelitian menunjukkan *Fed rate* berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

Sumaryanto (2009) dalam penelitiannya yang berjudul “Analisis volatilitas harga eceran beberapa komoditas pangan utama dengan model ARCH/GARCH” dengan menggunakan data time series dan menggunakan metode GARCH. Hasil penelitian menunjukkan beras, tepung terigu, dan gula pasir ternyata lebih volatil. Cabai merah dan bawang merah perbedaan volatilitas sebelum dan sesudah reformasi tidak nyata.

Syah (2013) dalam penelitiannya berjudul “Dampak kebijakan *loan to value* terhadap permintaan properti di kota pematangsiantar” dengan menggunakan data time series, metode uji beda dan analisis deskriptif. Hasil penelitian menunjukkan kebijakan *loan to value* berdampak negatif terhadap permintaan properti.

Chang (2008) dalam penelitiannya yang berjudul “*Monetary Policy and Asymmetric Volatility in Stock Return: Evidence from Taiwan*” dengan menggunakan data panel dan menggunakan metode GARCH. Hasil penelitian menunjukkan *Monetary Policy* memiliki dampak asimetris terhadap *return* saham.

Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu yang telah dilakukan di atas, maka sektor perbankan dirasakan perlu untuk dijadikan studi kasus karena sektor perbankan merupakan sektor yang volatilitasnya tinggi atau sangat sensitif. Menurut Pefindo data historis menunjukkan bahwa sektor perbankan dan properti memiliki sensitivitas yang tinggi terhadap IHSG. Artinya, ketika IHSG mengalami kenaikan tinggi, biasanya saham-saham dari dua sektor tersebut juga mengalami kenaikan signifikan dan menjadi penggerak utama indeks. Sebaliknya, saat IHSG masuk fase bearish, saham-saham tersebut mencatatkan penurunan yang paling dalam dibandingkan sektor lain. Fokus terhadap sektor perbankan karena sektor ini merupakan sektor yang akan terkena dampak langsung terkait kebijakan Bank Indonesia dalam pembatasan *loan to value* pemilikan rumah.

Berdasarkan latar belakang yang dikemukakan di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi (1) terjadinya abnormal return, perbedaan harga, volume perdagangan serta return saham yang disebabkan oleh pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value*. (2) tingkat risiko yang ada dalam investasi saham subsektor perbankan ketika ada kebijakan pembatasan maksimum *loan to value* tahun 2013 yang merupakan revisi kebijakan pada tahun 2012.

METODE

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari berbagai lembaga relevan di Indonesia. Data tersebut adalah data umum yang telah dipublikasikan serta dapat dibuktikan kebenaran dan keberadaannya. Data tersebut meliputi

Harga penutupan saham harian nantinya akan digunakan untuk menghitung return saham selama periode penelitian. Indeks harga saham gabungan (IHSG) nantinya digunakan untuk *market return* selama periode penelitian. Indeks harga saham perbankan harian nantinya akan digunakan untuk dibandingkan dengan IHSG untuk melihat kecenderungan fluktuasi harga selama periode penelitian.

Teknik Pengolahan dan Analisis Data

Teknik pengolahan dan analisis data untuk penelitian ini terdiri dari tahapan-tahapan seperti (1) Identifikasi abnormal return dengan menggunakan metode *event study*, tahapan ini terdiri dari menentukan *estimation period*, *event time*, *event window*, menghitung actual return selama *estimation period*, menghitung *market return*, menghitung *expected return*, menghitung abnormal return, menghitung *average abnormal return*, menghitung *cummulative average abnormal return* dan uji beda. (2) Analisis fenomena *volatility clustering* serta hubungannya terhadap risk dan return saham dengan memakai model GARCH in Mean, tahapan ini terdiri dari identifikasi *volatility clustering*, pengujian ARCH, dan identifikasi tingkat risiko.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Trading Volume Activity (TVA) merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar. Volume perdagangan saham diukur dengan melihat indikator aktivitas volume perdagangan saham. Perubahan volume perdagangan saham di pasar modal menunjukkan aktivitas perdagangan saham di bursa dan mencerminkan keputusan investasi investor. Perhitungan TVA dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama.

Tabel 1 dan 2. Menunjukkan nilai rata-rata volume perdagangan (TVA) baik sebelum kebijakan *Loan to Value* diberlakukan maupun sesudah kebijakan LTV tahun 2012 dan 2013.

Tabel 1. Rata-Rata Volume Perdagangan Sebelum Dan Sesudah Kebijakan LTV Tahun 2012

No	Emiten	TVA Sebelum	TVA Sesudah	Perubahan (%)
1	BBRI	0,00026050	0,00001181	-0,02487%
2	BBCA	0,00000556	0,00000416	-0,00014%
3	BBNI	0,00000497	0,00000532	0,00004%
4	BBTN	0,00000400	0,00000533	0,00013%
5	BDMN	0,00001146	0,00000761	-0,00039%
6	BMRI	0,00000625	0,00000819	0,00019%
7	BNGA	0,00000013	0,00000017	0,00000%
8	BNII	0,00000007	0,00000004	0,00000%
9	BNLI	0,00000005	0,00000011	0,00001%
10	PNBN	0,00000091	0,00000079	-0,00001%

Tabel 2. Rata-Rata Volume Perdagangan Sebelum Dan Sesudah Kebijakan LTV Tahun 2013

No	Emiten	TVA Sebelum	TVA Sesudah	Perubahan (%)
1	BBRI	0,00001721	0,00001288	-0,00043%
2	BBCA	0,00000531	0,00000384	-0,00015%
3	BBNI	0,00002250	0,00000957	-0,00129%
4	BBTN	0,00002310	0,00001426	-0,00088%
5	BDMN	0,00001335	0,00000392	-0,00094%
6	BMRI	0,00001760	0,00001095	-0,00067%
7	BNGA	0,00000032	0,00000019	-0,00001%
8	BNII	0,00000022	0,00000019	0,00000%
9	BNLI	0,00000021	0,00000002	-0,00002%
10	PNBN	0,00000567	0,00000259	-0,00031%

Tabel diatas menunjukkan perusahaan yang memiliki perubahan *trading volume activity* terbesar setelah pengumuman kebijakan pembatasan *Loan to Value* tahun 2012 adalah PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk (BBRI) dengan nilai penurunan sebesar 0,02487% kemudian diikuti oleh PT. Bank Danamon Tbk (BDMN) dengan nilai penurunan sebesar 0,00039%. Sedangkan perusahaan yang fokus terhadap Kredit Pemilikan Rumah yaitu PT Bank Tabungan Negara memiliki perubahan yang positif atau mengalami kenaikan sebesar 0,00013%. Pada tabel 2 dapat dilihat dampak kebijakan pembatasan LTV yang diberlakukan tahun 2013 terhadap sub-sektor perbankan yang menyalurkan Kredit Pemilikan Rumah. Perusahaan yang memiliki perubahan *trading volume activity* terbesar setelah pengumuman kebijakan pembatasan *Loan to Value* tahun 2013 adalah PT Bank Negara Indonesia Tbk (BBNI) dengan nilai penurunan sebesar 0,00129% kemudian diikuti oleh PT Bank Danamon Tbk (BDMN) dengan nilai penurunan sebesar 0,00094%. Sedangkan perusahaan yang fokus terhadap Kredit Pemilikan Rumah yaitu PT Bank Tabungan Negara memiliki

penurunan sebesar 0,00088%. Hal ini dapat dilihat ketika kebijakan pembatasan LTV tahun 2012 diberlakukan tidak semua perusahaan mengalami penurunan *trading volume activity*, tetapi ketika kebijakan pembatasan LTV tahun 2013 yang merupakan revisi kebijakan LTV 2012 dapat dilihat semua perusahaan mengalami penurunan *trading volume activity* antara sebelum dan sesudah kebijakan pembatasan LTV tahun 2013.

Berdasarkan perhitungan pada dapat diketahui bahwa emiten yang terdaftar di BEI pada periode kebijakan pembatasan *Loan to Value* 2012 nilai *alpha* tertinggi dimiliki oleh emiten Bank Pan Indonesia (PNBN) dengan nilai *alpha* sebesar 0,0022 dan nilai *alpha* terendah dimiliki oleh emiten Bank Rakyat Indonesia (BBRI) dengan nilai *alpha* sebesar -0,0014. Sedangkan nilai *Beta* tertinggi dimiliki oleh emiten Bank Danamon (BDMN) dengan nilai sebesar 1,7874 dan nilai *Beta* terendah dimiliki oleh emiten Bank Permata (BNLI) dengan nilai sebesar 0,4356.

Untuk periode kebijakan pembatasan *Loan to Value* 2013 nilai *alpha* tertinggi dimiliki oleh emiten Bank Rakyat Indonesia (BBRI) dengan nilai *alpha*

sebesar 0,000481 dan nilai *alpha* terendah dimiliki oleh emiten Bank Tabungan Negara (BBTN) dengan nilai *alpha* sebesar -0,0032. Sedangkan nilai *Beta* tertinggi dimiliki oleh emiten Bank Mandiri (BMRI) dengan nilai sebesar 1,4547 dan nilai *Beta* terendah dimiliki oleh emiten Bank Permata (BNLI) dengan nilai sebesar 0,1584.

Berdasarkan perhitungan dapat diketahui bahwa nilai rata-rata *abnormal return* (AR_{it}) baik sebelum peristiwa pengumuman kebijakan pembatasan *Loan to Value* 2012 dan 2013 maupun setelah pengumuman dapat dilihat pada tabel 3.

-0,00041. Secara umum perbedaan abnormal return dan trading volume *activity* antara sebelum dan setelah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value* dapat diketahui melalui pengujian dengan menggunakan uji statistik *paired sampel t-test* pada program SPSS versi 20. Hasil uji beda akibat pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value* dapat dilihat pada Tabel 4 dan Tabel 5.

Hipotesis pertama menyatakan bahwa terdapat perbedaan abnormal return pada periode sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to*

Tabel 3. Rata-Rata Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Kebijakan Pembatasan LTV

Emiten	Kebijakan LTV 2012		Kebijakan LTV 2013	
	Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah
BBRI	0,00865	0,00347	-0,00418	0,00600
BBCA	0,00449	0,00014	0,00175	0,00026
BBNI	0,00083	-0,00108	-0,00504	0,00398
BBTN	-0,00102	-0,00654	0,00584	0,00159
BDMN	0,00976	-0,00781	-0,00113	0,00363
BMRI	-0,00024	-0,00204	-0,00370	0,00037
BNGA	0,00246	0,00076	0,00052	0,00154
BNII	-0,00662	-0,00278	0,00011	-0,00030
BNLI	0,00089	0,00524	0,02755	0,00273
PNBN	-0,01498	-0,00410	-0,00157	0,00413

Tabel di atas menunjukkan hasil perhitungan rata-rata *abnormal return* yang dialami oleh masing-masing emiten yang dijadikan sampel pada periode sebelum dan setelah peristiwa pengumuman kebijakan pembatasan *Loan to Value*. Perubahan *abnormal return* terbesar antara periode sebelum dan sesudah kebijakan pembatasan *loan to value* 2012 dialami oleh emiten BDMN yaitu sebesar -0,01757 dan perubahan abnormal return terkecil dialami oleh emiten BNGA yaitu sebesar -0,00170. Untuk kebijakan pembatasan *Loan to Value* 2013, perubahan abnormal return terbesar dialami oleh emiten BNLI yaitu sebesar -0,02482 dan perubahan abnormal return terkecil dialami oleh emiten BNII yaitu sebesar

value. Pada uji beda abnormal return ini digunakan nilai rata-rata dari *abnormal return* atau disebut *Average Abnormal Return* (AAR) yang diperoleh dari pembagian total *abnormal return* dengan total hari perdagangan yang digunakan. Hasil pengujian yang terdapat pada tabel 4 dan tabel 5 nilai signifikansi sebesar 0,447 dan 0,907. Dengan demikian dapat disimpulkan tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada periode sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value*, sehingga hipotesis pertama ditolak.

Hasil pengujian ini juga mengindikasikan bahwa *ekspektasi pasar* terhadap *return* sama dengan *actual return* yang diperoleh, sehingga tidak lagi

Tabel 4. Hasil Uji Beda Sebelum dan Sesudah Kebijakan LTV Tahun 2012

No.	Uji beda	Hasil Pengujian		Kesimpulan
		Nilai t	Sig. (tailed)	
1	TVA	1,007	0,340	Tidak terdapat perbedaan
2	Return	1,730	0,118	Tidak terdapat perbedaan
3	Abnormal return	0,796	0,447	Tidak terdapat perbedaan

Tabel 5. Hasil Uji Beda Sebelum dan Sesudah Kebijakan LTV Tahun 2013

No.	Uji beda	Hasil Pengujian		Kesimpulan
		Nilai t	Sig. (tailed)	
1	TVA	3,264	0,010	Terdapat perbedaan
2	Return	0,928	0,378	Tidak terdapat perbedaan
3	Abnormal return	0,120	0,907	Tidak terdapat perbedaan

terdapat perbedaan abnormal return yang diperoleh pada periode sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value*. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan Hersini (2013) dalam penelitiannya berjudul “Dampak implementasi kebijakan Bank Indonesia dalam pembatasan *Loan to Value* pada kredit pemilikan rumah dan kredit kendaraan bermotor bagi saham-saham perbankan di Bursa Efek Indonesia”. Penelitian ini bertujuan untuk menjawab apakah penetapan kebijakan pembatasan maksimum *loan to value* pada KPR dan KKB perbankan berpengaruh terhadap *return* tak normal saham perbankan pada sekitar periode implementasinya yaitu tanggal 15 Juni 2012, yang diwakili oleh delapan saham bank umum yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode *event study* untuk menguji adanya kandungan informasi dari pengumuman dengan menggunakan *abnormal return* sebagai alat ukur. Hasil penelitian ini menunjukkan kebijakan pembatasan maksimum *loan to value* (LTV) pada kredit pemilikan rumah dan kredit kendaraan bermotor perbankan tidak memiliki kandungan informasi karena tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* yang terjadi sebelum dan sesudah peristiwa.

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan yang dilakukan oleh Wong TC, Fong T, Li KF dan Choi H (2011) dalam penelitiannya berjudul “*Loan to value ratio as a macroprudential tool Hong Kong’s experience and cross-country evidence*” menggambarkan pengalaman Negara Hongkong dalam menerapkan kebijakan *Loan to Value* di negaranya.

Negara Hongkong dalam menerapkan kebijakan *Loan to Value* memang efektif digunakan sebagai alat mencegah terjadinya Bubble di sektor properti. Namun penelitian ini menunjukkan dari pengalaman Hongkong melaksanakan kebijakan *Loan to Value*, kebijakan ini memang cukup efektif mengatasi (mengurangi) risiko kredit di pasar Properti. Artinya dimungkinkan dampak langsung dari kebijakan *loan to value* ini mungkin terhadap sektor properti.

Untuk hipotesis kedua yaitu uji beda *trading volume activity*. Hipotesis kedua menyatakan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan yang signifikan pada periode sebelum dan setelah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value*. Volume perdagangan diproksi oleh *trading volume activity* (TVA) yang diperoleh melalui hasil bagi antara saham *i* yang diperdagangkan pada saat *t* dengan jumlah saham *i* yang beredar pada saat *t*.

Hasil pengujian terhadap *trading volume activity* yang terdapat pada tabel 4 dan tabel 5. Pada tabel 4 secara statistik diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,118 yang berarti lebih besar dibandingkan dengan taraf signifikansi sebesar 0,05. Artinya tidak terdapat perbedaan rata-rata TVA sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value* tahun 2012. Tetapi hal ini berbeda dengan nilai signifikansi *trading volume activity* pada tabel 5, secara statistik diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,010 yang berarti lebih kecil dibandingkan dengan taraf signifikansi sebesar 0,05. Oleh karena itu, hipotesis kedua yang menyatakan terdapat perbedaan rata-rata TVA sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan pembatasan

loan to value diterima karena terdapat perbedaan rata-rata TVA sebelum dan setelah adanya pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value*.

Trading volume activity yang signifikan pada periode sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value* menunjukkan bahwa investor di Indonesia memberikan *feedback* yang cepat terhadap informasi yang diterimanya. Sesuai dengan *trading range theory*, penurunan harga saham pada subsektor perbankan membuat investor tertarik dengan saham yang diperjualbelikan.

Konsep Permodelan Volatilitas

Pada data instrumen keuangan seperti saham sangat dimungkinkan adanya fenomena heterokedastis. Hal ini dapat dipahami melalui pendekatan psikologi pasar. Apabila terjadi suatu guncangan seperti berita buruk, maka di pasar akan terjadi fluktuasi harga yang sangat tinggi. Butuh waktu beberapa saat sebelum pasar dapat tenang kembali. Fenomena ini dalam literatur keuangan dikenal dengan nama *volatility clustering* atau *volatility pooling* (Brooks, 2002). Menurut Engle (1982) untuk memperhitungkan keberadaan heterokedastisitas perlu membangun suatu kerangka estimasi. Dengan demikian estimasi parameter dapat dilakukan dengan tingkat presisi yang lebih baik. Adanya fenomena *volatility clustering* menyebabkan dugaan perlunya permodelan ARCH dalam menentukan tingkat risiko. Setelah terlihat adanya *volatility clustering* maka muncul dugaan perlunya permodelan ARCH. Permodelan ARCH ini perlu diuji dengan pengujian ARCH. Tabel 6 dibawah ini menunjukkan hasil uji statistik pengujian ARCH return harian indeks sektor keuangan pada tahun 2012 dan 2013.

Tabel 6. Hasil Uji Statistik Pengujian ARCH

No.	Tahun	Obs*R-squared	Prob. Chi-Square(2)
1	2012	1,758	0,041
2	2013	7,383	0,024

Sumber: Hasil olah data 2014

Pada tabel 6 di atas, hasil pengujian menunjukkan bahwa hipotesis null tidak adanya fenomena ARCH dapat ditolak. Hal ini dapat dilihat dengan nilai uji TR^2 pada tahun 2012 sebesar 1,758 lebih besar dari nilai kritis pada p value 0,041. Sedangkan pada tahun 2013

nilai uji TR^2 sebesar 7,383 lebih besar juga dibandingkan nilai kritis pada p value 0,024. Dengan demikian dapat dikatakan permodelan ARCH-GARCH adalah lebih tepat untuk menentukan tingkat risiko yang ada pada emiten subsektor perbankan periode 2012 dan 2013. Dalam teori finansial dinyatakan bahwa aset dengan risiko yang lebih tinggi akan memberikan *return* yang lebih tinggi juga pada rata-ratanya. Mengacu pada hal tersebut maka dikembangkan model *Generalized Autoregressive Conditional Heterocedastic in mean* (GARCH-M). Model GARCH-M memiliki asumsi bahwa terdapat gejala yang bersifat simetris dalam volatilitasnya. Dalam penelitian ini difokuskan untuk melihat gejala asimetris pada periode pengumuman kebijakan moneter yang diberlakukan oleh Bank Indonesia berupa pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value* terhadap kredit kepemilikan rumah. Sehingga untuk kasus seperti ini model yang lebih tepat adalah model volatilitas *Exponential Generalized Autoregressive Conditional Heterocedastic in mean* (EGARCH-M) yang dikembangkan oleh Nelson (1991) atau model *Threshold Generalized Autoregressive Conditional Heterocedastic in mean* (TGARCH-M) yang dikembangkan oleh Glosten, *et al.* (1993). Model ARCH kemudian disempurnakan oleh Tim Bollerslev pada tahun 1986 yaitu dengan memodelkan variansi tidak hanya berdasarkan residual di masa lalu tetapi juga variansi residual di masa lalu. Model dari Bollerslev ini dikenal dengan model GARCH. Kemudian untuk kasus hubungan antara risiko dengan return digunakan model GARCH *in mean* yang diperkenalkan pada tahun 1987 oleh Engle, *et al.*

Exponential GARCH (EGARCH) diajukan Nelson pada tahun 1991 untuk menutupi kelemahan

model ARCH/GARCH dalam menangkap fenomena ketidaksimetrisan *good news* dan *bad news*, model *Exponential GARCH* memiliki kelebihan lain dibandingkan model ARCH/GARCH, yaitu parameter-parameter pada Exponential GARCH tidak perlu

dibatasi untuk menjamin variansi selalu positif. Hal ini dikarenakan bentuk persamaan dalam logaritma. Sama halnya seperti kelebihan model GARCH-M terhadap GARCH, kelebihan model EGARCH-M terhadap EGARCH juga terletak pada risiko yang berpengaruh terhadap tingkat pengembaliannya.

Model EGARCH-M dan TGARCH-M ini yang digunakan dalam menganalisis tingkat risiko yang berpengaruh terhadap tingkat pengembalian (*return*) saham subsektor perbankan di Bursa Efek Indonesia. Kebijakan yang diberlakukan oleh Bank Indonesia tentang pembatasan *loan to value* kredit pemilikan rumah dianggap sebagai gejala yang akan mempengaruhi tingkat risiko dan berpengaruh terhadap tingkat pengembaliannya (*return*) yang sesuai untuk investor. Tabel 7 di bawah ini menunjukkan tingkat risiko pada 10 emiten subsektor perbankan pada tahun 2012 periode kebijakan pembatasan *loan to value* yang dianggap sebagai gejala *bad news* untuk subsektor perbankan.

untuk penerapan manajemen risiko pada perbankan untuk menekan angka *Non Performing Loan* juga berpengaruh terhadap risiko investasi saham bagi investor.

IMPLIKASI MANAJERIAL

Bagi pembuat kebijakan kebijakan yang dibuat tidak hanya dimaksudkan untuk penerapan manajemen risiko pada perbankan tetapi juga dimaksudkan untuk menekan aksi spekulasi sektor properti sehingga harga tidak naik terlalu tinggi lagi. Namun kebijakan LTV di sektor perumahan harus dapat terintegrasi baik dengan kebijakan terkait kebutuhan perumahan untuk masyarakat berpenghasilan rendah. Bagi investor dapat memanfaatkan informasi tentang adanya gejala berupa kebijakan pembatasan *loan to value* yang dalam penelitian ini dianggap sebagai *bad news* untuk lebih cermat dalam memilih emiten dengan mempertimbangkan *return* dan risiko yang diterima

Tabel 7. Tingkat Risiko Investasi pada Subsektor Perbankan

No.	Emiten	Koefisien Premi Risiko (2012)	Prob	Koefisien Premi Risiko (2013)	Prob
1	BBRI	0,369	0,253	-5,033	0,000
2	BBNI	1,590	0,000	-0,231	0,644
3	BBCA	1,000	0,120	0,690	0,028
4	BBTN	1,113	0,070	-0,606	0,501
5	BDMN	8,969	0,721	-0,210	0,583
6	BMRI	10,273	0,000	-0,432	0,010
7	BNGA	0,253	0,335	-0,686	0,030
8	BNII	-7,036	0,000	-19,250	0,009
9	BNLI	2,063	0,036	-0,509	0,000
10	PNBN	0,076	0,849	1,737	0,145

Sumber: Hasil olah data 2014

Dapat dilihat pada Tabel 7, ada enam emiten yang menunjukkan penurunan tingkat risiko dibandingkan dengan tingkat risiko pada tahun 2012. Pada emiten BBNI koefisien premi risiko pada tahun 2012 sebesar 1,590 turun menjadi -0,231, BBCA sebesar 1,000 turun menjadi 0,690, BBTN, BDMN sebesar 8,969 (2012) turun menjadi -0,210, BMRI sebesar 10,273 (2012) turun menjadi -0,432, BNLI sebesar 2,063 turun menjadi -0,509, dan emiten BBTN yang fokus usahanya terhadap pemberian kredit pemilikan rumah sebesar 1,113 (2012) turun menjadi -0,606. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan moneter yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia yang dimaksudkan

dengan tidak melupakan prinsip *high risk high return*. Bagi emiten kebijakan batasan LTV ini secara tidak langsung menguntungkan bagi perbankan karena kebijakan ini dapat dimanfaatkan sebagai cara mempertemukan Bank dengan pihak pembeli yang potensial. Pembeli tersebut diharapkan mempunyai kemampuan untuk membayarkannya serta lebih mempertimbangkan jika untuk sekedar spekulasi investasi. Cara ini diharapkan akan mampu mengurangi para spekulasi yang memang menginginkan keuntungan dari kenaikan harga properti. Para spekulasi ini diharapkan berpikir ulang karena membutuhkan uang yang banyak untuk dapat membeli suatu jenis properti tertentu.

Selain itu kebijakan batasan LTV ini diharapkan dapat mengurangi kemungkinan kredit bermasalah dan membuat *Non Performing Loan* (NPL) semakin membaik.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Hasil penelitian diperoleh beberapa temuan sebagai berikut: (1) Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada periode sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value* tahun 2012 tahun 2013, sehingga hipotesis pertama ditolak. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa *ekspektasi pasar* terhadap *return* sama dengan *actual return* yang diperoleh, sehingga tidak lagi terdapat perbedaan *abnormal return* yang diperoleh pada periode sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value*. Tidak terdapat perbedaan rata-rata TVA sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value* tahun 2012. Hal ini juga yang melatarbelakangi bahwa kebijakan tahun 2012 perlu direvisi karena tidak memiliki dampak baik pada *abnormal return*, *trading volume activity*, dan tidak mampu mengoreksi harga properti yang tetap tinggi. Tetapi hal ini berbeda dengan nilai signifikansi *trading volume activity* pada kebijakan tahun 2013, terdapat perbedaan rata-rata TVA sebelum dan setelah adanya pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value*. *Trading volume activity* yang signifikan pada periode sebelum dan sesudah pengumuman kebijakan pembatasan *loan to value* menunjukkan bahwa investor di Indonesia memberikan *feedback* yang cepat terhadap informasi yang diterimanya. (2) Ada 6 emiten dari 10 emiten yang dijadikan sampel menunjukkan penurunan tingkat risiko dibandingkan dengan tingkat risiko pada tahun 2012, yaitu emiten BBNI, BBKA, BBTN, BDMN, BMRI, dan BNLI. Untuk emiten BBTN yang fokus usahanya terhadap pemberian kredit pemilikan rumah sebesar 1,113 (2012) turun menjadi -0,606.

Saran

Saran yang dapat digunakan terkait temuan dalam penelitian ini yaitu: (1) Memperpanjang periode pengamatan, semakin panjang periode pengamatan maka diharapkan akan semakin terlihat dampak dari suatu kebijakan baik pada *abnormal return* maupun *trading volume activity*. (2) Melakukan pengujian terhadap subsektor perbankan dan sektor properti, sehingga dapat diperbandingkan sektor mana yang lebih terpengaruh baik dari *return* maupun tingkat risiko akibat kebijakan moneter berupa pembatasan *loan to value* yang diberlakukan oleh Bank Indonesia. (3) Untuk subsektor perbankan perlu dilihat keterkaitan atau hubungan antara NPL tiap emiten dengan tingkat premi risiko pada investasi saham apakah berhubungan positif atau negatif.

DAFTAR RUJUKAN

- Ariefianto, M.D. 2012. *Ekonometrika, Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan Eviews*. Jakarta: Erlangga.
- Chang, M. 2008. Monetary Policy and Asymmetric Volatility in Stock Returns: Evidence from Taiwan. *National Dong Hwa University-Department of Economics*. Taiwan. DOI 10.1007/s11146-011-9346-8
- Hersini, N.S. 2013. Dampak Implementasi Kebijakan Bank Indonesia dalam Pembatasan Loan to Value Pada Kredit Pemilikan Rumah dan Kredit Kendaraan Bermotor Bagi Saham-Saham Perbankan di Bursa Efek Indonesia (Tesis). Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada. Perpustakaan Pusat UGM.
- Maio, P.F. 2012. Another Look at the Stock Return Response to Monetary Policy Actions. *Review of Finance, forthcoming*.
- Roubini, N. 2012. These 17 countries may have housing bubbles. *The new Zealand Herald*. New Zealand.
- Sumaryanto. 2009. Analisis volatilitas harga eceran beberapa komoditas pangan utama dengan ARCH-GARCH. *Jurnal Agro Ekonomi*. Bogor
- Wong, T.C., Fong, T., Li, K.F., dan Choi, H. 2011. Loan to value ratio as a macroprudential tool Hong Kong's experience and cross-country evidence. *Journal of Business Strategis*.