

**REAKSI INVESTOR PASAR MODAL INDONESIA
TERHADAP PAKET KEBIJAKAN EKONOMI TAHAP I JOKOWI–JK
(Studi pada Saham LQ 45 Periode Agustus 2015–Pebruari 2016)**

Agung Wibowo

Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas 17 Agustus 1945 (UNTAG) Semarang

Email : agungwibowo@yahoo.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan bukti empiris reaksi investor pasar modal Indonesia terhadap peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK. Populasi penelitian ini adalah saham-saham yang konsisten terdaftar dalam indeks LQ 45 selama periode penelitian. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa harga saham harian lima hari sebelum dan lima hari setelah peristiwa. Uji statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah *Independent Sample t-test* dan Uji beda *Wilcoxon Signed Rank Test*.

Hasil perhitungan *Independent Sample t-test* menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* positif signifikan di sekitar tanggal peristiwa, yang berarti investor merespon peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK ini sebagai kabar baik. Hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test* membuktikan bahwa terdapat perbedaan positif signifikan rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan saat peristiwa, dan terdapat perbedaan negatif signifikan rata-rata *abnormal return* antara saat dan setelah peristiwa.

Kata Kunci : Pasar Modal, Studi Peristiwa, *Abnormal Return*, Reaksi Investor.

Abstract

This research aims to find empirical evidence of the Indonesian capital market investors' reaction to the event announcement Economic Policy Package Phase I Jokowi - JK. The study population was consistent stocks listed in LQ 45 index over the study period. The data used are secondary data from daily stock price five days before and five days after the event. The statistical test used to test the hypothesis is independent sample t-test and Wilcoxon Signed Rank test.

The result of the calculation of Independent Sample t-test showed that there are significant positive abnormal returns around the date of the event, which means that investors respond to the event announcement Economic Policy Package Phase I Jokowi - JK as good news. Results Wilcoxon Signed Rank Test proved that there is a significant positive difference in the average abnormal return between the prior and current events, and there is a significant negative difference in the average abnormal return between current events and after an event.

Keywords: Capital Markets, Event Study, Abnormal Return, Investor reaction.

PENDAHULUAN

Pasar modal, sebagai salah satu instrumen perekonomian suatu negara, sangat dipengaruhi oleh berbagai peristiwa. Semakin penting peran pasar modal dalam perekonomian suatu negara, semakin sensitif pasar modal tersebut terhadap berbagai peristiwa di sekitarnya (Suryawijaya & Setiawan, 1998).

Suatu peristiwa akan sangat penting bagi investor di pasar modal apabila peristiwa tersebut memiliki kandungan informasi, sebab dari informasi yang relevan, investor di pasar modal dapat menilai prospek kinerja emiten, sehingga investor memiliki gambaran mengenai risiko dan *expected return* atas sekuritasnya dalam rangka membentuk portofolio yang optimal.

Informasi yang diperlukan oleh investor dalam rangka membentuk portofolio yang optimal, dapat berasal dari peristiwa (*event*) internal perusahaan (emiten) maupun peristiwa eksternal perusahaan. Informasi yang berasal dari *event-event* internal perusahaan akan mempengaruhi harga saham perusahaan yang bersangkutan dan pada akhirnya dapat menghasilkan *abnormal return* bagi saham perusahaan tersebut, sedangkan informasi yang berasal dari *even-event* eksternal perusahaan atau dari lingkungan ekonomi makro, akan berpengaruh pada fluktuasi harga dan volume perdagangan seluruh sekuritas pada pasar modal yang efisien (Suryawijaya & Setiawan, 1998)

Peristiwa dikeluarkannya paket kebijakan ekonomi tahap I oleh pemerintahan Jokowi - JK, yang lebih dikenal sebagai Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK, merupakan salah satu peristiwa yang menarik untuk diteliti dampaknya terhadap investor pasar modal Indonesia (BEI). Dampak Paket kebijakan ekonomi tahap I Jokowi – JK terhadap investor di Bursa Efek Indonesia (BEI) ini menarik untuk diteliti karena dikeluarkan ditengan-tengah dasarnya sentimen negatif terhadap perekonomian dunia, yaitu dimulainya *tapering off* dan isu

kenaikan suku bunga bank sentral Amerika Serikat.

Bagi Indonesia, isu *tapering off* dan isu kenaikan suku bunga bank sentral Amerika Serikat, telah berdampak sangat mendalam terhadap perekonomian, di mana IHSG yang pada bulan Maret 2015 masih berada pada level 5.100, maka pada bulan September 2015, yaitu sebelum dikeluarkannya Paket Kebijakan Ekonomi Jokowi – JK tahap I, IHSG telah menyentuh level 3.900. Demikian juga, kurs US Dollar yang semula pada bulan Maret 2015 masih berada pada level Rp. 9.000, maka pada bulan September 2015 telah menyentuh level Rp. 14.800.

Beberapa *event study* yang telah dilakukan untuk menganalisis reaksi investor pasar modal Indonesia terhadap peristiwa-peristiwa ekonomi dalam negeri membuktikan bahwa peristiwa-peristiwa tersebut memiliki *information content* yang relevan bagi para investor pasar modal, sehingga pasar modal bereaksi, misalnya pada peristiwa Likuidasi 16 Bank tahun 1997 (Manullang, 2004). Akan tetapi, pada beberapa *event study* lainnya terhadap peristiwa-peristiwa ekonomi dalam negeri, membuktikan bahwa tidak ada *information content*, sehingga pasar tidak bereaksi, misalnya pada peristiwa kenaikan harga BBM tanggal 1 April 2002 dan peristiwa pengesahan gubernur BI tanggal 14 Mei 2003 (Manullang, 2004). Hal ini menunjukkan bahwa tidak semua peristiwa-peristiwa ekonomi dalam negeri memiliki *information content*, sehingga timbul pertanyaan apakah peristiwa dikeluarkannya Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK memiliki *information content* bagi investor di Bursa Efek Indonesia?

Berdasarkan *research gap* tersebut, maka penelitian ini ditujukan untuk menemukan bukti empiris pada kondisi perekonomian yang berbeda dari kondisi perekonomian pada penelitian-penelitian sebelumnya. Pada penelitian ini, Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi - JK dikeluarkan di tengah-tengah dasarnya sentimen negatif terhadap perekonomian dunia, yaitu pada saat sedang berlangsung-

nya *tapering off* dan isu kenaikan suku bunga bank sentral Amerika Serikat, merosotnya perekonomian Tiongkok, dan *default*-nya Yunani dalam melakukan pembayaran utang luar negerinya.

TINJAUAN PUSTAKA

Pasar Modal Efisien

Pengertian “pasar modal yang efisien” telah digunakan dalam beberapa konteks untuk menjabarkan karakteristik operasi pasar modal. Terdapat perbedaan antara pasar modal yang efisien secara operasional (efisien secara internal) dengan pasar modal yang efisien dalam penetapan harga (efisien secara eksternal) (Jogiyanto, 2003). Dalam pasar yang efisien secara operasional, para investor dapat memperoleh kualitas jasa transaksi yang sebanding dengan biaya intrinsik yang dikeluarkannya untuk mendapatkan jasa-jasa tersebut. Jadi, dalam pasar yang efisien secara internal, setiap tambahan biaya transaksi selalu diimbangi dengan peningkatan kualitas jasa transaksi.

Efisiensi penetapan harga mengacu pada pasar di mana harga-harga pada setiap saat sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia sesuai dengan penilaian sekuritas. Di dalam pasar modal yang memiliki persaingan sempurna, harga keseimbangan (ekuilibrium) suatu aktiva ditentukan oleh kekuatan tarik-menarik antara penawaran dengan permintaan *aggregate*. Besarnya penawaran dan permintaan *aggregate* suatu aktiva tersebut dipengaruhi oleh informasi yang tersedia. Dengan demikian, harga keseimbangan suatu aktiva mencerminkan konsensus bersama antara semua pihak yang terlibat dalam pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Jika terdapat informasi baru yang relevan dengan suatu aktiva masuk ke pasar, maka informasi tersebut akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai aktiva yang bersangkutan. Akibatnya adalah akan terjadi pergeseran harga keseimbangan ke arah harga keseimbangan yang baru. Harga keseimbangan yang baru ini akan tetap

bertahan sampai ada informasi yang lebih baru lagi, yang relevan dengan aktiva tersebut, masuk ke pasar untuk merubahnya kembali ke harga keseimbangan yang lebih baru lagi (Jogiyanto, 2003).

Bagaimana reaksi suatu pasar terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Jika reaksi pasar adalah cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru, yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar yang efisien (Jogiyanto, 2003). Jadi ada keterkaitan antara teori pasar modal yang menjelaskan tentang keadaan keseimbangan dengan konsep efisiensi pasar yang menjelaskan bagaimana pasar memproses informasi untuk menuju ke posisi keseimbangan yang baru.

Fama (1970) dalam Jogiyanto (2003) mengklasifikasikan efisiensi pasar menjadi tiga macam berdasarkan bentuk informasinya, yaitu informasi masa lalu, menjadi efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*); informasi sekarang yang sedang dipublikasikan, menjadi efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*); dan informasi privat, menjadi efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*).

Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan *random walk theory*, yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jadi nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa dalam pasar efisien bentuk lemah investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan, termasuk informasi yang

berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.

Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia, termasuk informasi privat.

Pengujian Efisiensi Pasar Modal

Untuk mengetahui apakah suatu pasar modal efisien dalam bentuk lemah, setengah kuat, atau kuat maka perlu diuji. Pengujian ini dituangkan dalam suatu hipotesis yang disebut sebagai Hipotesis Pasar Efisien atau *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Fama (1970) membagi pengujian efisiensi pasar menjadi tiga, yaitu:

1. Pengujian-pengujian bentuk lemah (*weak-form tests*), yaitu menguji seberapa kuat informasi harga-harga masa lalu dapat memprediksi *return* di masa datang.
2. Pengujian-pengujian bentuk setengah kuat (*semi-strong-form tests*), yaitu menguji seberapa cepat informasi yang dipublikasikan tercermin pada harga sekuritas.
3. Pengujian-pengujian bentuk kuat (*strong-form tests*) yaitu menguji apakah investor yang memiliki informasi privat bisa mendapatkan *abnormal return*.

Selanjutnya, Fama (1991) mengganti nama ketiga macam pengujian efisiensi pasar tersebut menjadi sebagai berikut:

1. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk lemah menjadi pengujian-pengujian terhadap pendugaan *return* (*tests for return predictability*).
2. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat menjadi studi-studi peristiwa (*event studies*).
3. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk kuat menjadi pengujian-pengujian terhadap informasi privat (*tests for private information*).

Studi Peristiwa (Event Study)

Studi peristiwa (*event study*) adalah suatu studi yang mempelajari reaksi investor

di pasar modal terhadap terjadinya suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan (Jogiyanto, 2003). Informasi yang dipublikasikan tersebut dapat berupa (a) informasi yang bersumber dari internal perusahaan (*corporate action*), hanya mempengaruhi harga sekuritas perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut; (b) informasi yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut; maupun (c) informasi yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar modal. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak pada semua perusahaan emiten.

Kritzman (1994) menyebutkan bahwa tujuan dari *event study* adalah untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi sekuritas dengan *return* dari sekuritas tersebut. *Event study* juga dapat digunakan untuk mengukur dampak suatu peristiwa ekonomi terhadap nilai perusahaan (MacKinlay, 1997). Lamasigi (2002) menyatakan bahwa *event study* dikembangkan untuk menganalisis reaksi investor pasar modal terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan. Peristiwa tersebut dapat berupa peristiwa ekonomi maupun peristiwa nonekonomi yang tujuannya untuk mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham. Jogiyanto (2003) menyatakan bahwa studi peristiwa dapat digunakan untuk menguji dua hal, yaitu: (1) menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman, dan (2) menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Pengujian kandungan informasi dari pengumuman suatu peristiwa ditujukan untuk melihat reaksi investor di pasar modal terhadap suatu pengumuman. Jika pengumuman tersebut mengandung informasi, maka diharapkan investor di pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut

diterima. Reaksi investor ini ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi investor ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Jadi, jika suatu pengumuman mengandung informasi, maka akan memberikan *abnormal return* kepada investor di pasar modal. Sebaliknya, jika pengumuman tersebut tidak mengandung informasi, maka tidak akan memberikan *abnormal return* kepada investor di pasar modal.

Abnormal Return dan Expected Return

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa pengujian kandungan informasi dari suatu pengumuman ditujukan untuk melihat reaksi investor di pasar modal terhadap suatu peristiwa. Reaksi investor ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*.

Abnormal return menurut Jogiyanto (2003) adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). *Abnormal return* atau *excess return* ini merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi dari *return* normalnya. *Return* normal adalah *return* yang diharapkan investor dengan mempertimbangkan tingkat risikonya.

Brown & Warner (1985) dalam Jogiyanto (2003) menyatakan bahwa *expected return* dapat dihitung dengan menggunakan tiga model estimasi, yaitu :

1. Mean-adjusted Model

Model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*) menyatakan bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan, yang nilainya sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*).

2. Market Model

Model pasar (*market model*) atau model indeks tunggal (*single index model*) merupakan model yang didasarkan pada hasil pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks pasar. Kebanyakan saham cenderung mengalami kenaikan harga jika

indeks harga saham gabungan naik, demikian juga sebaliknya.

3. Market-adjusted Model

Model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*) menyatakan bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* dari 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.

Penelitian Terdahulu

Banyak penelitian telah dilakukan untuk mengetahui keterkaitan antara informasi baru yang dipublikasikan dengan harga saham. Sebagian besar dari *event study* yang dilakukan terkait langsung dengan aktivitas ekonomi atau bisnis dari emiten yang bersangkutan, seperti pengumuman laba, kebijakan dividen, pengumuman akuisisi atau merger. Namun, pada perkembangan selanjutnya, *event study* dilakukan juga untuk menganalisis pengaruh peristiwa-peristiwa yang terkait dengan ekonomi makro seperti perubahan kurs, suku bunga, ataupun kebijakan ekonomi yang ditetapkan oleh pemerintah terhadap perubahan harga saham (Suryawijaya dan Setiawan, 1998)

Husnan *et al* (1996) meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan dengan indikator Aktivitas Volume Perdagangan (*Trading Volume Activity – TVA*) dan Variabilitas Tingkat Keuntungan Sekuritas (*Security Return Variability – SRV*). Dengan sampel 30 saham perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan bulan Desember 1993 dan Maret 1994 ditemukan perbedaan signifikan TVA antara sekitar pengumuman dengan pada hari pengumuman, antara sebelum dengan sesudah pengumuman, juga antara bulan Desember dengan bulan Maret baik sebelum pengumuman, sesudah pengumuman, maupun keseluruhannya. Pengujian terhadap SRV menemukan perbedaan signifikan antara sebelum dengan sesudah pengumuman bulan Maret, dan antara sekitar pengumuman dengan pada hari peng-

muman bulan Desember. Peneliti mengambil kesimpulan bahwa laporan keuangan bulan bulan Maret memberikan informasi baru bagi investor, sedangkan laporan keuangan bulan Desember biasanya hanya merupakan konfirmasi searah terhadap laporan bulan Maret.

Affandi & Utama (1998) melakukan pengujian efisiensi bentuk setengah kuat di BEJ selama periode 1996–1997 dengan menggunakan *event* pengumuman laba. Indikator yang digunakan adalah *abnormal return*. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa pada tahun 1996 – 1997 BEJ belum mencapai efisiensi bentuk setengah kuat. Hal ini ditandai dengan kurang cepatnya 31 harga saham menyesuaikan diri terhadap pengumuman laba walaupun terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Studi peristiwa (*Event study*) terhadap peristiwa makroekonomi antara lain dilakukan oleh Susiyanto (1999) yang menganalisis peristiwa Reformasi Perbankan tanggal 13 Maret 1999 dan peristiwa Penerbitan Obligasi Pemerintah tanggal 28 Mei 1999. Dengan menggunakan sampel 17 saham perusahaan perbankan ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan di seputar kedua peristiwa tersebut walaupun tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa. Sedangkan pengujian terhadap rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan (*Trading Volume Activity – TVA*) menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa Reformasi Perbankan, tetapi tidak signifikan pada peristiwa Penerbitan Obligasi Pemerintah

Penundaan Pencairan Bantuan IMF yang terjadi pada bulan Maret 2000 merupakan peristiwa ekonomi lain yang diteliti oleh Mahgianti (2001). Obyek penelitiannya terdiri dari 37 saham yang sebagian besar dimiliki oleh investor asing, sedangkan pembandingnya adalah 36 saham yang kepemilikannya didominasi oleh investor domestik. Dari hasil pengujian *Cummulative Abnormal Return (CAR)* baik pada saham

asing maupun domestik tampak bahwa pengumuman penundaan pencairan bantuan IMF memiliki kandungan informasi negatif yang terlihat dari adanya *negative abnormal return* yang signifikan sebelum dan setelah pengumuman. Sedangkan pada pengujian *Cummulative Abnormal Trading Volume Activity (CATVA)* ditemukan adanya penurunan rata-rata CATVA setelah pengumuman, bahkan pada saham dominasi asing mencapai CATVA negatif. Reaksi pasar yang berlangsung dalam jangka waktu cukup lama (sepuluh hari perdagangan) dapat memunculkan dugaan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien setengah kuat.

Identifikasi Peristiwa

Penelitian ini menguji reaksi investor di bursa efek Indonesia terhadap peristiwa ekonomi yang dipercaya memiliki dampak pada pasar modal. Peristiwa ekonomi tersebut adalah peristiwa diumumkannya Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK pada tanggal 9 September 2015

Dengan tujuan menggerakkan ekonomi nasional, Presiden Joko Widodo (Jokowi) pada Rabu, 9 September 2015, meluncurkan Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I. Presiden menyebutkan ada 3 (tiga) langkah dalam Paket Kebijakan Ekonomi tersebut, yaitu:

1. Mendorong daya saing industri nasional melalui deregulasi, debirokratisasi, serta penegakan hukum dan kepastian usaha;
2. Mempercepat proyek strategis nasional dengan menghilangkan berbagai hambatan, sumbatan dalam pelaksanaan dan penyelesaian proyek strategis nasional;
3. Meningkatkan investasi di sektor properti. Dari sudut pandang investor di pasar modal, peristiwa ini dapat dianggap sebagai peristiwa yang berdampak positif bagi perekonomian Indonesia, sehingga diharapkan dapat menaikkan harga-harga saham di BEI.

Hipotesis

Peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi-JK, yang diharapkan dapat mendorong kegiatan perekonomian dalam negeri, oleh para investor di

pasar modal akan dipandang sebagai peristiwa yang memiliki kandungan informasi positif. Sebaliknya jika peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK tersebut dipandang dapat menghambat kegiatan perekonomian dalam negeri, sehingga perusahaan tiak dapat meningkatkan kemakmuran bagi para pemegang sahamnya, oleh para investor di pasar modal akan dipandang sebagai peristiwa yang memiliki kandungan informasi negatif. Para investor di pasar modal akan bereaksi sesuai dengan kandungan informasi yang relevan bagi mereka.

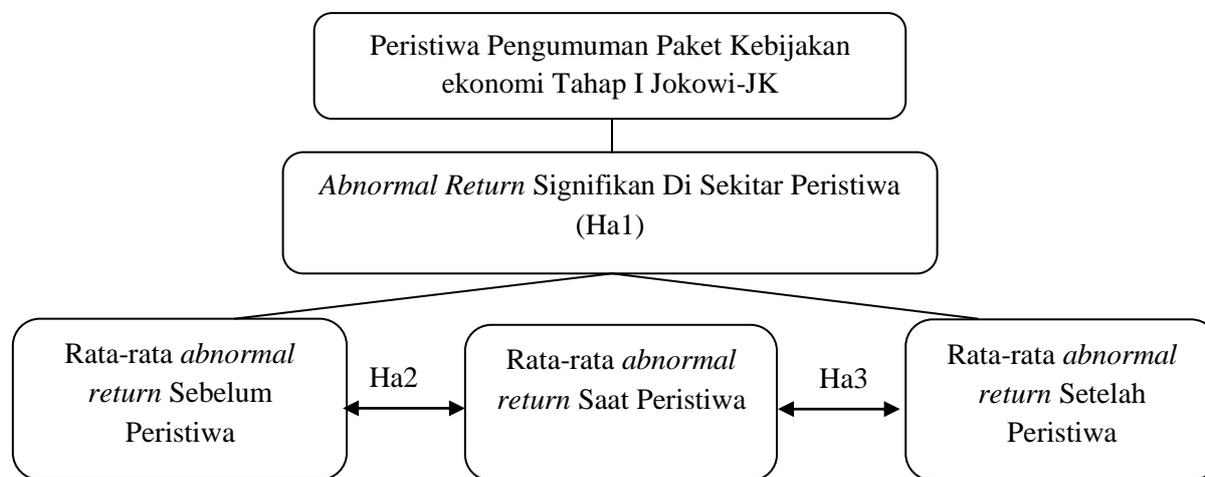
Peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK yang memiliki kandungan informasi yang relevan bagi investor akan menimbulkan reaksi yang tercermin melalui perubahan harga saham. Reaksi ini dapat diukur melalui indikator *abnormal return*. Jika investor bereaksi terhadap peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK, maka akan terdapat *abnormal return* yang

signifikan di sekitar terjadinya peristiwa tersebut, yaitu di dalam rentang *event period*-nya, serta akan terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan saat serta antara saat dan setelah terjadinya pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK. Dari penjelasan tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut.

Ha1 : Terdapat *Abnormal Return* (AR) positif yang signifikan di sekitar terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK.

Ha2 : Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* positif yang signifikan antara sebelum dan saat terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK.

Ha3 : Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* negatif yang signifikan antara saat dan setelah terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK.



Gambar 1. Model Kerangka pemikiran Teoritis Reaksi Investor Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Jokowi – JK

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh saham yang secara konsisten terdaftar dalam indeks LQ 45 selama periode penelitian. Alasan pemilihan saham-saham LQ 45 sebagai populasi penelitian didasarkan pada

pertimbangan bahwa BEI sebagai *emerging market*. Salah satu karakteristi *emergin market* adalah pasar yang tipis (*thin market*), di mana sebagian besar sahamnya tidak aktif diperdagangkan (saham tidur). Karena LQ 45 terdiri atas saham-saham yang paling aktif diperdagangkan di BEI, maka diharap-

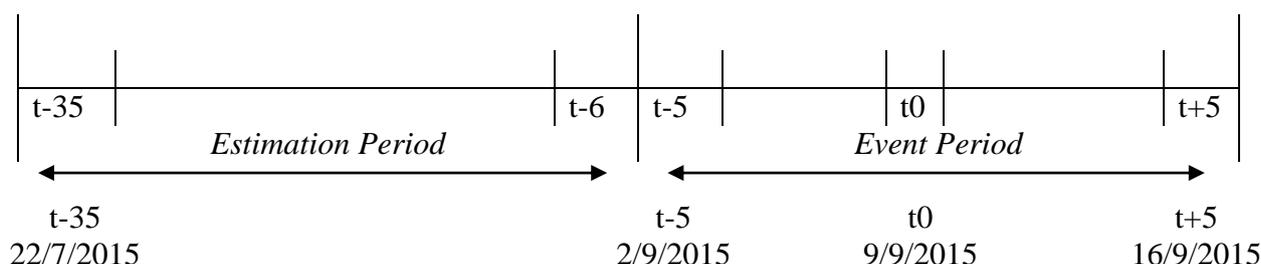
kan reaksi investor terhadap peristiwa pengumuman Paket kebijakan Ekonomi Jokowi – JK akan tercermin melalui pergerakan harga saham yang termasuk dalam indeks LQ 45 tersebut. Adapun sampel penelitian ini diambil dengan teknik *purposive sampling*, yaitu saham-saham yang tidak melakukan *corporate action* selama periode peristiwa, dengan maksud untuk menghindari *confounding effect*.

Periode Penelitian

Tanggal suatu peristiwa dipublikasikan untuk pertamakalinya ditetapkan sebagai Hari Peristiwa (*event day* – t_0). Apabila tanggal tersebut merupakan tanggal libur perdagangan saham, maka tanggal perdagangan saham terdekat berikutnya ditetapkan sebagai *event day*.

Periode peristiwa (*event period*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah lima hari perdagangan sebelum terjadinya peristiwa

($t-5$) sampai dengan lima hari perdagangan setelah terjadinya peristiwa ($t+5$). Dengan *event period* selama 11 hari diharapkan reaksi investor BEI terhadap peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Jokowi sudah dapat terlihat. Sedangkan menurut Affandi dan Utama (1998), apabila *event period* yang digunakan terlalu panjang, maka dikawatirkan terdapat peristiwa lain yang juga menyebabkan reaksi investor, sehingga hasil penelitian menjadi bias. Adapun untuk mendapatkan *expected return* selama periode peristiwa, digunakan periode estimasi (*estimation period*) selama 30 hari, yaitu dari 6 hari perdagangan saham sebelum terjadinya peristiwa ($t-6$) hingga 35 hari perdagangan saham sebelum terjadinya peristiwa ($t-35$). Periode estimasi selama 30 hari ini dipandang sudah memadai untuk memprediksi *expected return* selama *event period*.



Gambar 2. Periode Penelitian

Pengukuran Variabel

Variabel penelitian ini adalah Reaksi Investor yang diukur dengan menggunakan *abnormal return*. *Abnormal return* didefinisikan sebagai selisih antara tingkat keuntungan sesungguhnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). Secara matematis *abnormal return* dirumuskan sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_i)$$

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada hari t.

$R_{i,t}$ = *actual return* saham i pada hari t.

$E(R_i)$ = *expected return* saham i.

Actual return saham i pada hari t, dapat dihitung dengan rumus:

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

$P_{i,t}$ = harga saham i pada hari t.

$P_{i,t-1}$ = harga saham i pada hari t-1.

Pada penelitian ini, *expected return* dihitung dengan menggunakan *Mean-adjusted Model*,

$$\text{dengan persamaan: } E(R_i) = \frac{\sum_{t=1}^n R_i}{n}$$

Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang dikumpulkan dari www.IDX.co.id,

dan media masa. Adapun data yang dikumpulkan adalah:

1. Tanggal peristiwa publikasi Paket Kebijakan Ekonomi Jokowi diperoleh dari media masa.
2. Saham-saham yang masuk indeks LQ 45 selama periode penelitian diperoleh dari www.IDX.co.id.
3. Harga penutupan saham-saham yang masuk Indeks LQ 45 pada 36 hari sebelum sampai 5 hari setelah peristiwa diperoleh www.IDX.co.id.

Analisis Hasil Penelitian

Pengujian hipotesis adanya *abnormal return* signifikan pada periode peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK (Ha1) digunakan uji *One Sample T – test* di mana *null hypothesis*-nya adalah rata-rata *abnormal return* pada hari t bernilai nol. Jika nilai signifikansi *One Sample T – test* lebih kecil dari $\alpha = 0,05$, maka *null hypothesis* ditolak atau menerima Ha1, artinya terdapat *abnormal return* signifikan pada periode peristiwa (*event period*) atau investor BEI bereaksi terhadap peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK.

Pengujian hipotesis adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* signifikan antara sebelum dan saat (Ha2), antara saat dan setelah (Ha3) peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK digunakan alat uji *Wilcoxon Signed Rank Test* pada tingkat signifikansi 5%, di mana *null hypothesis*-nya adalah beda rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan saat, antara saat dan setelah peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK bernilai nol. Jika nilai signifikansi *Wilcoxon Signed Rank Test* lebih kecil dari $\alpha = 0,05$, maka *null hypothesis* ditolak atau menerima Ha2, Ha3 artinya terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* signifikan antara sebelum dan saat, antara saat dan setelah peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK atau investor BEI bereaksi terhadap peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil perhitungan statistik deskriptif rata-rata *abnormal return* saham selama periode penelitian disajikan pada Tabel 1.

Berdasarkan Tabel 1 diketahui bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum terjadinya peristiwa bertanda negatif (-), hal ini menunjukkan bahwa belum ada reaksi dari investor terhadap Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK. Pada saat terjadinya peristiwa, rata-rata *abnormal return* bertanda positif (+) dan mengalami kenaikan sebesar 0.0217, hal ini menunjukkan adanya respon positif dari investor pasar modal Indonesia terhadap Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK. Setelah terjadinya peristiwa, rata-rata *abnormal return* masih bertanda positif (+), namun telah mengalami penurunan sebesar 0,0175, hal ini mengindikasikan bahwa reaksi investor terhadap peristiwa pengumuman paket kebijakan ekonomi tahap I Jokowi – JK sudah mulai menurun.

Perhitungan rata-rata *abnormal return* saham secara harian selama periode peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK dapat dilihat pada Tabel 2. Hasil perhitungan rata-rata *abnormal return* selama lima hari sebelum peristiwa (t-5) sampai dengan dua hari sebelum peristiwa (t-2) menunjukkan nilai yang bervariasi antara positif dan negatif, hal ini mengindikasikan bahwa pada periode t-5 sampai dengan t-2 belum ada reaksi dari investor terhadap peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK. Pada periode t-1 sampai dengan t+3 terdapat *abnormal return* positif, hal ini mengindikasikan bahwa investor mulai bereaksi terhadap peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK. Sedangkan pada t+4 sampai dengan t+5 *abnormal return* tandanya bervariasi negatif dan positif, hal ini mengindikasikan bahwa reaksi investor terhadap peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK sudah hilang, dan bursa efek berjalan normal.

Tabel 1. Rata-Rata dan Standar Deviasi *Abnormal Return* Selama Periode Peristiwa

Periode	Rata-Rata <i>Abnormal Return</i>	Standar Deviasi
Lima hari sebelum peristiwa	-0,0001	0,0144
Pada saat peristiwa	0,0216	0,0390
Lima hari setelah peristiwa	0,0041	0,0132

Sumber: Data sekunder diolah, 2015

Analisis Hasil Penelitian

Pengujian Hipotesis Ha1

Terdapat *Abnormal Return* (AR) positif signifikan di sekitar terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK.

Hasil pengujian adanya *abnormal return* positif yang signifikan di sekitar peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK (Ha1) disajikan pada Tabel 3.

Dari Tabel 3 dapat diketahui bahwa dari periode t-5 sampai dengan t-2 tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan, pada periode t-1 sampai dengan t+3 terdapat *abnormal return* yang signifikan, sedangkan pada periode t+4 sampai dengan t+5 kembali tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK.

Pengujian Hipotesis Ha2

Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* positif yang signifikan antara Saat dan Sebelum terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK.

Hasil pengujian hipotesis adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* signifikan antara Saat dan Sebelum terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK disajikan pada Tabel 4.

Dari Tabel 4 dapat diketahui bahwa antara Saat dan Sebelum terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK terdapat rata-rata peningkatan *abnormal return* yang signifikan sebesar 0,022 sehingga dapat disimpulkan bahwa memang terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara Sebelum dan Saat terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK atau Ha2 diterima.

Pengujian Hipotesis Ha3

Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal returns* negatif yang signifikan antara Saat dan Setelah terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK.

Hasil pengujian hipotesis adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* signifikan antara Saat dan Setelah terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK disajikan pada Tabel 5.

Dari Tabel 5 dapat diketahui bahwa antara Saat dan Setelah terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK terdapat rata-rata penurunan *abnormal return* yang signifikan sebesar -0,017 sehingga dapat disimpulkan bahwa memang terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara Setelah dan Saat terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK atau Ha3 diterima.

Tabel 2. *Abnormal Return* Rata-Rata Selama Periode Peristiwa

Periode	Tanggal	Rata-Rata Abnormal Return	Keterangan
t-5	02/09/2015	-0,0001	Abnormal return tandanya bervariasi positif dan negatif menunjukkan belum ada reaksi dari investor
t-4	03/09/2015	0,0219	
t-3	04/09/2015	-0,0085	
t-2	07/09/2015	-0,0286	
t-1	08/09/2015	0,0149	
t0	09/09/2015	0,0216	Abnormal return bertanda positif menunjukkan ada reaksi dari investor
t+1	10/09/2015	0,0015	
t+2	11/09/2015	0,0103	
t+3	14/09/2015	0,0109	
t+4	15/09/2015	-0,0058	
t+5	16/09/2015	0,0037	Abnormal return bertanda positif dan negatif menunjukkan sudah tidak ada reaksi dari investor

Sumber: Data sekunder diolah, 2015

Tabel 3. Hasil Pengujian *Abnormal Return* pada Periode Peristiwa

Periode	Rata-Rata Abnormal Return	Signifikansi	Keterangan
t-5	-0,000091	0,979	Tidak signifikan
t-4	0,021909	0,000	Signifikan
t-3	-0,008542	0,002	Tidak signifikan karena bertanda negatif.
t-2	-0,028620	0,000	Tidak signifikan karena bertanda negatif.
t-1	0,014856	0,003	Signifikan
t0	0,021624	0,001	Signifikan
t+1	0,001447	0,761	Tidak signifikan
t+2	0,010313	0,033	Signifikan
t+3	0,010911	0,001	Signifikan
t+4	-0,005791	0,045	Tidak signifikan karena bertanda negatif.
t+5	0,003702	0,331	Tidak signifikan

Sumber: Data sekunder diolah, 2015

Tabel 4. Hasil Pengujian Perbedaan *Abnormal Return* Sebelum dan Saat (H2a) Terjadinya Peristiwa Pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi–JK.

Peristiwa	Perbedaan Rata-Rata <i>Abnormal Return</i>	Deviasi Standar	Sig. (2-tailed)
Pair 1 Saat - Sebelum	0,0217178	,0356874	,000

Sumber: Data sekunder diolah, 2015

Tabel 5. Hasil Pengujian Perbedaan *Abnormal Return* Saat dan Setelah (Ha3) Terjadinya Peristiwa Pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi–JK.

Peristiwa	Perbedaan Rata-Rata <i>Abnormal Return</i>	Deviasi Standar	Sig. (2-tailed)
Pair 2 Setelah - Saat	-0,0175111	,0350448	,002

Sumber: Data sekunder diolah, 2015

Pembahasan

Hasil pengujian Ha1 menyatakan bahwa terdapat *Abnormal Return* (AR) positif yang signifikan di sekitar terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK. Munculnya *abnormal return* positif signifikan pada t-1 mengindikasikan kemungkinan adanya kebocoran informasi dikalangan investor pasar modal di BEI. Isu-isu mengenai dampak positif Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK mulai beredar di kalangan investor pasar modal Indonesia sehingga timbul reaksi di kalangan investor yang pada akhirnya menyebabkan munculnya *abnormal return* signifikan pada periode t-1 tersebut.

Selama periode t0 sampai dengan t+3 terdapat *abnormal return* positif, yang tertinggi yaitu pada t0, hal ini mengindikasikan bahwa pada periode t0 tersebut investor pasar modal Indonesia benar-benar bereaksi positif terhadap paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK. Akan tetapi pada periode t+1, meskipun *abnormal return* positif namun tidak signifikan, hal ini diperkirakan bahwa investor pasar modal Indonesia sempat meragukan dampak positif paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK terhadap pemulihan ekonomi atau mungkin para investor perlu waktu untuk menganalisa dampak paket Kebijakan Ekonomi tersebut.

Pada periode t+2 sampai t+3 *abnormal return* kembali signifikan hal ini diperkirakan adanya invertor yang terlambat bereaksi. Pada t+4 *abnormal return* bertanda negatif (-) dan pada t+5 *abnormal return* tidak signifikan, hal ini menunjukkan bahwa reaksi investor terhadap paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK sudah hilang.

Meskipun demikian, secara umum dapat disimpulkan bahwa investor pasar modal Indonesia merespon positif peristiwa ini, ditandai adanya *abnormal return* bernilai positif pada t-1 sampai t+3.

Adanya reaksi positif dari para investor pasar modal Indonesia terhadap paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK dibuktikan juga dengan diterimanya Ha2, yaitu terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan saat terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK. Reaksi tersebut tepatnya terjadi sejak t-1. Sedangkan diterimanya Ha3, yaitu terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* negatif yang signifikan antara Saat dan Setelah terjadinya peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK, hal ini menguatkan dugaan bahwa reaksi invertor terhadap Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK mulai hilang setelah Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK tersebut diumumkan, tepatnya yaitu sejak t+4.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan analisis hasil penelitian yang telah diuraikan di atas, dapat disimpulkan bahwa:

1. Investor pasar modal Indonesia merespon informasi pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK sebagai kabar baik, sehingga mereka bereaksi positif, hal ini ditunjukkan oleh adanya *abnormal return* positif signifikan mulai dari t-1 sampai t+3.

2. Reaksi investor pasar modal Indonesia terhadap peristiwa pengumuman Paket Kebijakan Ekonomi Tahap I Jokowi – JK, dalam perspektif investasi di pasar modal, tidak bersifat sesaat, hal ini ditunjukkan oleh adanya abnormal return positif selama lima hari berturut-turut, yaitu mulai dari t-1 sampai dengan t+3.

Saran

Berikut ini beberapa saran yang dapat dijadikan pertimbangan bagi penelitian selanjutnya:

1. Penelitian ini menggunakan *mean-adjusted model*, dalam mengestimasi tingkat pengembalian yang diharapkan. Oleh sebab itu bagi penelitian selanjutnya disarankan untuk mencoba menggunakan *market adjusted model* dan *market model* atau menggunakan ketiga model, kemudian hasil perhitungan ketiga model tersebut dapat diperbandingkan untuk mengetahui dampaknya terhadap hasil penelitian.
2. Penelitian ini hanya menggunakan satu indikator pengukur reaksi pasar, yakni *abnormal return*. Oleh karena itu bagi penelitian selanjutnya disarankan untuk dapat mengembangkan indikator pengukur reaksi pasar lainnya, misalnya frekuensi perdagangan saham dan *bid-ask spread* saham untuk memperkaya hasil penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Affandi, U. & Utama, S. (1998). Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*, 03 (Maret).
- Husnan, S., Hanafi, M. M., & Wibowo, A. (1996). Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan. *Kelola*, V(11).
- Jogiyanto, H.M. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi 3*. Yogyakarta: BPFE.
- Kritzman, M. P. (1994). What Practitioners Need To Know About Event Studies. *Financial Analyst Journal*, November-December (1994), 17-20.
- Lamasigi, T. A. (2002). Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Pergantian Presiden Republik Indonesia 23 Juli 2001 : Kajian Terhadap Return Saham LQ-45 di PT Bursa Efek Jakarta. *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi V*.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, Vol.XXXV (March).
- Mahgianti, R. (2001). Perilaku Harga dan Volume Perdagangan (Studi Peristiwa Dampak Penundaan Pencairan Bantuan IMF pada Saham Dominasi Asing dengan Pendekatan Koreksi Beta). *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi IV*.
- Pope, P. & Inyangete, C. G. (1992). Differential Information, The Variability of UK Stock Returns, and Earnings Announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, June.
- Suryawijaya, M. A., & Setiawan, F. A. (1998). Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996). *Kelola*, 7(1998).
- Zaqi, M. (2006). Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa – Peristiwa Ekonomi Dan Peristiwa – Peristiwa Sosial-Politik Dalam Negeri (Studi Pada Saham Lq45 Di Bej Periode 1999-2003), *Tesis (tidak dipublikasikan)*, Program Studi Magister Manajemen Program Pasca-sarjana Universitas Diponegoro Semarang.