

**EKSPEKTASI PASAR ATAS KEBIJAKAN  
RESUFFLE KABINET KERJA :  
UJI KEKUATAN (*ROBUSTNESS*) METODA *EVENT STUDY***



**Disusun Oleh :**

**Bayu Sindhu Raharja, S.E, M.Sc**

**NIDN. 0610088801**

**Wawan Satyo Nugroho, S.E, M.Si, C.A**

**NIDN. 0623058303**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH MAGELANG  
TAHUN 2015**

**HALAMAN PENGESAHAN**  
**PENELITIAN FAKULTAS EKONOMI**

**Judul Penelitian** : Ekspektasi Pasar Atas Kebijakan Resuffle Kabinet Kerja

**Kode/ Nama Rumpun Ilmu** : 571/ Manajemen

**Ketua Peneliti**

Nama : Bayu Sindhu Raharja, S.E, M.Sc  
NIDN : 0610088801  
Jabatan Fungsional : -  
Program Studi : Manajemen  
Nomor HP : 081329995034  
Email : [bayusindhu@gmail.com](mailto:bayusindhu@gmail.com)

**Anggota Peneliti**

**Anggota 1**

Nama : Wawan Satyo Nugroho, S.E, M.Si, C.A  
NIDN : 0623058303  
Program Studi : Akuntansi

**Biaya Penelitian** : 3.000.000

Diusulkan ke Fakultas :  
Dana Institusi Lain :  
Inkind :

Mengetahui,  
**Wakil Dekan**  
**Fakultas Ekonomi**

Magelang, 04 Januari 2016  
**Ketua Peneliti**

**Bayu Sindhu Raharja, S.E, M.Sc**  
NIDN. 06100888101

**Muhdiyanto, S.E, M.Si**  
NIDN. 0615077601

Menyetujui :

**Dekan Fakultas Ekonomi**

**Dra. Marlina Kurnia, MM**  
NIDN. 0616036401

# DAFTAR ISI

|  |     |
|--|-----|
| HALAMAN JUDUL                                      | i   |
| HALAMAN PENGESAHAN                                 | ii  |
| DAFTAR TABEL                                       | iii |
| DAFTAR GRAFIK                                      |     |
| DAFTAR GAMBAR                                      |     |
| RINGKASAN  |     |
| <br>   |     |
| BAB I PENDAHULUAN                                  | 1   |
| A. Latar Belakang                                  | 1   |
| B. Rumusan Masalah                                 | 4   |
| C. Tujuan Penelitian                               | 4   |
| D. Luaran Penelitian                               | 4   |
| E. Hipotesis                                       | 4   |
| BAB II TINJAUAN PUSTAKAN                           | 5   |
| A. Efisiensi Pasar                                 | 5   |
| B. Snapshot Perekonomian Indonesia                 | 6   |
| BAB III METODA PENELITIAN                          | 10  |
| A. Tahapan Penelitian                              | 10  |
| B. Data Dan Sampel                                 | 10  |
| C. Definisi Operasional Variabel                   | 11  |
| D. Model Penelitian                                | 12  |
| BAB IV ANALISA DAN PEMBAHASAN                      | 14  |
| A. Kondisi Pasar                                   | 14  |
| B. <i>Actual Return</i> dan <i>Required Return</i> | 16  |
| C. Abnormal Return                                 | 18  |
| D. Uji Kekuatan <i>Event Study</i>                 | 15  |

BAB V KESIMPULAN

..... 23

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

## DAFTAR TABEL

|                   |                                     |    |
|-------------------|-------------------------------------|----|
| <b>Tabel I</b>    | Data Transaksi Berjalan .....       | 6  |
| <b>Tabel II</b>   | Total Ekspor Indonesia .....        | 6  |
| <b>Tabel III</b>  | Data Inflasi Bulanan .....          | 7  |
| <b>Tabel IV</b>   | Snapshoot Pasar Modal (Saham) ..... | 14 |
| <b>Tabel V</b>    | Snapshoot Pasar Modal .....         | 15 |
| <b>Tabel VI</b>   | Beta Perusahaan .....               | 16 |
| <b>Tabel VII</b>  | Abnormal Return .....               | 20 |
| <b>Tabel VIII</b> | Abnormal Return .....               | 22 |

## DAFTAR GRAFIK

|                   |   |    |
|-------------------|---|----|
| <b>Grafik I</b>   | Kondisi Pasar .....                     | 13 |
| <b>Grafik II</b>  | Required Return dan Actual Return ..... | 17 |
| <b>Grafik III</b> | Required Return vs Actual Return .....  | 18 |
| <b>Grafik IV</b>  | Abnormal Return .....                   | 19 |
| <b>Grafik V</b>   | Post dan Pre- Abnormal Return .....     | 19 |

## DAFTAR GAMBAR

|                 |  |    |
|-----------------|--|----|
| <b>Gambar 1</b> | Kurs Transaksi USD .....                     | 1  |
| <b>Gambar 2</b> | Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan ..... | 2  |
| <b>Gambar 3</b> | Data Pengangguran Amerika Serikat .....      | 8  |
| <b>Gambar 4</b> | Distribusi Data Abnormal Return .....        | 23 |

## CONCLUSION

In the first of 2015, or in the beginning of Mr Jokowi as a president of Indonesia, the world's economic indicators did not stand beside him. The world of crude oil price declined continuously, economic growth of many countries walked slowly. In the other side, when economic walking down, United States being the one prospective country shown at increasing in many economic indicators, such as employment rate, current account, and balance of payment. United States of America take on favorable turn in economic indicator, and thereafter got positive sentiments from many investors. Finally it affected the demand of US Dollar and it defeated to others currency, included Indonesian Rupiah. Massive negative campaign about uncapability of new government to hundle economic slow down made worst investor sentiment, and the lose of both exchange rate and stock market prices in Indonesia over stock market prices in America is inevitable. Therefore, Mr Joko Widodo announces government cabinet's resuffle, the ultime goal is to turn negative sentiment into positive sentiment. In this research author will explain the effect of cabinet resuffle to the sentiment of investor. Using event study methods, we'll see the existing of positive abnormal return. It means that cabinet resuffle has positive effect to investor sentiment. When there is no abnormal return, both negative nor positive, it is mean that the decision of cabinet resuffle had no impact on investor sentiment. Thereby, it negate author's argument that the bad Indonesia's economic indicator not manifest the real condition of Indonesia.



# BAB I

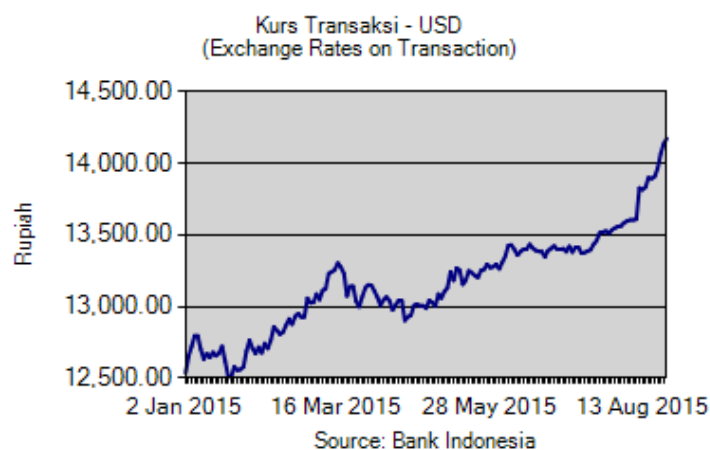
## PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang

Pada hari Selasa tanggal 12 Agustus 2015 Presiden Republik Indonesia, Ir. H. Joko Widodo, melantik menteri baru sebagai respon dari kebijakan *resuffle* kabinet yang telah ditetapkan. Ada 5 menteri yang terkena *resuffle*, menteri tersebut adalah Menteri Koordinator Bidang Kemaritiman yang semula dijabat oleh Indroyono Soesilo digantikan oleh Rizal Ramli, Menteri Bappenas semula dijabat oleh Andrinof Chaniago diganti oleh Sofyan Djalil, Menteri Koordinator Bidang Perekonomian yang semula dijabat oleh Sofyan Djalil digantikan oleh Darmin Nasution, Menteri Perdagangan semula dijabat Rahmat Gobel digantikan oleh Thomas Lembong, kemudian yang terakhir Menko Polhukam yang semula dijabat oleh Tedjo Edhy Purdijatno diganti oleh Luhut Binsar Panjaitan. *Resuffle* kabinet kerja yang dilakukan oleh Presiden sudah barang tentu memiliki alasan, menurut hemat penulis *resuffle* kabinet kerja ini merupakan respon dari kondisi perekonomian Indonesia beberapa bulan terakhir ini.

Dari indikator makroekonomi perekonomian Indonesia beberapa bulan terakhir bisa penulis katakan kurang menggembirakan. Berdasarkan data dari Bank Indonesia, nilai tukar rupiah terhadap Dollar Amerika dari bulan Januari 2015 sampai dengan bulan Agustus 2015 menunjukkan tren penurunan, atau dengan kata lain Dollar Amerika mengalami penguatan terhadap mata uang Rupiah, seperti yang terlihat dalam grafik dibawah ini :

**Gambar 1**



Indikator lain bisa kita lihat pada fluktuasi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang beberapa bulan terakhir ini juga menunjukkan penurunan, seperti yang terlihat dalam gambar dibawah ini :

**Gambar 2**

**Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan**



Dari 2 indikator diatas dapat kita simpulkan bahwa ekspektasi pasar terhadap kondisi perekonomian Indonesia sejak awal tahun 2015 mengalami fluktuasi tren yang cenderung menurun. Dan dari data tersebut penulis menyatakan bahwa kebijakan presiden Jokowi meresuffle 5 menteri merupakan respon dari buruknya kondisi pasar perekonomian di Indonesia. Maka dari itu, menarik sekali untuk mengetahui bagaimana respon pasar terhadap keputusan Presiden tersebut. Dalam ranah ilmu keuangan, studi peristiwa (*event study*) digunakan untuk mengetahui respon pasar (Brown, dan Warner, 1985; Campbell, dan Shiller, 1988; Jegadeesh, dan Titman, 1993; Sorokina, Booth, dan Thornton Jr, 2013). Metoda tersebut yang akan digunakan penulis untuk mengetahui respon pasar terhadap peristiwa politik di Negeri ini. Fisman (2001) dalam risetnya yang dilakukan di Indonesia menyatakan bahwa informasi dan peristiwa yang bersifat politis secara inheren mengandung nilai ekonomis. Begitu juga dengan Kim, dan Mei (2001) yang menyatakan bahwa bursa saham di Hong Kong dipengaruhi informasi dan atau peristiwa yang bersifat politis.

Fama (1970) dalam Malkiel (2003) menyatakan bahwa *Efficient Market Hypothesis* menyatakan bahwa informasi akan secara cepat diserap oleh pasar yang kemudian terefleksikan dalam harga suatu saham, maupun komoditas keuangan lainnya. Atau dengan kata lain bahwa dengan menggunakan rerangka berfikir Fama, informasi yang muncul, atau suatu peristiwa yang terjadi, tidak akan berpengaruh

secara signifikan terhadap suatu harga pada saat itu. Fama memperkuat keyakinannya dengan melakukan riset bersama rekannya Kenneth French pada tahun 1990, yang hasilnya menunjukkan bahwa pasar memang efisien. Walaupun pada tahun 1988, Robert Shiller bersama Karl E. Case dalam penelitiannya menyatakan bahwa hipotesis pasar efisien itu sangat lemah, atau dengan kata lain bahwa pasar itu sebenarnya tidak efisien. Dengan dasar pijakan hipotesis yang menyatakan bahwa pasar itu tidak efisien, kita dapat menguji efek dari suatu peristiwa. Mengapa ?, karena informasi, yang menurut penganut hipotesis pasar efisien akan secara cepat diserap oleh pasar, secara sangat lambat diserap oleh pasar, dengan kata lain informasi hanya dimiliki oleh segelintir pelaku pasar. Sehingga pelaku pasar yang menguasai informasi (*informed investor*) akan mendapat keuntungan lebih dalam penjualan sekuritas keuangan, dalam konteks ini adalah saham. Keuntungan lebih ini ditunjukkan dengan adanya nilai abnormal return di beberapa hari setelah peristiwa itu terjadi (Brown, dan Warner, 1985; Marwan Asri, dan Faizal, 1998). Apabila nilai abnormal return positif, maka artinya peristiwa tersebut direspon positif oleh pasar. Sedangkan sebaliknya apabila abnormal return negatif, maka artinya peristiwa tersebut direspon negatif oleh pasar. Marwan Asri, dan Faizal (1998), dalam risetnya yang meneliti respon pasar terhadap peristiwa politik “Kuda Tuli” (27 Juli 1997) mendapati bahwa pasar ketika itu merespon negatif atas peristiwa politik tersebut. Mengingat peristiwa “Kuda Tuli” realitasnya pada saat itu memang memberikan efek negatif, yaitu berupa pengrusakan kantor Partai Demokrasi Indonesia. Kemudian disusul dengan bentrokan antara pendukung PDI Pro-Suryadi dan PDI Pro-Megawati, penghilangan beberapa aktivis Prodem (Pro Demokrasi), yang pada akhirnya berujung pada kerusuhan di sebagian kota Jakarta. Maka, wajar saja jika peristiwa itu direspon negatif oleh pelaku ekonomi di pasar modal saat itu. Sebaliknya, Leeds, Mirikitani, dan Tang (2009), dalam risetnya menemukan bahwa pelaku ekonomi di pasar merespon positif pengumuman keputusan bahwa Tiongkok pada tahun 2008 menjadi tuan rumah Olimpiade. Beberapa penelitian terdahulu juga menyatakan bahwa peristiwa politik akan mempengaruhi ekspektasi para pelaku ekonomi di pasar modal (Chen, Bin, dan Chen, 2005; Beaulieu, Cosset, dan Esdamm, 2005; Zach, 2003; dan Ahmed, dan Javed, 1999; He, 1999).

Dalam konteks ini, *resuffle* 5 menteri kabinet kerja menurut hemat penulis merupakan peristiwa yang memberikan informasi positif. Karena *resuffle* ini

merupakan respon dari pemerintah Indonesia atas kondisi perekonomian Negara akhir – akhir ini. Mengingat sebagian besar menteri yang digantikan adalah menteri – menteri yang membidangi masalah ekonomi. Harapan pemerintah sudah barang tentu dengan pergantian menteri akan dapat memperbaiki kinerja perekonomian secara keseluruhan. Bagaimana dengan harapan para pelaku ekonomi di pasar ?. Itu yang akan penulis teliti dalam penelitian ini.

## **B. Rumusan Masalah**

- 1) Apakah kebijakan *resuffle* menteri kabinet kerja direspon positif oleh pasar ?

## **C. Tujuan Penelitian**

Dari uraian diatas, penelitian ini bertujuan untuk meneliti ekspektasi pasar terhadap keputusan pemerintah untuk melakukan *resuffle* 5 menteri kabinet kerja.

## **D. Luaran Penelitian**

Luaran penelitian yang penulis harapkan dari penelitian ini adalah :

- 1) Hasil penelitian ini dapat penulis seminarkan dalam forum ilmiah nasional.
- 2) Hasil penelitian ini dapat penulis terbitkan dalam jurnal nasional terakreditasi.
- 3) Penelitian akan memperkaya khazanah keilmuan sebagai bahan ajar di kelas.

## **E. Hipotesis**

$H_1$  : Kebijakan *resuffle* menteri kabinet kerja direspon positif oleh pelaku pasar, yang ditunjukkan dengan adanya nilai *abnormal return* yang positif.

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **A. Efisiensi Pasar**

Hipotesis pasar efisien menyatakan bahwa harga sekuritas di pasar merefleksikan informasi – informasi yang ada di pasar (Fama, 1970). Dengan kata lain, informasi – informasi yang beredar di pasar dapat secara cepat diserap oleh para pelaku ekonomi. Yang kemudian terefleksikan dalam bentuk harga sekuritas (Basu, 1977). Dengan asumsi ini, para pelaku ekonomi tidak akan bisa mendapatkan keuntungan lebih karena pelaku ekonomi lainnya juga menguasai informasi yang sama (Malkiel, 2003; Malkiel, 2005). Atau bahkan menurut hemat penulis, mengacu pada argumen hipotesis pasar efisien, para pelaku pasar sangat sulit untuk memprediksi pergerakan harga saham di pasar modal berdasarkan informasi yang dimilikinya. Akan tetapi, argumen pasar efisien setidaknya sampai saat ini masih menjadi perdebatan yang sangat menarik. De Bont, dan Thaler (1985) dalam risetnya menyatakan bahwa argumen pasar efisien yang menyatakan bahwa informasi secara cepat menyebar dan dikuasai oleh pelaku pasar dapat disanggah, ini dibuktikan bahwa pada kenyataannya informasi tidak bisa secara cepat diserap oleh pelaku pasar. Asimetri informasi ini pada akhirnya berujung pada perilaku yang tidak rasional oleh para pelaku pasar. Senada dengan De Bont dan Thaler (1985), Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1992) yang menyatakan bahwa perilaku investor yang tidak rasional ini pada ujungnya berdampak pada pembentukan harga saham pada pola tertentu, saham yang saat ini menguntungkan (*win*) pada periode yang akan datang akan merugi (*loos*). Yang kemudian di beberapa kalangan profesional dikenal sebuah strategi yang bernama “*contrarian strategy*”, beli saham yang saat ini merugi (*buy loser*). Ritter (1991) menyatakan hal yang sama, mendukung beberapa riset yang menyanggah hipotesis efisiensi pasar. Dalam konteks penelitian saham yang baru listing, saham yang pada saat IPO mengalami underpricing tiga bulan yang akan datang kinerjanya akan mengalami penurunan (Ritter, 1991). Riset yang dilakukan Jay Ritter ini dalam konteks kasus di dalam negeri di dukung juga oleh penelitian yang dilakukan Bayu (2010) yang menyatakan hal yang sama.

## B. Snapshot Perekonomian Indonesia

Berdasarkan data yang penulis dapatkan dari IMF, beberapa Negara anggota G20 mengalami perlambatan ekonomi. Informasi ini dapat dilihat dari transaksi berjalan masing – masing Negara. Seperti yang terlihat dibawah ini :

**Tabel I**  
**(Dalam Jutaan)**

| No | Negara          | Transaksi Berjalan |           |            |            |
|----|-----------------|--------------------|-----------|------------|------------|
|    |                 | 2014 Q1            | 2014 Q2   | 2014 Q3    | 2014 Q4    |
| 1  | Korea Selatan   | 15.185,90          | 24.240,40 | 22.565,70  | 27.228,10  |
| 2  | Japan           | -8.439,00          | 3.620,32  | 15.633,56  | 13.205,83  |
| 3  | India           | -1.209,50          | -7.836,92 | -11.896,89 | -10.345,51 |
| 4  | Amerika Serikat | -73.162            | -99.332   | -115.332   | -101.699   |
| 5  | Perancis        | -14.412            | -13.219   | -1.922     | 607.03     |
| 6  | Arab Saudi      | 26.708,75          | 32.263,16 | 16.588,02  | 1.355,80   |
| 7  | Jerman          | 67.827             | 64.022    | 74.466     | 84.010     |

Sumber : IMF

Dari 7 Negara anggota G20, hampir sebagian besar transaksi berjalan yang dimiliki masing – masing Negara bisa penulis katakan tidak cukup menggembirakan. Fluktuasi transaksi berjalan cenderung bergerak menurun, jadi tidak berlebihan ketika kemudian penulis mengatakan bahwa pergerakan ekonomi global cenderung melambat. Dan ini sangat berpengaruh terhadap Negara Indonesia, khususnya pada sisi ekspor Negara kita. Karena perlambatan ekonomi global, memberikan konsekuensi terhadap melemahnya daya serap produk kita di pasar global. Seperti yang terlihat pada data dibawah ini :

**Tabel II**  
**(Dalam Jutaan)**

| Indonesia | Total Ekspor |         |         |          |
|-----------|--------------|---------|---------|----------|
|           | 2012         | 2013    | 2014    | 2015 Jun |
|           | 188.515      | 182.659 | 176.341 | 78.324   |

Sumber : IMF

Akan tetapi kalau melihat tabel yang penulis sajikan berikutnya, tentang inflasi Indonesia beberapa bulan terakhir ini justru memberikan kabar yang sebenarnya cukup menggembirakan.

**Tabel III**  
**Data Inflasi Bulanan\***

| Bulan    | 2015   |         |
|----------|--------|---------|
|          | IHK    | Inflasi |
| Januari  | 118,71 | -0,24   |
| Februari | 118,28 | -0,36   |
| Maret    | 118,48 | 0,17    |
| April    | 118,91 | 0,36    |
| Mei      | 119,50 | 0,50    |
| Juni     | 120,14 | 0,54    |
| Juli     | 121,26 | 0,93    |
| Agustus  | 121,73 | 0,39    |

\*sumber Biro Pusat Statistik

Dari tabel diatas dapat kita lihat bahwa angka inflasi dalam beberapa bulan terakhir di tahun 2015 sangat terkontrol. Bahkan pada bulan Januari, dan Februari angka inflasi menunjukkan penurunan. Dengan kata lain bahwa pada bulan Januari, dan Februari 2015 secara umum dan rerata harga – harga barang menurun atau semakin murah. Angka kenaikan inflasi yang paling mencolok adalah pada bulan Juli, akan tetapi kenaikannya pun menurut penulis masih tergolong wajar. Dari tabel data inflasi bulanan tersebut muncul sebuah kondisi yang bertolak belakang. Kondisi yang penulis maksud adalah sebagai berikut, diawal penulis sajikan data nilai tukar rupiah dan nilai IHSG yang dari awal tahun sampai dengan saat ini menunjukkan tren penurunan. Akan tetapi pada tabel data inflasi bulanan dapat kita lihat bahwa pergerakan harga – harga barang dari awal tahun sampai dengan saat ini cenderung bisa dikontrol. Dengan kata lain, indikator pergerakan kurs dan harga saham tidak merefleksikan kondisi riil yang dihadapi oleh masyarakat. Mengapa bisa seperti ini ?

Shiller (2000) menyatakan bahwa perilaku sekumpulan orang yang cenderung sama akan membentuk sebuah harga. Apalagi perilaku tersebut didorong oleh sebuah emosi yang ada dalam diri mereka masing – masing. Perilaku ini dalam ranah keuangan disebut *rational exuberance*. Perilaku muncul karena sebagian besar individu memiliki sifat yang latah, atau ikut – ikutan, dalam ranah keuangan ini disebut dengan

*herd behavior*. Dengan menggunakan kerangka teori dari Shiller kita dapat menjelaskan fenomena dari beberapa indikator ekonomi yang bertolak belakang tadi. *Pertama*, kondisi ekonomi global yang melambat yang diikuti dengan perbaikan perekonomian Amerika Serikat mendorong sentimen pelaku pasar untuk membeli US Dollar, permintaan akan US Dollar meningkat. Peningkatan ekonomi Amerika Serikat bisa dilihat dari tabel dibawah ini :

**Tabel IV**  
**Data Pengangguran Amerika Serikat**



Dari tabel diatas dapat dilihat tingkat pengangguran di Amerika Serikat bulan September 2014 sampai dengan Agustus 2015 cenderung dapat dikontrol. Bahkan pada bulan Agustus tahun 2015 menunjukkan penurunan di angka 5,10%. *Kedua*, perlambatan ekonomi global membentuk sentimen negatif investor terhadap bursa di Indonesia, yang mendorong mereka menjual saham yang mereka miliki. Perilaku investor ini mendorong peningkatan penawaran, meningkat penawaran yang tidak diikuti oleh peningkatan permintaan mengakibatkan harga saham jatuh.

Dari argumen diatas, penulis nyatakan bahwa penurunan kurs rupiah terhadap dollar Amerika, dan penurunan harga IHSG semata – mata dikarenakan oleh sentimen negatif dari pelaku pasar ekonomi. Maka dari itu, pemerintah Indonesia memberikan respon dengan mengganti beberapa menteri di kabinet kerja guna kembali memulihkan kepercayaan pelaku pasar dan membalik sentimen negatif pelaku pasar menjadi sentimen positif. Maka dari itu penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut :

H<sub>1</sub> : Kebijakan *resuffle* menteri kabinet kerja direspon positif oleh pelaku pasar, ditunjukkan dengan adanya nilai *abnormal return* yang positif.



## BAB III

### METODA PENELITIAN

#### A. Tahapan Penelitian

Guna melakukan penelitian ini, yang pertama peneliti lakukan adalah pengkajian literatur. Terutama studi literatur tentang penggunaan metoda event study, karena beberapa pendapat menyatakan kritiknya terhadap penggunaan metoda event study. Setelah mendapatkan literatur yang fokus terhadap pengujian metoda event study, peneliti melakukan kajian literatur tentang efek peristiwa – peristiwa politik terhadap pergerakan saham. Literatur tersebut tentu tidak terlepas dari literatur keperilakuan di bidang keuangan, karena yang sebenarnya mempengaruhi pergerakan harga saham adalah sentimen dan perilaku investor di bursa. Tahapan selanjutnya adalah penulisan proposal, pengumpulan data, analisa data, dan penyusunan laporan penelitian.

Adapun tahap – tahapan penelitian agar terlihat lebih jelas, dapat dilihat pada diagram alir dibawah ini :



#### B. Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder harga saham harian dari beberapa perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini adalah penelitian studi peristiwa (event study), jadi harga saham harian dibatasi sebatas rentang waktu peristiwa yang telah ditetapkan oleh penulis. Adapun waktu yang ditetapkan adalah 30 hari sebelum dan 30 sesudah pengumuman resuffle menteri kabinet kerja. Adapun metoda pengambilan sampel, penulis menggunakan metoda *purposive sampling* dengan kriteria saham – saham harian dari perusahaan yang bergerak di sektor konstruksi. Mengapa konstruksi ?, berdasarkan visi – misi presiden Jokowi yang termaktub dalam Nawa Cita bahwa pembangunan infrastruktur menjadi prioritas utama dalam pemerintahannya. Jadi dengan menggunakan sampel perusahaan yang bergerak di bidang konstruksi, harapannya sentimen investor terhadap peristiwa resuffle menteri kabinet kerja akan mudah terlihat.

### C. Definisi Operasional Variabel

#### a) *Required Return* (R)

Ini adalah return yang diharapkan oleh investor, dihitung dengan menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Yang rumus perhitungannya sebagai berikut :

$$R_i = R_f + b.RP (R_m - R_f)$$

Dimana :

$R_i$  : *required return*

$R_f$  : *risk-free rate* dari aset bebas risiko

RP : Premi risiko

$R_m$  : *return* pasar

b : beta

Untuk menaksir nilai beta digunakan model regresi. Yaitu dengan meregresikan tingkat return perusahaan dengan return pasar. Adapun modelnya adalah sebagai berikut :

$$R_{i,t} = \alpha + \beta.R_m + \varepsilon_{i,t}$$

Dimana :

$R_{i,t}$  : return perusahaan i pada waktu t

$\alpha$  : konstanta

$\beta$  : coefficients

$R_{m,t}$  : return pasar saat t

$\varepsilon$  : error term

#### b) *Actual return* (r)

Return yang benar – benar diterima oleh investor pada periode tertentu. Dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$r_{i,t} = (r_{i,t} - r_{i,t-1}) / r_{i,t-1}$$

dimana :

$r_{i,t}$  : *actual return* perusahaan i pada waktu t

$r_{i,t-1}$  : *actual return* perusahaan i pada waktu t-1

c) Return Pasar

Return pasar dihitung dengan menggunakan return IHSB (index harga saham gabungan). Adapun rumus penghitungannya adalah sebagai berikut :

$$IHSB_{i,t} = (IHSB_{i,t} - IHSB_{i,t-1}) / IHSB_{i,t-1}$$

d) *Abnormal Return*

Return yang tidak normal, dengan kata lain bahwa return yang diterima investor melebihi apa yang dia harapkan. Rumus penghitungannya adalah sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = r_{i,t} - R_{i,t}$$

Dimana :

$AR_{i,t}$  : *Abnormal return* perusahaan i pada saat t

$r_{i,t}$  : *actual return* perusahaan i pada waktu t

$R_{i,t}$  : *required return* perusahaan i pada waktu t

e) *Cumulative Abnormal Return (CAR)*

Merupakan akumulasi total *abnormal return* perusahaan – perusahaan yang dijadikan sampel penelitian. Adapun rumus pengukurannya adalah sebagai berikut :

$$CAR_t = \sum AR_{i,t}$$

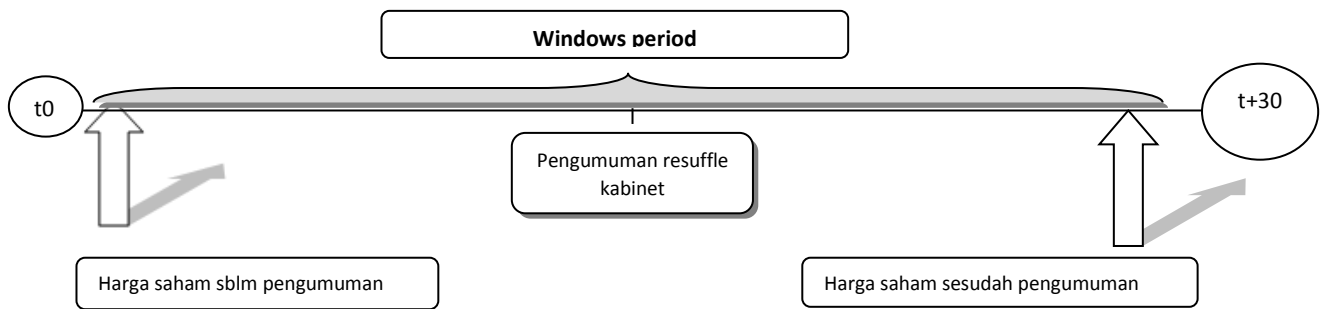
Dimana :

$CAR_t$  : *Cumulative abnormal return* pada saat ke t

$AR_{i,t}$  : *Abnormal return* perusahaan i pada waktu ke t

#### D. Model Penelitian

Penelitian menggunakan metoda event study (studi peristiwa), ilustrasi penggunaan metoda tersebut adalah sebagai berikut :



Dari gambar diatas kita bisa lihat bahwa windows period dengan rentang waktu 61 hari. Dengan hari ketika resuffle kabinet kerja diumumkan sebagai titik tengahnya. Jadi peneliti akan meneliti harga saham harian 30 hari sebelum pengumuman dan 30 hari setelah pengumuman. Apabila terjadi abnormal return yang positif pada hari setelah pengumuman resuffle kabinet kerja, maka hipotesis penelitian ini terdukung.

#### E. Uji t-statistik

Untuk menguji nilai signifikansi dari tingkat abnormal return peneliti menggunakan t statistik sebagai alat analisa. Adapun mekanisme perhitungannya sebagai berikut :

$$CAR(t - stat) = \frac{ACAR}{\sigma(CAR)/\sqrt{n}}$$

Dimana :

CAR : *Cumulative Abnormal Return*

ACAR : *Adjusted Cumulative Abnormal Return* (  $1/n \times \sum CAR$  )

Apabila nilai CAR (t-stat) > 1,96 maka signifikan pada level keyakinan 95%. Sedangkan apabila nilai CAR(t-stat) > 1,6 maka signifikan pada level keyakinan 90% dan hipotesis penelitian ini terdukung ( $H_1 \neq 0$ ).

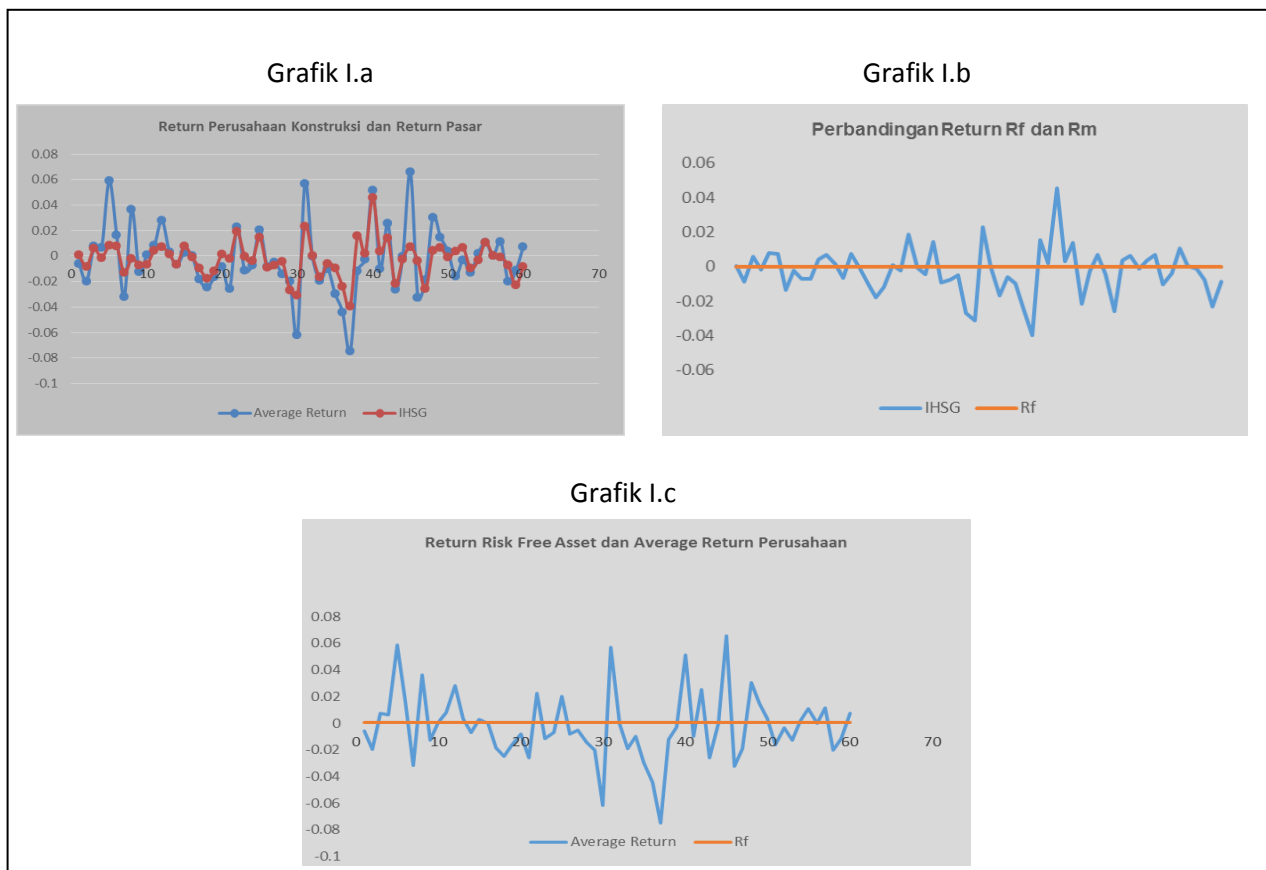
## BAB IV

### ANALISA DAN PEMBAHASAN


#### A. Kondisi Pasar

Grafik I dibawah ini menampilkan deskripsi kondisi pasar modal dalam rentang waktu (*windows period*) pengumuman reshuffle kabinet kerja yang dilakukan oleh Presiden Jokowi.

**Grafik I**  
**Kondisi Pasar**






Grafik I.a menunjukkan grafik perbandingan antara return saham perusahaan sampel dengan return pasar (disebut IHSG seterusnya), dari grafik tersebut kita dapat lihat bagaimana kondisi pasar saat itu sangat fluktuatif sekali. Secara sepintas dari grafik tersebut, return pasar secara relatif selalu bergerak dibawah return perusahaan. Kemudian grafik I.b dan grafik I.c dapat kita lihat perbandingan antara return aset bebas risiko, return perusahaan sampel, dan return pasar. Dari grafik tersebut baik

return perusahaan sampel, maupun return pasar secara rerata bergerak sangat fluktuatif. Bahkan fluktuasi tersebut sampai menjatuhkan nilai return perusahaan dan return pasar dibawah nilai return dari aset bebas risiko. Ini menunjukkan anomali pasar  hipotesis pasar efisien, maksudnya adalah bahwa dalam pasar yang efisien return aset yang berisiko seharusnya lebih tinggi dari pada return aset bebas risiko.

**Tabel IV**

|                             | <b>Perusahaan</b> | <b>Pasar</b> |
|-----------------------------|-------------------|--------------|
| Mean Return                 | -0.00121          | -0.0025      |
| Deviation standar of return | 0.025             | 0.014        |
| Volume                      | 10,069,695        | -----        |
| Highest Return              | 0.13              | 0.05         |
| Lowest Return               | -0.15             | -0.039       |

Sumber data : diolah dari Yahoo Finance

Dari data diatas dapat kita lihat deskripsi statistik keadaan pasar modal pada rentang waktu selama pengumuman reshuffle kabinet kerja oleh Presiden Joko Widodo. Rata – rata return saham perusahaan yang bergerak dalam bidang konstruksi secara  rata memiliki return sebesar -0.0012, dan return pasar (IHSG) sebesar -0.0025. Mengacu pada data tersebut seolah – olah pasar modal tidak merespon apa – apa, karena secara rerata return saham perusahaan sampel maupun return saham menunjukkan angka yang relatif sangat kecil sekali . Dan standar deviasi baik return saham perusahaan sampel maupun return pasar yang notabene merupakan proksi dari volatilitas juga menunjukkan angka relatif kecil sekali, rentang nilai penyimpangan dari rata – rata adalah sebesar 0.025 dan 0.014. Akan tetapi ada data yang menunjukkan fakta sangat menarik sekali, nilai tertinggi return saham perusahaan secara individual mengungguli jauh nilai tertinggi dari return pasar. Spread sebesar 8% merupakan nilai yang relatif besar. Hal ini merupakan salah satu contoh anomali pasar, dimana return satu perusahaan mengungguli jauh return pasar. Proksi yang digunakan untuk menghitung return pasar adalah return Indeks Harga Saham Gabungan (seterusnya  sebut IHSG). IHSG menunjukkan return secara rerata keseluruhan saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Jadi, kalau salah satu return saham mengungguli jauh return pasar, ini bermakna bahwa saham tersebut mengungguli jauh return saham lain yang diperdagangkan di bursa. Ini tidak sesuai dengan hipotesis pasar efisien 

Secara detail mari kita lihat deskripsi tabel dibawah ini yang mendeskripsikan pasar sebelum dan sesudah Presiden mengumumkan reshuffle kabinet kerja pada tanggal 12 Agustus 2015. Dengan melihat tabel II, kita dapat melihat secara lebih detail kondisi pasar modal sebelum dan setelah Presiden Jokowi mengumumkan reshuffle kabinet kerja.

**Tabel V**

|                   | <b>Descriptive Statistic</b> | <b>Sebelum Pengumuman Resuffle</b> | <b>Setelah Pengumuman Resuffle</b> |
|-------------------|------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| <b>Perusahaan</b> | Mean Return                  | 0.0004                             | -0.0009                            |
|                   | Deviation Standar of Return  | 0.0194                             | 0.0275                             |
|                   | Highest Return               | 0.1265                             | 0.1333                             |
|                   | Lowest Return                | -0.1461                            | -0.1429                            |
| <b>Pasar</b>      | Mean Return                  | -0.0021                            | -0.0019                            |
|                   | Deviation Standar of Return  | 0.0096                             | 0.0163                             |
|                   | Highest Return               | 0.0191                             | 0.0096                             |
|                   | Lowest Return                | -0.0019                            | 0.0163                             |

Sumber data : diolah dari Yahoo Finance

Berdasarkan deskripsi tabel diatas kita dapatkan informasi bahwa nilai untuk return saham individual perusahaan mengalami peningkatan dari 12 % menjadi 13,3% setelah peristiwa pengumuman kebijakan reshuffle kabinet kerja. Standar deviasi return saham perusahaan mengalami peningkatan dari 1,9% menjadi 2,75%, ini menunjukkan bahwa likuiditas saham perusahaan yang bergerak dibidang konstruksi mengalami peningkatan setelah pengumuman reshuffle kabinet kerja. Peningkatan likuiditas ini tidak hanya dari saham perusahaan – perusahaan yang bergerak di bidang konstruksi, tapi saham secara keseluruhan pasca pemerintah mengumumkan kebijakan reshuffle kabinet kerja juga mengalami peningkatan, ini ditunjukkan dengan peningkatan nilai standar deviasi return pasar, dari 0,96% menjadi 1,6%.

### **B. Rational Return (Actual Return) dan Required Return**

Dalam hipotesis pasar efisien, dengan asumsi utama bahwa informasi bersifat simetris dan investor semua rasional, maka tidak ada salah satu atau sebagian investor mendapatkan keuntungan yang tidak normal (*abnormal return*). Dalam konteks ini return yang normal adalah return yang dihitung dengan menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (selanjutnya disingkat CAPM). Dalam konteks ini dikatakan

normal karena return yang didapatkan sesuai dengan return yang diharapkan oleh investor. Langkah pertama perhitungan model CAPM adalah dengan mencari beta masing – masing perusahaan. Beta masing – masing perusahaan didapatkan dengan cara meregresikan return saham perusahaan dengan return pasar, proksi dari return pasar adalah return IHSG. Beta masing – masing perusahaan dimasukkan dalam model CAPM untuk menghitung required return. Tabel III dibawah menampilkan beta masing – masing perusahaan dan uji normalitas dengan menggunakan Jarque-Bera.

**Tabel VI**  
**Beta Perusahaan**

| No | Kode        | Nama Perusahaan            | Beta    | Jarque-Bera (Prob) |
|----|-------------|----------------------------|---------|--------------------|
| 1  | <b>ACST</b> | Acset Indonusa             | 1,10*** | 0,02***            |
| 2  | <b>ADHI</b> | Adhi Karya                 | 2,15*** | 0,00***            |
| 3  | <b>WIKA</b> | Wijaya Karya               | 1,60*** | 0,00***            |
| 4  | <b>WSKT</b> | Waskita Karya              | 1,06*** | 0,51               |
| 5  | <b>TOTL</b> | Total Bangun Persada       | 1,91*** | 0,27               |
| 6  | <b>DGIK</b> | Nusa Konstruksi Enjiniring | 1,34*** | 0,00***            |
| 7  | <b>NRCA</b> | Nusa Raya Cipta            | 1,52*** | 0,00***            |
| 8  | <b>PTPP</b> | Pembangunan Perumahan      | 1,22*** | 0,00***            |
| 9  | <b>SSIA</b> | Surya Semesta Internusa    | 1,24*** | 0,22               |

\*\*\*signifikan 5%

\*\*signifikan 10%

\*signifikan 15%

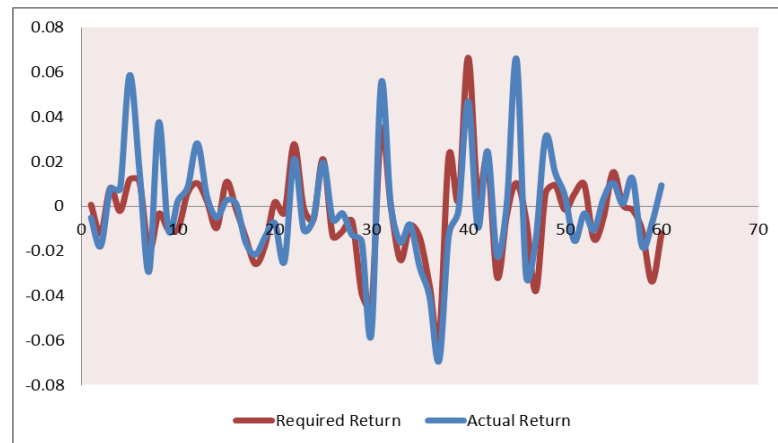
Dari tabel III diatas kita dapat lihat nilai beta masing – masing perusahaan. Seperti yang telah dikemukakan bahwa beta masing – masing perusahaan merupakan hasil regresi dari return saham perusahaan dengan return IHSG. Dari 9 perusahaan yang digunakan sebagai sampel, semua perusahaan menunjukkan nilai beta positif dan signifikan. Hasil ini sesuai dengan kerangka berfikir teori CAPM, dan dari hasil pengujian regresi return saham perusahaan dengan return IHSG sebagian besar model regresi memenuhi asumsi normalitas yang diuji dengan menggunakan uji Jarque-Bera.

Nilai beta yang didapatkan dari tabel III kemudian dimasukkan ke dalam model CAPM guna menghitung tingkat return yang disyaratkan oleh investor. Seandainya dalam rentang waktu (*windows period*) pengumuman resuffle kabinet kerja, terdapat return yang melebihi return yang dihitung dengan model CAPM, maka pada saat itu terjadi *abnormal return* (Brown, 1980).



*Abnormal return* yang positif berimplikasi bahwa pada saat itu pasar merespon peristiwa tersebut secara positif, dan sebaliknya apabila *abnormal return* negatif maka pelaku pasar merespon peristiwa pengumuman reshuffle kabinet kerja secara negatif. *Abnormal return* yang terjadi pada rentang waktu pengumuman reshuffle kabinet kerja juga menunjukkan bahwa pasar tidak efisien seperti hipotesis pasar efisien yang selama ini diyakini. Pasar efisien dibangun di atas asumsi bahwa semua pelaku pasar menguasai informasi dan berperilaku rasional. Jadi, seandainya pasar itu efisien tidak ada beberapa investor yang mendapatkan keuntungan yang tidak normal. Grafik dibawah ini menunjukkan deskripsi perbandingan antara actual return dengan required return CAPM pada rentang waktu peristiwa pengumuman reshuffle kabinet kerja.

**Grafik II**  
**Required Return dan Actual Return**



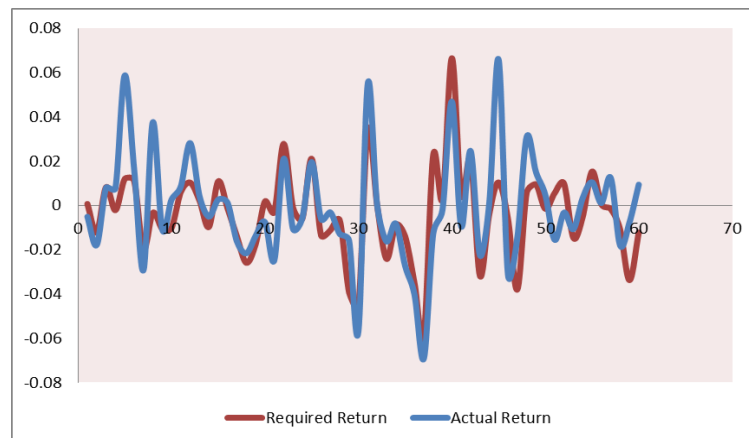
Dari grafik II diatas dapat kita lihat perbandingan antara return saham perusahaan saat rentang waktu pengumuman reshuffle kabinet kerja dengan required return yang dihitung dengan menggunakan CAPM. Berdasarkan grafik diatas, secara akumulatif dapat dilihat return saham perusahaan pada saat itu melebihi tingkat return yang disyaratkan. Atau dengan kata lain bahwa seolah – olah sepanjang rentang waktu pengumuman reshuffle kabinet kerja terjadi *abnormal return*, baik negatif ataupun positif.

### **C. Abnormal return**

*Abnormal return* merupakan return saham yang tidak normal. Arti kata tidak normal dalam konteks ini adalah bahwa return yang dihasilkan melebihi tingkat return yang diekspektasikan atau diharapkan oleh investor. Tingkat return yang diharapkan

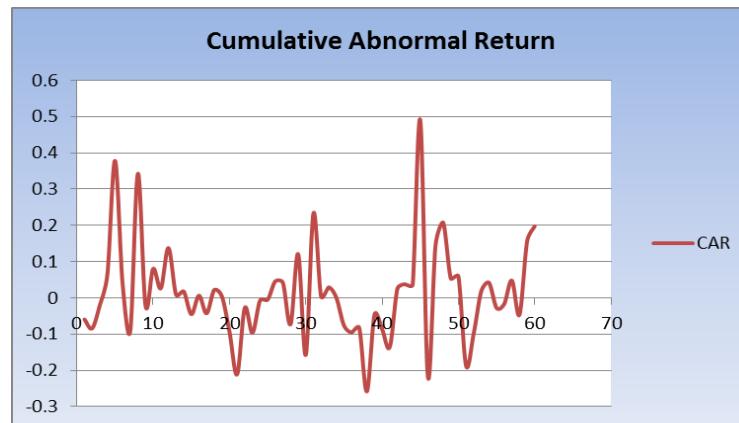
dihitung dengan menggunakan CAPM. Jadi apabila return saham saat ini (*actual return*) melebihi tingkat return yang dihitung dengan CAPM, maka pada waktu tersebut terdapat *abnormal return*. Grafik dibawah ini menunjukkan pergerakan dari actual return dan required return.

**Grafik III**  
**Required Return vs Actual Return**



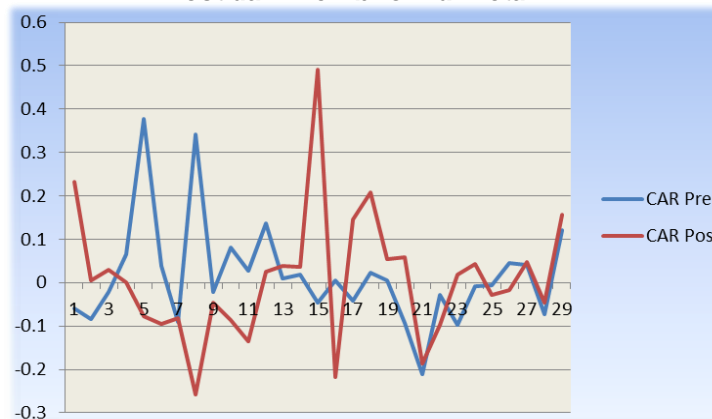
Dari grafik III diatas dapat kita lihat bahwa secara rerata actual return saham perusahaan melebihi nilai return yang diekspektasikan oleh investor. Required return atau return yang disyaratkan oleh investor yang diukur dengan menggunakan model CAPM, selama ini diasumsikan sebagai alat ukur yang digunakan oleh investor ketika investor tersebut akan berinvestasi pada salah satu aset, dalam konteks ini aset keuangan. Asumsi perhitungan model CAPM disandarkan pada hipotesis pasar efisien yang menyatakan bahwa semua investor memiliki informasi yang sama (*asymmetry information*), semua investor berperilaku rasional atau dengan kata lain ketika ada informasi di pasar, investor akan cepat merespon informasi tersebut. Sehingga pada akhirnya mekanisme pasar akan merefleksikan informasi tersebut dalam bentuk harga. Hal ini berjalan terus – menerus, maka asumsinya nilai return yang diharapkan (disyaratkan) oleh investor adalah sama dengan nilai return yang diberikan oleh perusahaan. Grafik III diatas menunjukkan fakta bahwa realitas pasar modal tidak seperti argumen hipotesis pasar efisien. Karena nilai actual return tidak sama dengan nilai return yang disyaratkan oleh investor. Perbedaan antara actual return dengan required return disebut *abnormal return*. Grafik IV dibawah ini menampilkan pergerakan dari nilai kumulatif *abnormal return*.

**Grafik IV**  
**Abnormal Return**



Grafik IV menampilkan pergerakan nilai kumulatif *abnormal return* saham perusahaan konstruksi yang dijadikan sampel dari 30 hari pertama sebelum pengumuman resuffle kabinet kerja dan 30 sesudah pengumuman resuffle kabinet kerja. Dari grafik tersebut terlihat bahwa pergerakan nilai *abnormal return* sangat fluktuatif. Pada hari ke-5 nilai *abnormal return* mengalami kenaikan yang sangat tinggi dibandingkan hari sebelumnya, kemudian dihari setelahnya nilai *abnormal return* menurun sistematis dan kembali mengalami kenaikan pada hari ke – 29. Lebih jelasnya dapat dilihat pada grafik V yang menampilkan pergerakan nilai *abnormal return* 30 hari sebelum dan 30 sesudah pengumuman resuffle kabinet kerja.

**Grafik V**  
**Post dan Pre Abnormal Return**



Grafik dengan garis biru menunjukkan pergerakan nilai *abnormal return* sebelum pengumuman resuffle kabinet. Sedangkan garis merah menunjukkan pergerakan nilai *abnormal return* sesudah pengumuman resuffle kabinet kerja. Pada 1 hari sebelum peristiwa pengumuman nilai *abnormal return* mengalami kenaikan, setelah dari hari

ke -2 mengalami penurunan sistematis. Pada hari ke – 31, atau satu hari setelah peristiwa pengumuman, nilai kumulatif *abnormal return* kembali mengalami kenaikan dari hari sebelumnya. Hari ke -32 sampai dengan hari ke -44 nilai *abnormal return* mengalami penurunan sistematis, seperti terlihat pada grafik V garis merah. Pada hari ke -45 nilai *abnormal return* menguat kembali, akan tetapi penguatan ini tidak bertahan lama karena setelah itu nilai kumulatif *abnormal return* kembali mengalami penurunan sistematis sampai dengan hari ke -59. Tabel VII dibawah ini menampilkan nilai signifikansi dari *abnormal return* dalam rentang waktu 60 hari. Apabila nilai *abnormal return* pada satu titik waktu menunjukkan nilai signifikan, berarti *abnormal return* pada hari itu benar adanya.

**Tabel VII**  
**Abnormal Return**

| Hari ke- | Abnormal return |     | Hari ke - | Abnormal return |     | Hari ke - | Abnormal return |     |
|----------|-----------------|-----|-----------|-----------------|-----|-----------|-----------------|-----|
| 1        | -0,06           | *** | 11        | 0,03            |     | 21        | -0,21           |     |
| 2        | -0,08           |     | 12        | 0,14            | *** | 22        | -0,03           |     |
| 3        | -0,02           | *** | 13        | 0,01            |     | 23        | -0,10           |     |
| 4        | 0,07            | *   | 14        | 0,02            |     | 24        | -0,01           |     |
| 5        | 0,38            | *** | 15        | -0,05           |     | 25        | -0,01           |     |
| 6        | 0,04            | *** | 16        | 0,01            |     | 26        | 0,05            | *** |
| 7        | -0,09           | *** | 17        | -0,04           | **  | 27        | 0,04            |     |
| 8        | 0,34            | *** | 18        | 0,02            |     | 28        | -0,07           | **  |
| 9        | -0,02           |     | 19        | 0,00            |     | 29        | 0,12            | *** |
| 10       | 0,08            | *** | 20        | -0,09           | *   | 30        | -0,16           |     |
| Hari ke- | Abnormal return |     | Hari ke-  | Abnormal return |     | Hari ke - | Abnormal return |     |
| 31       | 0,23            | *** | 41        | -0,14           | *** | 51        | -0,19           | *** |
| 32       | 0,00            |     | 42        | 0,03            |     | 52        | -0,10           | *** |
| 33       | 0,03            |     | 43        | 0,04            |     | 53        | 0,02            |     |
| 34       | 0,00            |     | 44        | 0,04            |     | 54        | 0,04            |     |
| 35       | -0,08           |     | 45        | 0,49            | *** | 55        | -0,03           |     |
| 36       | -0,10           |     | 46        | -0,22           | *** | 56        | -0,02           |     |
| 37       | -0,08           |     | 47        | 0,15            | *** | 57        | 0,05            |     |
| 38       | -0,26           | **  | 48        | 0,21            | *** | 58        | -0,05           |     |
| 39       | -0,05           |     | 49        | 0,05            |     | 59        | 0,16            | *** |
| 40       | -0,09           |     | 50        | 0,06            |     | 60        | 0,20            | *** |

\*\*\* signifikan 5%; \*\*signifikan 10%; \*signifikan 15%

Dapat dilihat dalam tabel VII diatas bahwa pada 10 hari pertama sebelum pengumuman reshuffle kabinet kerja oleh Presiden Jokowi terdapat *abnormal return*, dan hampir sebagian besar nilai *abnormal return* tersebut menunjukkan nilai signifikan. Secara rerata, 10 hari pertama sebelum pengumuman reshuffle kabinet kerja

menghasilkan *abnormal return* positif. Kemudian, 10 hari kedua terdapat *abnormal return* positif tapi sebagian besar tidak signifikan. Begitu juga dengan 10 hari ketiga sebelum pengumuman. Akan tetapi yang menarik, pada 10 hari ketiga khususnya hari ke- 29 atau 1 hari sebelum reshuffle kabinet kerja *abnormal return* pada hari itu sebesar 12% dan menunjukkan angka signifikan.

Hari ke – 30 merupakan hari ketika reshuffle kabinet kerja diumumkan. Pada hari itu nilai *abnormal return* negatif, sebesar -16%. Kemudian 1 setelah itu, pada hari ke - 31 nilai *abnormal return* positif dan signifikan, sebesar 23%. Akan tetapi *abnormal return* positif tersebut kemudian terkoreksi sampai dengan hari ke – 41 nilai *abnormal return* negatif dan signifikan, sebesar 14%. Pada hari ke – 45 sampai dengan hari ke – 50 nilai *abnormal return* rebound diangka positif dan signifikan. Walaupun sempat terkoreksi kembali pada hari ke – 51, dan 52, pada hari ke – 60 nilai *abnormal return* kembali diangka positif dan signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian yang ditampilkan dalam tabel VII, kita dapat simpulkan bahwa dengan adanya reshuffle kabinet kerja, pasar merespon kebijakan Presiden Jokowi secara positif. Ini terlihat pada nilai *abnormal return* positif signifikan pada hari ke – 29 atau 1 hari sebelum pengumuman reshuffle kabinet kerja diumumkan. Pada hari ke – 31, atau 1 hari setelah kebijakan reshuffle kabinet kerja diumumkan pasar kembali merespon kebijakan itu secara positif, ini ditunjukkan dengan nilai *abnormal return* positif dan signifikan.

#### **D. Uji Kekuatan (*Robust*) *Event Study***

Beberapa peneliti terdahulu, terutama dari kalangan penganut hipotesis pasar efisien melakukan kritik terhadap uji dengan menggunakan teknik studi peristiwa (*event study*), kritik utama yang dilayangkan adalah mengenai normalitas data yang digunakan (Fama, 1988). Kritik yang dilakukan oleh mereka ditujukan utamanya ketika peneliti yang menggunakan teknik studi peristiwa menggunakan market model guna menentukan nilai *abnormal return*. Metoda market menggunakan nilai return yang disyaratkan oleh investor dibandingkan dengan nilai actual return saat itu, apabila lebih besar actual return maka pada hari itu terjadi *abnormal return*. Perhitungan tingkat return yang disyaratkan oleh investor yang dihitung dengan menggunakan model CAPM, dalam menaksir beta perusahaan menggunakan model regresi return saham perusahaan dengan return pasar (sekali dalam konteks penelitian

digunakan return IHSG). Dengan menggunakan model regresi, agar estimasi beta tidak *over* dan atau *under-estimate* (bias) maka disyaratkan asumsi normalitas. Dalam penelitian ini, seperti yang telah ditampilkan dalam tabel III, bahwa dari 9 sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini, ada 6 perusahaan yang memenuhi asumsi normalitas. Sedangkan 3 perusahaan lainnya tidak. Uji hipotesis pada tabel IV, yang menunjukkan respon positif pasar terhadap pengumuman reshuffle kabinet kerja dalam pengujian signifikansi nilai abnormal return masih memasukkan ketiga perusahaan yang tidak memenuhi asumsi normalitas. Kali ini peneliti mencoba melakukan simulasi untuk memenuhi asumsi normalitas yang menjadi sasaran kritik beberapa peneliti penganut hipotesis pasar efisien. Ketiga perusahaan yang tidak memenuhi asumsi normalitas peneliti hilangkan. Jadi sampel penelitian saat ini tinggal 6 perusahaan dan keenamnya memenuhi asumsi normalitas. Dengan menggunakan keenam perusahaan tersebut peneliti menguji signifikansi dari nilai abnormal return. Hasilnya dapat dilihat dalam tabel dibawah ini :

**Tabel VIII**

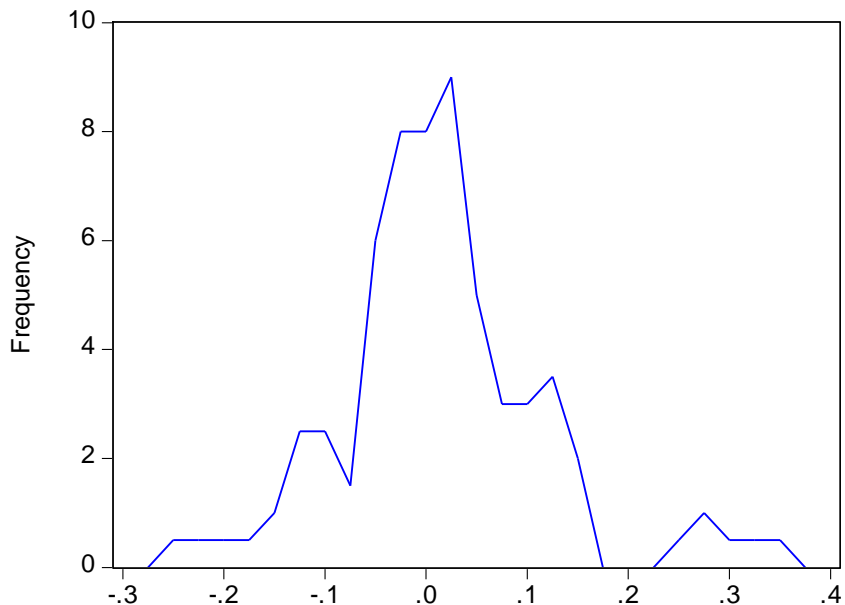
| Hari ke- | Abnormal Return |     | Hari ke - | Abnormal Return |     | Hari ke - | Abnormal Return |     |
|----------|-----------------|-----|-----------|-----------------|-----|-----------|-----------------|-----|
| 1        | -0,03           | *   | 11        | 0,03            |     | 21        | -0,23           |     |
| 2        | -0,02           |     | 12        | 0,04            | *** | 22        | 0,03            |     |
| 3        | 0,01            |     | 13        | 0,02            |     | 23        | -0,13           |     |
| 4        | 0,02            |     | 14        | 0,03            |     | 24        | 0,01            |     |
| 5        | 0,29            | *** | 15        | -0,04           |     | 25        | -0,05           |     |
| 6        | 0,00            |     | 16        | 0,02            |     | 26        | 0,04            | *** |
| 7        | -0,04           |     | 17        | -0,04           | *** | 27        | 0,06            |     |
| 8        | 0,27            | *** | 18        | 0,06            |     | 28        | -0,05           | *** |
| 9        | -0,01           |     | 19        | 0,05            |     | 29        | 0,10            | *** |
| 10       | 0,08            | *** | 20        | -0,04           | *** | 30        | -0,09           |     |
| Hari ke- | Abnormal Return |     | Hari ke-  | Abnormal Return |     | Hari ke - | Abnormal Return |     |
| 31       | 0,15            | *** | 41        | -0,11           | *** | 51        | -0,12           | *** |
| 32       | 0,02            |     | 42        | 0,08            |     | 52        | -0,04           | *** |
| 33       | 0,04            |     | 43        | 0,05            |     | 53        | 0,00            |     |
| 34       | -0,02           |     | 44        | -0,03           |     | 54        | 0,02            |     |
| 35       | -0,06           |     | 45        | 0,34            | *** | 55        | -0,02           |     |
| 36       | 0,00            |     | 46        | -0,14           | *** | 56        | -0,03           |     |
| 37       | -0,03           |     | 47        | 0,13            | *** | 57        | 0,09            | **  |
| 38       | -0,19           | **  | 48        | 0,12            | *** | 58        | -0,02           |     |
| 39       | -0,08           |     | 49        | 0,01            |     | 59        | 0,14            | *** |
| 40       | -0,10           | *** | 50        | 0,10            |     | 60        | 0,13            | *** |

\*\*\*signifikan level 5%, \*\*signifikan level 10%,

Sekarang kita bandingkan hasil pengujian tabel V dengan tabel IV. Tabel IV memasukkan 3 perusahaan yang tidak memenuhi asumsi normalitas dalam pengujian regresi untuk mendapatkan nilai beta. Sedangkan tabel V menghilangkan 3 perusahaan tersebut, dan menyisakan 6 perusahaan yang semuanya memenuhi asumsi normalitas. Dari hasil keduanya dapat kita lihat bahwa hasilnya tidak jauh berbeda bahkan untuk nilai abnormal return yang signifikan relatif sama keduanya. Gambar dibawah ini menampilkan uji normalitas signifikansi nilai abnormal return. Uji normalitasnya menggunakan uji Jarque-Bera, sedangkan uji signifikansinya menggunakan uji t- statistik.

**Gambar I**

**Abnormal Return**



Dari gambar diatas dapat kita lihat distribusi nilai abnormal return yang membentuk distribusi normal, adapaun nilai probabilitas uji Jarque- Bera sebesar 0,0030. Dengan fakta pengujian tersebut dapat dikatakan bahwa data abnormal return yang diuji signifikansinya dengan menggunakan uji t statistik memenuhi asumsi normalitas. Atau dengan kata lain bahwa serangkaian pengujian ini semakin membuktikan bahwa uji peristiwa (*event study*) merupakan salah satu teknik pengujian yang tidak diragukan lagi tingkat “*robustnessnya*” (kekuatannya). *Event study* merupakan teknik analisa yang dapat menangkap adanya fenomena anomali pasar yang kontradiktif dengan argumen hipotesis pasar efisien.

## BAB V

### KESIMPULAN

Hasil ini penelitian mendukung hipotesis yang penulis rumuskan, bahwa pasar merespon positif kebijakan reshuffle kabinet kerja yang diumumkan oleh Presiden Jokowi. Ini ditunjukkan dengan nilai abnormal return positif signifikan pada 1 hari setelah pengumuman reshuffle kabinet kerja diumumkan. Bahkan sampai dengan hari ke - 33 nilai abnormal return masih menunjukkan nilai positif. Fakta menarik juga dapat dilihat pada hasil pengujian nilai abnormal return sebelum pengumuman reshuffle kabinet kerja. Pada hari ke - 26, atau 4 hari sebelum pengumuman reshuffle kabinet kerja pasar sudah menunjukkan nilai abnormal return positif dan signifikan. Fakta ini menunjukkan bahwa informasi reshuffle kabinet kerja sudah diketahui oleh pasar sebelum peristiwa itu diumumkan. Adanya nilai abnormal return bermakna bahwa ada sebagian investor mendapat keuntungan yang tidak normal. Keuntungan tidak normal ini didapatkan karena investor tersebut menguasai informasi lebih (*informed investor*), sehingga dia dapat mengambil keuntungan dari investor lain yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*). Ini sangat kontradiktif dengan argumen hipotesis pasar efisien yang menyatakan bahwa informasi bergerak simetris sehingga tidak ada investor yang mendapatkan keuntungan lebih atas investor yang lainnya.

Pengujian *event study* merupakan salah satu alat analisa yang digunakan untuk menangkap fenomena anomali pasar. Anomali pasar tersebut ada ketika dalam rentang waktu penelitian ditemukan nilai abnormal return yang signifikan. Beberapa peneliti terdahulu, terutama dari kalangan penganut teori pasar efisien, mengkritisi teknik analisa *event study*. Terutama mengenai topik normalitas data pengujian. Dalam penelitian ini, peneliti menguji kekuatan (*robustness*) teknik *event study*. Dari beberapa pengujian perusahaan yang digunakan sebagai sampel ditemukan bahwa asumsi normalitas pada pengujian tingkat return yang diharapkan investor dengan menggunakan model CAPM sebagian besar terpenuhi. Ada 6 dari total sampel 9 perusahaan memenuhi asumsi distribusi normal. Dengan menggunakan model CAPM didapatkan beta masing - masing perusahaan, yang kemudian nilai beta tersebut dimasukkan dalam model CAPM untuk menghitung tingkat return yang diharapkan



oleh investor. Tingkat return yang diharapkan kemudian dibandingkan dengan tingkat actual return untuk mendapatkan nilai *abnormal return*. Signifikansinya nilai abnormal return dihitung dengan menggunakan t statistik. Dari tabel IV dapat dilihat bahwa pasar merespon positif kebijakan reshuffle kabinet kerja, ditunjukkan dengan nilai abnormal return positif dan signifikan disekitar hari pengumuman reshuffle kabinet kerja. Tabel V juga merupakan pengujian signifikansi nilai abnormal return, namun di tabel V ini peneliti mencoba mengeluarkan sampel perusahaan yang tidak memenuhi asumsi normalitas. Dapat dilihat hasilnya bahwa antara tabel IV dan tabel V tidak jauh berbeda, di tabel V masih menunjukkan bahwa pasar merespon positif kebijakan Presiden Jokowi ketika reshuffle menteri. Kemudian pada gambar 1 menampilkan pengujian normalitas data nilai *abnormal return* yang akan diuji signifikansinya dengan menggunakan t statistik. Dari serangkaian pengujian yang dilakukan oleh peneliti, teknik analisa dengan menggunakan metoda *event study* merupakan teknik yang kuat (*robust*) untuk menangkap fenomena anomali pasar yang kontradiktif dengan argumen hipotesis pasar efisien.

Hasil penelitian ini mendukung argumen yang peneliti ajukan bahwa buruknya kondisi pasar modal pada beberapa bulan terakhir ini disebabkan oleh sentimen negatif investor, bukan karena kondisi fundamental perekonomian Indonesia. Ini ditunjukkan dari hasil analisa pada tabel IV dan tabel V, pergerakan nilai abnormal return sangat fluktuatif. Mendekati periode pengumuman reshuffle kabinet abnormal return menunjukkan angka positif, kemudian beberapa hari setelah pengumuman reshuffle pasar juga meresponnya secara positif. Ini ditunjukkan dengan nilai abnormal return positif dan signifikan. Tetapi beberapa hari setelah respon positif tersebut, respon pasar berbalik negatif. Ini ditunjukkan dengan nilai abnormal return negatif dan signifikan. Dengan menggunakan kerangka berfikir bahwa fluktuasi ini disebabkan oleh sentimen dari para investor, akan menjadi mudah mencari penjelasannya. Sentimen investor merupakan salah satu sumber yang menjadi penyebab bias psikologis dalam pengambilan keputusan. Bias psikologis ini sangat rentan terhadap informasi yang beredar di pasar. Karenan informasi di pasar tidak bersifat simetris, dengan kata lain informasi yang dikuasi beberapa investor tidak sama dan sempurna, maka pengambilan keputusan akan selalu didasarkan pada kerangka berfikir yang tidak rasional. Ketidakrasionalan investor ini merupakan salah satu faktor utama dari anomali dan ketidakefisienan pasar. Fenomena anomali pasar

merupakan salah satu sumber yang coba dielaborasi oleh disiplin ilmu keuangan keperilakuan (*financial behavior*). Event study merupakan salah satu alat yang memfasilitasi disiplin ilmu tersebut. Walaupun dalam penelitian ini peneliti menemukan bahwa *event study* merupakan salah satu teknik yang kuat secara statistik, guna menangkap fenomena secara lebih detail peneliti menyarankan dikembangkan penelitian dengan metoda eksperiman. Metoda analisa ini dapat melihat secara detail perilaku – perilaku bias psikologis dari aktor – aktor yang bergelut di pasar keuangan berikut dengan dampaknya.