

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

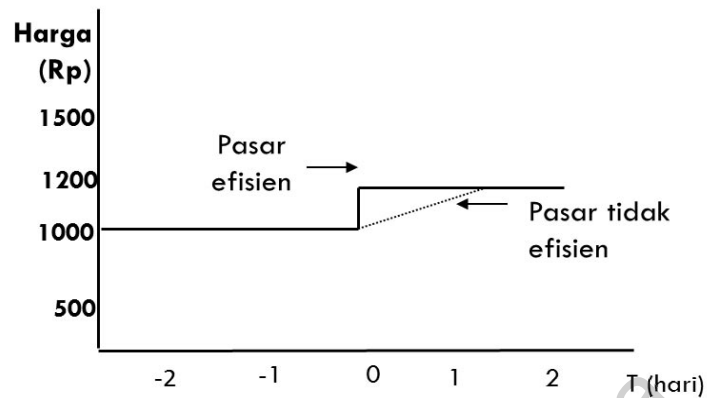
2.1. Landasan Teori

2.1.1. Pasar Modal Efisien

Tandelilin (2010:219) mengungkapkan pasar modal yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi yang tersedia baik itu informasi dimasa lalu (misalkan laba perusahaan tahun lalu), maupun informasi saat ini (misalkan rencana kenaikan dividen tahun ini), serta informasi yang bersifat sebagai pendapat/opini rasional yang beredar dipasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga (misal, jika banyak investor dipasar berpendapat bahwa harga saham akan naik, maka akan informasi tersebut nantinya akan tercermin pada perubahan harga saham yang cenderung naik).

Konsep pasar efisien menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respon atas informasi baru yang masuk ke pasar. Meskipun proses penyesuaian harga tidak harus berjalan dengan sempurna, tetapi yang dipentingkan adalah harga yang terbentuk tersebut tidak bias. Dengan demikian, pada waktu tertentu pasar bisa saja *overadjusted* atau *underadjusted* ketika bereaksi terhadap informasi baru, sehingga harga baru yang terbentuk tersebut bisa jadi bukan merupakan harga yang mencerminkan nilai intrinsik dari sekuritas tersebut. Jadi hal yang penting dari mekanisme pasar efisien adalah harga yang terbentuk tidak bias dengan estimasi harga keseimbangan. Harga keseimbangan akan terbentuk setelah investor sudah sepenuhnya menilai dampak dari informasi tersebut.

Berikut merupakan ilustrasi konsep pasar yang efisien menurut Tandelilin (2010:220):



Sumber : Tandelilin (2010)

Gambar 1.3
Konsep Efisiensi Pasar

“Jika pasar efisien maka informasi tersebut akan dengan cepat tercermin pada harga saham yang baru. Akan tetapi, jika proses penyesuaian harga pasar saham tersebut tidak berjalan dengan efisien maka akan ada *lag* dalam proses tersebut dan hal ini ditunjukkan oleh garis putus-putus.”

Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk utama dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat sebagai berikut ini:

a. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*Random Walk Theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

b. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada dilaporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut ini.

- 1) Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut.
- 2) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan.
- 3) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar dipasar saham.

c. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

2.1.2. Event Study

Studi peristiwa (*event study*) termasuk bagian dalam konsep hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*) yang dikemukakan oleh Fama (1991). Tandelilin (2010:565) mengatakan, secara lebih spesifik studi peristiwa menyelidiki respons pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman atau publikasi peristiwa tertentu. Kandungan informasi dapat berupa berita baik (*good news*) atau berita buruk (*bad news*). Berikut adalah beberapa jenis studi peristiwa yang dikemukakan oleh Tandelilin (2010):

a. Studi Peristiwa Konvensional

Studi peristiwa konvensional mempelajari respon pasar terhadap peristiwa yang seringkali terjadi dan diumumkan secara terbuka oleh emiten di pasar modal.

b. Studi Peristiwa *Kluster*

Studi peristiwa *kluster* atau kelompok mempelajari respons pasar terhadap peristiwa yang diumumkan secara terbuka yang terjadi pada waktu yang sama dan berdampak pada sekelompok perusahaan tertentu.

c. Studi Peristiwa Tak Terduga

Studi ini mempelajari respons pasar terhadap suatu peristiwa yang tidak terduga (*unanticipated event*). Karakteristik utama dari studi ini adalah peristiwa yang terjadi bersifat tak terduga.

d. Studi Peristiwa Berurutan

Studi ini mempelajari respons pasar terhadap serangkaian peristiwa-peristiwa yang terjadi secara berurutan dalam situasi ketidakpastian yang tinggi. Dalam hal ini kecepatan dan ketepatan informasi menjadi kunci dari respons pasar.

2.1.3. *Actual Return*

Alasan utama orang berinvestasi adalah untuk memperoleh *return* atau keuntungan. Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal (saham perusahaan *go public*) biasanya diistilahkan dengan *return*.

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa *return* realisasi (*realized return/actual return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi (*realized return/actual return*) merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data histori. Selain itu, *return* realisasi ini juga sangat penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan untuk dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) yang merupakan *return* yang diharapkan di masa yang akan datang.

Return saham sesungguhnya ($R_{i,t}$) diperoleh dari harga saham harian sekuritas i pada waktu ke- t ($P_{i,t}$) dikurangi harga saham harian sekuritas i pada waktu ke $t-1$ ($P_{i,t-1}$), dibagi harga saham harian sekuritas i pada waktu $t-1$ ($P_{i,t-1}$) atau dengan rumus (Jogiyanto, 2003):

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan :

$R_{i,t}$ = *return* saham i untuk waktu (hari, bulan, dan seterusnya)

$P_{i,t}$ = *price*, yaitu harga untuk waktu t

$P_{i,t-1} = price$, yaitu harga waktu sebelumnya

Sedangkan untuk mendapat *return* atau keuntungan tertentu seorang investor juga harus memperhatikan resiko yang akan ditanggungnya jika ingin memperoleh *return* tertentu. Resiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Investor yang lebih berani akan memilih resiko investasi yang lebih tinggi yang akan diikuti oleh harapan tingkat *return* yang tinggi pula. Sebaliknya, investor yang tidak berani menanggung resiko yang terlalu tinggi tentunya tidak akan dapat mengharapkan tingkat *return* yang terlalu tinggi. Artinya, hubungan antara resiko dengan *return* yang diharapkan itu bersifat linear atau berbanding lurus.

Resiko dibagi dalam 2 jenis yaitu pertama, resiko umum (*general risk*) yang merupakan resiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Kedua, resiko spesifik (resiko perusahaan) adalah resiko yang tidak berkaitan dengan perubahan pasar secara keseluruhan.

2.1.4. Expected Return

“*Return ekspektasian (expected return)* merupakan *return* yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. *Return* ini penting jika dibandingkan dengan *return* historis karena *expected return* merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan” Jogiyanto (2009:214).

Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2009:558) mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model*.

1. *Mean Adjusted Model* (Model Sesuaian Rata-rata)

Model sesuaian rata-rata (*mean-adjusted model*) ini menganggap bahwa *return* ekspektasian bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasian sebelumnya selama periode estimasi sebagai berikut:

$$E(R_i) = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,j}}{t}$$

Keterangan:

$E(R_{i,t})$ = *expected return* sekuritas ke-i periode peristiwa ke-t

$R_{i,j}$ = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

t = lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2

2. *Market Model* (Model Pasar)

Perhitungan *return* ekspektasian dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap yaitu membentuk model eskpektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasian diperiode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i RM_t + \epsilon_{it}$$

Keterangan :

$E(R_{it})$ = *Return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i = *Intercept* untuk sekuritas ke-i

β_i = Koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-i

RM_t = *Return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

ϵ_{it} = Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

3. *Market Adjusted Model* (model sesuaian pasar)

Model sesuaian pasar (*Market-adjusted Model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

2.1.5. *Abnormal Return*

Abnormal return adalah *return* yang didapat investor yang tidak sesuai dengan pengharapan. “*Abnormal return* adalah selisih antara *return* yang

diharapkan dengan *return* yang didapatkan” (Jogiyanto, 2003). Selisih *return* akan positif jika *return* yang didapatkan lebih besar dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung. Sedangkan *return* akan negatif jika *return* yang didapat lebih kecil dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung.

Abnormal return dapat terjadi karena adanya kejadian - kejadian tertentu, misalnya hari libur nasional, awal bulan, awal tahun, suasana politik yang tidak menentu, kejadian-kejadian yang luar biasa, *stock split*, penawaran perdana saham, dan lain-lain. Studi peristiwa menganalisis *return* tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan :

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari ke t

R_{it} = *actual return* untuk saham i pada hari ke t

$E(R_{it})$ = *expected return* untuk saham i pada hari ke t

2.2. Penelitian Terdahulu

Sebagian besar penelitian dengan menggunakan metode *event study* dilakukan dengan menggunakan berbagai *event* yang berkaitan langsung dengan aktivitas ekonomi dan bisnis. *Event* yang berkaitan dengan aktivitas ekonomi dan bisnis yang sering digunakan untuk penelitian *event study* antara lain: kenaikan suku bunga perbankan, kebijakan *dividen*, emisi saham, dan pengumuman rencana merger dan akuisisi. Penelitian-penelitian tersebut sebagian besar dilakukan untuk menguji efisiensi pasar modal terhadap peristiwa yang berlangsung. Namun selain

menggunakan *event* yang berkaitan langsung dengan aktivitas ekonomi dan bisnis, *event study* saat ini juga dilakukan untuk mengamati reaksi pasar modal terhadap aktivitas-aktivitas non ekonomi seperti peristiwa politik.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Luhur (2010) mengatakan bahwa pasar modal Indonesia sedikit sensitif terhadap peristiwa politik. Meidawati dan Harimawan (2004) menunjukkan bahwa peristiwa pemilu mempengaruhi investasi yang dilakukan oleh para investor, akan tetapi investor belum mendapat keuntungan yang diharapkan dari investasi yang dilakukannya karena *fluktuasi* harga yang tidak dapat dipastikan sebelumnya.

Trisnawati (2011) mengatakan bahwa tidak ada perbedaan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu Presiden tahun 2004, tetapi pada Pemilu Presiden tahun 2009 terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah Pemilu Presiden tahun 2009. Siregar dan Sianturi (2005) mengatakan bahwa BEJ sensitif terhadap peristiwa politik penting yang terjadi di Indonesia.

Yuwono (2013) menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* positif pada saham yang bergerak di sektor *consumer goods industry* dan sub sektor *retail* di hari peristiwa bencana banjir yang melanda DKI Jakarta tahun 2013. Trimurti (2013) mengatakan tidak ada *abnormal return* yang signifikan terjadi sebelum peristiwa, saat peristiwa dan sesudah peristiwa pergantian menteri tanggal 19 Oktober 2011.

Hung (2013) meneliti dampak dari pemilihan Presiden Amerika secara internasional pada saham Taiwan, hasilnya pasar saham Taiwan sensitif terhadap

hubungan AS-China-Taiwan. Chien, Mayer dan Wang (2014) menemukan pergerakan pasar setelah pemilu semakin akurat dalam memprediksi Produk Domestik Bruto (PDB) untuk masa yang akan datang. Goodell dan Bodey (2012) pasar merespon terhadap peristiwa selama siklus pemilihan Presiden US. Oehler, Walker dan Wendt (2013) menemukan tarif pajak marjinal perusahaan berkorelasi positif dengan *return* harga saham yang abnormal di sekitar hari pemilihan.

Rahayu (2007) pasar modal bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman *reshuffle* anggota kabinet terbatas. Hal ini ditunjukkan dengan munculnya *average abnormal return* yang positif dan signifikan disekitar tanggal pengumuman. Nippani dan Medlin (2002) menemukan bahwa pasar mereaksi negatif atas keterlambatan pengumuman pemenang pemilu. Selain itu, penelitian Nippani dan Arize (2005) juga menemukan bahwa pemilihan Presiden Amerika juga memberikan dampak yang negatif untuk pasar saham Kanada dan Meksiko selama periode pemilihan.

Kabela dan Hidayat (2009) mengatakan bahwa terdapat rata-rata *abnormal return* dan tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah peristiwa pemilu Presiden 8 Juli 2009. Sibley (2001) menunjukkan bahwa pemilihan Presiden berhubungan dengan penurunan signifikan secara statistik pada nilai mata uang nominal. Sturm (2013) menemukan bahwa *return* sahamlah yang mempengaruhi kebijakan ekonomi. Penelitian yang dilakukan oleh Ali, Daniel, Aslam, Talat dan Ahmed (2011) tidak menemukan hubungan antara peristiwa politik dan kinerja pasar saham, selain itu hasil penelitian juga menunjukkan bahwa pasar saham tiba-tiba merespon dengan cara tidak

konstruktif terhadap peristiwa-peristiwa secara langsung terkait dengan tindakan Pemerintah.

Chandra, Anastasia dan Memarista (2014) hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* dan *average trading volume activity* secara signifikan pada kelompok LQ-45 sebelum dan sesudah peristiwa pemilihan Presiden di Indonesia tahun 2004 dan 2009. Permana, Mahadwartha dan Sutejo (2013) mengatakan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* positif yang signifikan pada hari ke 5 pada peristiwa pilkada Gubernur DKI Jakarta.

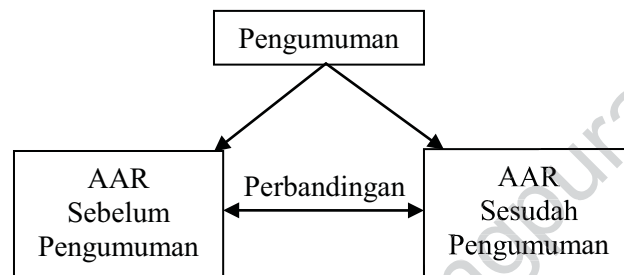
Dari penelitian tersebut disimpulkan bahwa bentuk efisiensi pasar modal di Indonesia pada masa itu tergolong ke dalam semi strong karena *abnormal return* hanya terjadi diseperti tanggal-tanggal terjadinya peristiwa tersebut.

2.3. Kerangka Pemikiran

Apabila peristiwa pengumuman hasil *real count* Pemilu Presiden dan Wakil Presiden tahun 2014 mengandung muatan informasi yang benar atau hanya sekedar isu, maka akan terlihat adanya *abnormal return*. Reaksi pasar modal terhadap adanya pengumuman hasil *real count* pemilu Presiden dan Wakil Presiden tahun 2014 memang bisa diduga mengingat isu seputar hasil *real count* pemilu Presiden dan Wakil Presiden tahun 2014 sudah beredar sebelum tanggal 22 Juli 2014. Apabila *abnormal return* yang terjadi dapat secara cepat kembali ke posisi normal *return*, berarti pasar itu efisien setengah kuat. Tetapi bila *abnormal*

return itu berlangsung sampai beberapa hari lamanya, berarti pasar itu tidak efisien setengah kuat.

Kerangka pemikiran teoritis ini dijelaskan pada Gambar 1.4 sebagai berikut:



Gambar 1.4
Kerangka Pemikiran

Penelitian ini akan menganalisis mengenai bagaimana reaksi pasar terhadap sebuah peristiwa. Reaksi pasar ini ditunjukkan dengan perubahan harga pada sekuritasnya. Untuk mengukur reaksi pasar dipergunakan *abnormal return* (AR) yang di uji dengan menggunakan *event study* (studi peristiwa). Apabila pengumuman hasil *real count* pemilu Presiden dan Wakil Presiden tahun 2014 memiliki muatan informasi maka pasar akan bereaksi terhadap informasi tersebut. Hal ini akan ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang diterima oleh investor. Apabila sesudah pengumuman hasil *real count* pemilu Presiden dan Wakil Presiden 2014 *abnormal return* yang diterima berbeda dengan sebelum terjadinya kenaikan, ini menunjukkan bahwa informasi tersebut diserap oleh pasar.

2.4. Hipotesis

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, landasan teori, studi empiris dan kerangka pemikiran seperti yang telah diuraikan tersebut diatas, maka hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H1 : Terdapat *abnormal return* yang signifikan pada peristiwa pengumuman hasil *real count* Pemilu Presiden dan Wakil Presiden 2014
- H2 : Rata-rata *abnormal return* 3 hari sebelum peristiwa berbeda dengan rata-rata *abnormal return* 3 hari setelah peristiwa pengumuman hasil *real count* Pemilu Presiden dan Wakil Presiden 2014