



Reaksi Pasar Sebelum dan Sesudah Pelaksanaan Pemilu Presiden Tahun 2014 pada Perusahaan yang Terdaftar di Papan Utama Bursa Efek Indonesia

Candra Wahyuningsih

Fakultas Ekonomi-Jurusan Manajemen
Universitas Katolik Widya Mandala Madiun

ABSTRAK

Pemilihan umum presiden merupakan kegiatan yang dilakukan setiap lima tahun sekali di Indonesia. Peristiwa politik pemilihan presiden tahun 2014 mengakibatkan harga saham di Bursa Efek Indonesia mengalami fluktuasi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis signifikansi reaksi pasar sebelum dan sesudah pelaksanaan pemilu presiden tahun 2014 pada perusahaan yang terdaftar di papan utama BEI, reaksi pasar dapat diukur melalui *return* dari harga sekuritas terkait selama periode penelitian. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 178 perusahaan yang terdaftar di papan utama Bursa Efek Indonesia yang memenuhi kriteria yang telah ditetapkan. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Teknik analisis data dalam penelitian dengan menggunakan uji beda rata-rata (*paired sample T-test*). Hasil dari uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pelaksanaan pemilu presiden tanggal 9 Juli 2014. Hasil analisis terhadap *abnormal return* menunjukkan bahwa *abnormal return* terjadi pada 4 periode, yaitu 3 periode sebelum pelaksanaan pemilu presiden tahun 2014, dan 1 periode setelah pelaksanaan pemilu. Pada periode t_0 tidak terjadi *abnormal return*, hal ini disebabkan karena belum adanya kepastian mengenai hasil pemilu presiden tahun 2014. Hasil pengujian yang menunjukkan bahwa *abnormal return* setelah pemilu terjadi pada t_{+14} menunjukkan bahwa reaksi investor lambat, dan dapat dikatakan bahwa pasar Indonesia tidak efisien bentuk setengah kuat secara Informasi.

Kata kunci : *return*, *abnormal return*, efisiensi pasar.

PENDAHULUAN

Tujuan dalam penelitian ini adalah untuk menganalisis signifikansi reaksi pasar sebelum dan sesudah pelaksanaan pemilu presiden tahun 2014 pada perusahaan yang terdaftar di papan utama Bursa Efek Indonesia. Suatu peristiwa yang memiliki kandungan informasi relevan bagi investor akan menimbulkan reaksi pasar yang tercermin melalui perubahan harga saham. Teori yang relevan dengan penelitian ini adalah *signalling theory*. *Signalling theory* secara konsisten berhubungan dengan masalah pengungkapan, dalam hal ini apabila perusahaan mengungkapkan *bad news* maka pasar akan memberikan reaksi yang negatif dan hal ini konsisten dengan hipotesis pasar efisien (Wolk *et al.* 2001). Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman, Hartono (2013: 555). Pengujian terhadap reaksi pasar melalui indikator harga saham lebih dikaitkan dengan pengujian terhadap hipotesis efisiensi pasar. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan

return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*, Hartono (2013: 556).

Beberapa faktor sangat diperhatikan para masyarakat yang hendak melakukan pemilihan presiden pada 9 Juli 2014, salah satu faktor yaitu prestasi calon presiden dan elektabilitas mereka. Investor menjadi salah satu masyarakat yang sangat memperhatikan siapa yang menjadi calon presiden RI, investor akan lebih melihat profil calon presiden serta rekam jejak para calon presiden untuk menilai apakah mereka mampu menjabat sebagai presiden selama lima tahun mendatang dan apakah presiden terpilih mampu memperbaiki ekonomi Indonesia agar para investor lokal maupun investor asing tertarik untuk menginvestasikannya uangnya di Indonesia. Fenomena yang terjadi sebelum pemilihan presiden ini dilakukan adalah adanya beberapa perusahaan yang menunda peluncuran produk, hal ini memiliki dampak pada beberapa jenis investasi di Indonesia yang merosot, salah satunya di bidang *property* diantaranya PT Alam Sutera Realty (ASRI) yang menunda peluncuran beberapa produk propertinya hingga selesainya proses pilpres untuk mengantisipasi turunnya minat pembeli. Sebagai contoh hingga akhir April tahun 2014 penjualan ASRI sebanyak Rp. 1.1 Triliun, jauh dibawah target Rp. 5 Triliun hingga akhir tahun (detikFinance, Senin 19/05/2014).

Penelitian ini menggunakan perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Papan Utama, karena perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Papan Utama adalah perusahaan-perusahaan dengan kinerja terbaik dan memiliki prospek yang bagus, selain itu pada papan utama telah mencakup semua sektor perusahaan pada Bursa Efek Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Event Study

Event study merupakan suatu penelitian yang menggambarkan sebuah teknik penelitian untuk melihat dampak suatu peristiwa tertentu terhadap perubahan dimensi atau variabel. Menurut Bodie, dkk (2005) lebih spesifik dikatakan *event study* digunakan untuk melihat suatu kejadian terhadap perubahan harga saham perusahaan. *Event study* dilakukan untuk mengamati pergerakan harga saham di pasar modal saat terjadi suatu peristiwa apakah terdapat *abnormal return* atas investasinya akibat terjadinya peristiwa tersebut. *Event study* memiliki tiga tipe yaitu: *market efficiency*, *information usefulness* dan *metric explanantion* (Henderson dan Glenn, 1990). Tipe *market efficiency* dilakukan untuk menilai seberapa cepat reaksi pasar menangkap informasi baru. Tipe *information usefulness* ditujukan untuk mengukur reaksi tingkat return pasar akibat adanya informasi baru. Informasi yang beredar di pasar modal tidak semuanya mengandung informasi baik dan relevan. Oleh sebab itu pasar harus dapat memilah informasi yang relevan dalam pengambilan keputusan investasi. Tipe *metric explanation* merupakan langkah awal yang digunakan dalam melakukan analisis.

Abnormal return

Return adalah pengembalian dari kepemilikan suatu investasi dalam waktu tertentu, Hartono (2013: 205). Sedangkan *abnormal return* atau *excess return* adalah kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal, Hartono (2013: 579). *Return normal* merupakan *return ekspektasi* (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian yang dimaksud dari *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return sesungguhnya* yang terjadi dengan *return ekspektasi*.

Return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke- t yang merupakan selisih harga sekarang relative terhadap harga sebelumnya, Hartono (2013: 205). *Return* ekspektasi dapat dihitung menggunakan 3 model estimasi yakni *mean adjusted model*, *market model* dan *marketadjusted model* (Brown dalam Hartono, 2013: 580).

a. Mean adjusted Model (Model Disesuaikan Rata-rata)

Model ini beranggapan bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*). Periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*eventperiod*) 24 disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*eventwindow*). Menggunakan model ini, *return* ekspektas is suatu sekuritas pada periode tertentu diperoleh melalui pembagian

return realisasi sekuritas tersebut dengan lamanya periode estimasi. Lamanya jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwanya merupakan peristiwa yang nilai ekonomisnya dapat ditentukan dengan mudah oleh investor (misalnya pengumuman laba dan pembagian dividen), periode jendela dapat pendek, disebabkan investor dapat bereaksi dengan cepat, Hartono (2013: 580-584).

b. Market model (Model Pasar)

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar (*marketmodel*) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu: (1) Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi. (2) Menggunakan model ekspektasi untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan regresi OLS (*OrdinaryLeast Square*).

c. Market Adjusted Model (Model Disesuaikan Pasar)

Model disesuaikan pasar menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar, Hartono (2013: 591).

Papan Utama

Papan Utama ditujukan untuk emiten yang mempunyai ukuran (*size*) besar dan mempunyai *track record* yang baik. Calon emiten akan dicatatkan di Papan Utama apabila memenuhi persyaratan sebagai berikut:

- a. Telah memenuhi persyaratan umum pencatatan.
- b. Sampai dengan diajukannya permohonan pencatatan, telah melakukan kegiatan operasional dalam usaha utama (*core business*) yang sama minimal 36 bulan berturut-turut.
- c. Laporan Keuangan telah diaudit 3 tahun buku terakhir, dengan ketentuan Laporan Keuangan Audit 2 tahun buku terakhir dan Laporan Keuangan Audit Interim terakhir (jika ada) memperoleh pendapat Wajar Tanpa Pengecualian (WTP).
- d. Berdasarkan Laporan Keuangan Audit terakhir memiliki Aktiva Berwujud Bersih (*Net Tangible Asset*) minimal Rp100 miliar.
- e. Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang bukan merupakan Pemegang Saham Pengendali (*minority shareholders*) setelah Penawaran Umum atau perusahaan yang sudah tercatat di Bursa Efek lain atau bagi Perusahaan Publik yang belum tercatat di Bursa Efek lain dalam periode 5 hari bursa sebelum permohonan pencatatan, sekurang-kurangnya 100 juta saham atau 35% dari Modal Disetor (mana yang lebih kecil).
- f. Jumlah pemegang saham paling sedikit 1.000 (seribu) pemegang saham yang memiliki rekening Efek di Anggota Bursa Efek dengan ketentuan: (1) Bagi calon perusahaan tercatat yang melakukan penawaran umum, maka jumlah pemegang saham tersebut adalah pemegang saham setelah penawaran umum perdana. (2) Bagi calon perusahaan tercatat yang berasal dari perusahaan publik, maka jumlah pemegang saham tersebut adalah jumlah pemegang saham terakhir selambat-lambatnya (satu) bulan sebelum mengajukan permohonan pencatatan. (3) Bagi calon perusahaan tercatat yang tercatat di bursa efek lain, maka jumlah pemegang saham tersebut adalah dihitung berdasarkan rata-rata per bulan selama 6 (enam) bulan terakhir (Hartono, 2013: 108).

Faktor-faktor yang mempengaruhi keberhasilan pasar modal

Pasar modal merupakan pertemuan *supply* dan *demand* akan dana jangka panjang yang *transferable*. Karena itu keberhasilan pembentukan pasar modal dipengaruhi oleh *supply* dan *demand* tersebut. Secara rinci faktor-faktor yang mempengaruhi keberhasilan pasar modal antara lain:

a. *Supply* sekuritas

Faktor ini berarti harus banyak perusahaan yang bersedia menerbitkan sekuritas di pasar modal. Pertanyaan yang perlu dijawab adalah (1) apakah terdapat jumlah perusahaan yang cukup banyak di suatu negara yang memerlukan dana yang bisa di investasikan dengan

menguntungkan? dan (2) apakah mereka bersedia memenuhi persyaratan *full disclosure* (artinya mengungkapkan kondisi perusahaan) yang dituntut oleh pasar modal?

b. *Demand* akan sekuritas

Faktor ini berarti bahwa harus terdapat anggota masyarakat yang memiliki jumlah dana yang cukup besar untuk dipergunakan membeli sekuritas-sekuritas yang ditawarkan. Calon-pembeli sekuritas tersebut mungkin berasal dari individu, perusahaan non-keuangan, maupun lembaga-lembaga keuangan. Sehubungan dengan faktor ini, maka *income per capita* suatu negara dan distribusi pendapatan mempengaruhi besar kecilnya *demand* akan sekuritas.

c. Kondisi politik dan ekonomi

Faktor ini akhirnya akan mempengaruhi *supply* dan *demand* akan sekuritas. Kondisi politik yang stabil akan ikut membantu pertumbuhan ekonomi yang pada akhirnya mempengaruhi *supply* dan *demand*.

d. Masalah hukum dan peraturan

Pembeli sekuritas pada dasarnya mengandalkan diri pada informasi yang disediakan oleh perusahaan-perusahaan yang menerbitkan sekuritas. Kebenaran informasi, karena itu sangat penting, disamping itu kecepatan dan kelengkapan informasi. Peraturan yang melindungi pemodal dari informasi yang tidak benar dan menyesatkan menjadi mutlak diperlukan. Justru pada aspek inilah sering negara-negara dunia ketiga lemah.

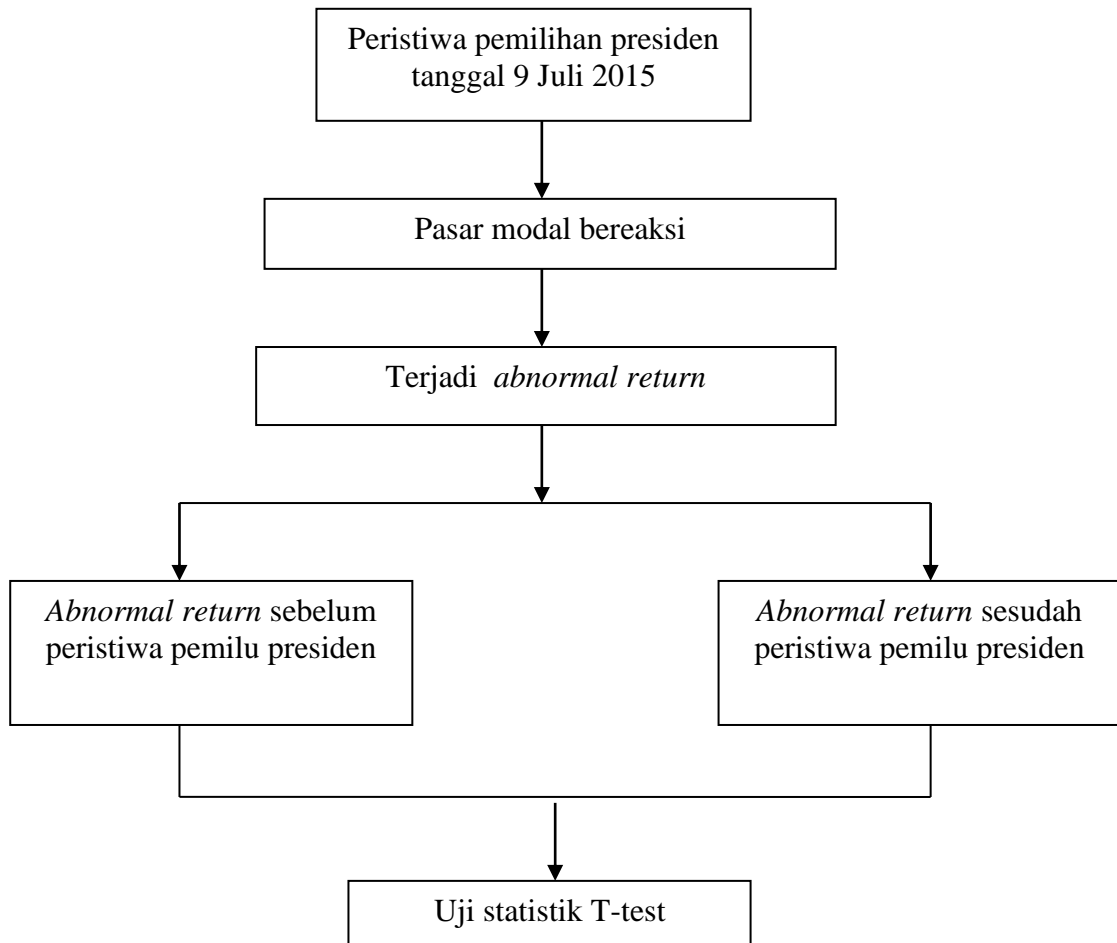
e. Keberadaan lembaga yang mengatur dan mengawasi kegiatan pasar modal

Kegiatan di pasar modal pada dasarnya merupakan kegiatan yang dilakukan oleh pemilik dana dan pihak yang memerlukan dana secara langsung (artinya tidak ada perantara keuangan yang mengambil alih resiko investasi). Dengan demikian maka peran informasi yang dapat diandalkan kebenarannya dan cepat tersedianya menjadi sangat penting. Disamping itu transaksi harus dapat dilakukan dengan efisien dan dapat diandalkan, diperlukan berbagai lembaga dan profesi yang menjamin persyaratan-persyaratan tersebut dapat dipenuhi (Husnan, 1998:8-9).

Teori Signalling

Signalling theory secara konsisten berhubungan dengan masalah pengungkapan, dalam hal ini apabila perusahaan mengungkapkan *bad news* maka pasar akan memberikan reaksi yang negatif dan hal ini konsisten dengan hipotesis pasar efisien (Wolk *et al.* 2001). *Signalling theory* menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan bagaimana pasaran efeknya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi. Menurut Hartono (2013: 556) informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Menurut Hartono (2013: 556) bila hasil penelitian yang menunjukkan terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan selama periode sebelum dan sesudah peristiwa, hal ini sesuai dengan teori bahwa peristiwa tersebut terdapat kandungan informasi yang memberikan *abnormal return*.

Berdasarkan paparan di atas maka dikembangkan hipotesis yaitu: Terjadi reaksi pasar yang signifikan sebelum dan sesudah pelaksanaan pemilu presiden tahun 2014 pada perusahaan yang terdaftar di papan utama Bursa Efek Indonesia.



Gambar 1 Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Penyampelan

Penelitian ini merupakan jenis penelitian *event study*. *Event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman, Hartono (2013: 555). Peristiwa yang diambil dalam penelitian ini adalah peristiwa politik yang terjadi di Indonesia yaitu pemilihan presiden tahun 2014, sedangkan sifat penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Data kuantitatif adalah data yang diukur dalam suatu skala numerik atau angka, Kuncoro (2003: 124).

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang tergabung dalam indeks papan utama yang berjumlah 232 perusahaan. periode 41 minggu, yang dibagi menjadi 20 minggu ($t-20$) sebelum peristiwa pemilihan umum presiden, 1 minggu selama periode jendela dan 20 minggu sesudah ($t+20$) pemilihan umum presiden dilakukan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 178 perusahaan yang terdaftar di papan utama Bursa Efek Indonesia yang memenuhi kriteria yang telah ditetapkan. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*. Pertimbangan dalam penentuan sampel pada penelitian ini adalah: (1) Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di papan utama selama periode jendela. (2) Menggunakan harga penutupan setiap minggu. (3) Perusahaan-perusahaan yang tidak melakukan *corporate action* seperti merger dan akuisisi, *stock split*, kebijakan *right issue*, IPO dan *warrant* atau penerbitan obligasi.

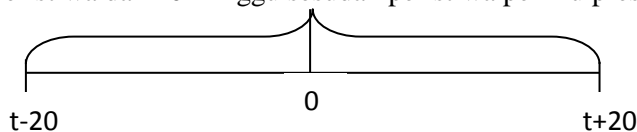
Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak, Gozali (2009: 110). Uji statistik yang digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik non-parametrik *Kolmogorov Smirnov* (KS), (Ghozali, 2009) yang diolah dengan menggunakan program spss versi 17. Metode pengambilan keputusan untuk uji normalitas adalah sebagai berikut: (1) Jika signifikansi (*Asymp.sig* > 0,05) maka data berdistribusi normal. (2) Jika signifikansi (*Asymp.sig* < 0,05) maka data tidak berdistribusi normal.

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan uji beda rata-rata untuk dua sampel berpasangan (*Paired Sample T-test*). Metode uji beda rata-rata dua sampel berpasangan adalah suatu metode yang digunakan untuk membandingkan rata-rata dua sampel yang saling berhubungan dalam suatu kelompok (Sarwono, 2009). Metode pengambilan keputusan untuk uji hipotesis ini adalah: (1) Jika signifikansi (*Asymp.sig* < 0,05) maka terdapat perbedaan yang signifikan nilai rata-rata AAR sebelum dan sesudah peristiwa. (2) Jika signifikansi (*Asymp.sig* > 0,05) maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan nilai rata-rata AAR sebelum dan sesudah peristiwa.

Langkah-langkah analisis data dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Mengidentifikasi *event day*, yaitu tanggal peristiwa pemilu presiden tahun 2014, untuk mempermudah *event day* tersebut diidentifikasi sebagai hari ke-0. (2) Menentukan *event window* reaksi pasar terhadap peristiwa pemilu presiden tahun 2014 akan diukur, dengan menggunakan periode peristiwa pengumuman 41 minggu, yaitu 20 minggu sebelum hari peristiwa, 1 minggu pada saat peristiwa dan 20 minggu sesudah peristiwa pemilu presiden.



Gambar 2. *Event Window*

Return

Perhitungan *return* realisasi yang terjadi maka digunakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya yang diformulasikan sebagai berikut:

$$Rit = \frac{Pit - Pit_{-1}}{Pit_{-1}}$$

Keterangan:

Rit = *Return* realisasi sekuritas i pada hari ke t

Pit = Harga saham sekarang relatif

Pit₋₁ = Harga saham hari sebelumnya

Expected Return

Model prediksi untuk melakukan estimasi *return* investasi ada beberapa macam, namun dalam penelitian ini akan digunakan *market adjusted model* yang umum digunakan dalam penelitian di pasar modal. Secara sistematis *market adjusted model* dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Indeks Pasar} = \frac{\text{indeks papan utama } t - \text{indeks papan utama } t - 1}{\text{Indeks papan utama } t - 1}$$

Keterangan:

Indeks papan utama t = indeks harga saham di papan utama hari ke-t.

Indeks papan utama t-1 = indeks harga saham di papan utama periode hari sebelumnya.

Abnormal return

Abnormal return, dapat ditulis sebaga berikut:

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

Keterangan:

- AR_{it} = *Abnormal return* kelompok saham dalam industri i periode t
- R_i = *Return Actual* kelompok saham dalam industri i periode t
- E (R_{it}) = *Expected Return* kelompok saham dalam industri i periode t

Average Abnormal Return (AAR)

Average Abnormal Return adalah rata-rata *abnormal return* dari saham dalam kelompok industri yang terdapat di BEI dan rata-rata return pasar saham, secara matematis ARR dapat dituliskan sebagai berikut:

$$AR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i1}}{N}$$

Keterangan:

- AR_{nt} = Rata-rata *return* tidak normal pada hari ke-t
- AR_{i1} = *Return* tidak normal untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t.
- N = Jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.

Pengujian statistik terhadap *abnormal return*

Pengujian *return* tidak normal bertujuan untuk melihat *return* tidak normal yang ada di periode jendela. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa *abnormal return* tersebut secara statistik signifikan tidak sama dengan nol (positif untuk kabar baik dan negatif untuk kabar buruk). Pengujian *abnormal return* secara agregat dilakukan dengan menguji rata-rata *abnormal return* secara *cross section* untuk tiap-tiap periode jendela (Hartono, 2013:598). Secara umum, pengujian t yang menguji hipotesis nol bahwa nilai parameter sama dengan nol dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$t = \frac{\beta}{\text{Kesalahan Standar Estimasi}}$$

keterangan:

- t = t-hitung
- β = parameter yang akan diuji tingkat signifikansinya

Menurut Hartono (2013:598) untuk kasus pengujian *abnormal return* ini, β merupakan nilai rata-rata *abnormal return* di periode jendela, maka pengujian t ini dapat dilakukan dengan cara:

$$t_t = \frac{AAR_t}{KSE}$$

Keterangan:

- t_t = t-hitung untuk masing-masing hari ke-t di periode peristiwa
- AAR_t = *average abnormal return* untuk hari ke-t di periode jendela
- KSE = Kesalahan Standar Estimasi

Dengan demikian pengujian-t ini dilakukan dengan standarisasi dari nilai *return* tak normal. Standarisasi yang dilakukan adalah dengan membagi nilai *return* tak normal dengan nilai kesalahan standar estimasinya (*standar error of the estimate*). Kesalahan standar estimasi merupakan kesalahan standar pada waktu mengestimasi nilai *abnormal return* nya. Standarisasi dilakukan untuk *return* tak normal masing-masing sekuritas (Hartono, 2013:599). *Return* tak normal standarisasi (*standarized abnormal return*) untuk sekuritas ke-I dapat ditulis sebagai berikut:

$$RTSN_{i,t} = \frac{RTN_{i,t}}{KSE_i}$$

Keterangan:

- $RTSN_{i,t}$ = *return* tak normal standarisasi sekuritas ke-I pada hari ke-t di periode jendela
 $RTN_{i,t}$ = *return* tak normal sekuritas ke-I pada hari ke-t di periode peristiwa
 KSE_i = kesalahan standar estimasi untuk sekuritas ke-i

Untuk perhitungan kesalahan standar estimasi didasarkan pada deviasi standar *return-return* tak normal dari sekuritas secara *cross-section* untuk setiap hari di periode peristiwa. Cara ini menghitung kesalahan standar estimasi langsung di periode peristiwa, tidak menggunakan periode estimasi. Cara ini lebih tepat digunakan untuk model sesuaian-pasar (*market adjusted model*) yang hanya menggunakan periode peristiwa dan tidak menggunakan periode estimasi (Hartono, 2013: 600). Kesalahan standar estimasi ini adalah:

$$KSE_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^k (RTN_{it} - \overline{RTN})^2}{k-1}} \cdot \frac{1}{\sqrt{k}}$$

Keterangan:

- KSE_t = kesalahan standar estimasi untuk hari ke-t di periode peristiwa
 RTN_{it} = *return* tak normal sekuritas ke-i untuk hari ke-t di periode peristiwa.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas Data

Uji normalitas data bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Berikut ini merupakan hasil uji normalitas menggunakan analisis *Kolmogorov Smirnov* (KS):

**Tabel 1. Hasil Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		AAR
N		178
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0002389
	Std. Deviation	.00921129
	Most Extreme Differences	
	Absolute	.094
	Positive	.094
	Negative	-.078
Kolmogorov-Smirnov Z		1.251
Asymp. Sig. (2-tailed)		.087

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Uji normalitas telah dilakukan pada data dengan menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test* untuk AAR semua sampel pada periode penelitian terkait peristiwa pemilu presiden tahun 2014. Dasar pengambilan keputusan uji *Kolmogorov-Smirnov* bahwa hipotesis nol (H_0) ditolak jika probabilitas < 0.05 atau *Kolmogorov-Smirnov* hitung $> Kolmogorov-Smirnov$ tabel, maka distribusi data tidak mengikuti distribusi normal dan sebaliknya. Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa data AAR semua sampel pada periode penelitian berdistribusi normal, dengan nilai *Asymp.sig* $> 0,05$ ($0,087 > 0,05$).

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan uji beda rata-rata untuk dua sampel berpasangan (*Paired Sample T-test*). Metode uji rata-rata dua sampel berpasangan adalah suatu metode yang digunakan untuk membandingkan rata-rata dua sampel yang saling

berhubungan dalam suatu kelompok (Sarwono, 2009). Berikut ini hasil uji hipotesis menggunakan analisis uji beda berpasangan yang diolah dengan menggunakan spss versi 17:

Tabel 2. Hasil Uji Beda Abnormal Return sebelum dan sesudah pemilu presiden 9 Juli 2014 Paired Samples Test

	Paired Differences							Sig. (2-tailed)	
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t	df		
				Lower	Upper				
Pair 1	AAR_SEBELUM - AAR_SESUDAH	-.00302705	.04187074	.00936258	-.02262315	.01656906	-.323	19	.750

Berdasarkan tabel 4.3, terlihat bahwa t-hitung *abnormal return* periode sebelum dan sesudah pelaksanaan pemilu presiden tahun 2014 secara keseluruhan adalah -0,323, dan nilai signifikansi (2-tailed) = 0,750 > 0,05 hasil tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* selama periode sebelum dan sesudah pelaksanaan pemilu presiden tahun 2014. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis ditolak yaitu, tidak terjadi reaksi pasar yang signifikan sebelum dan sesudah pelaksanaan pemilu presiden tahun 2014 pada perusahaan yang terdaftar di papan utama Bursa Efek Indonesia, artinya pemilu presiden 9 Juli 2014 tidak memberikan dampak pada perusahaan yang terdaftar di papan utama Bursa Efek Indonesia.

Pengujian Statistik terhadap *abnormal return*

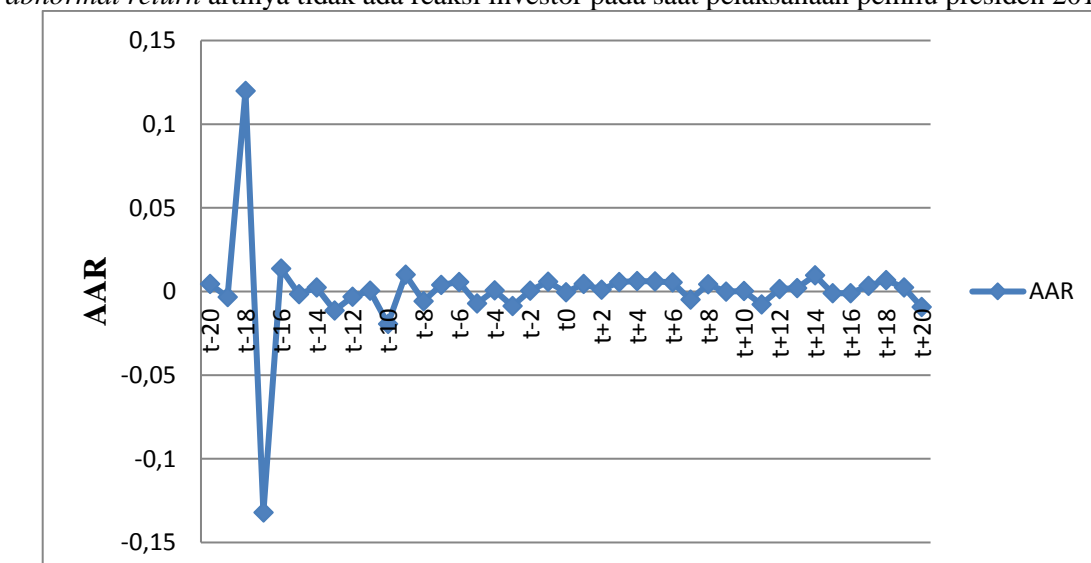
Pengujian *return* tidak normal bertujuan untuk melihat *return* tidak normal yang ada di periode jendela. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa *abnormal return* tersebut secara statistik signifikan tidak sama dengan nol (positif untuk kabar baik dan negatif untuk kabar buruk). Pengujian *abnormal return* secara agregat dilakukan dengan menguji rata-rata *abnormal return* secara *cross section* untuk tiap-tiap periode jendela (Hartono, 2013:598).

Tabel 3. Hasil Pengujian Statistik terhadap *Abnormal return*

MINGGU	AAR	t-hitung	Sig. (2-tailed)	Signifikan
t-20	0,004549	1,144354	,254	tidak signifikan
t-19	-0,0033	-0,8318	,407	tidak signifikan
t-18	0,119875	18,99042	,000	Signifikan
t-17	-0,13216	-32,8352	,000	tidak signifikan
t-16	0,013723	3,687635	,000	Signifikan
t-15	-0,00161	-0,40652	,685	tidak signifikan
t-14	0,002311	0,683168	,495	tidak signifikan
t-13	-0,01143	-2,85071	,005	tidak signifikan
t-12	-0,00316	-0,93369	,352	tidak signifikan
t-11	0,0004	0,131694	,895	tidak signifikan
t-10	-0,01938	-4,28829	,000	tidak signifikan
t-9	0,010095	2,957156	,004	Signifikan
t-8	-0,0058	-1,50511	,134	tidak signifikan
t-7	0,003993	1,221511	,224	tidak signifikan
t-6	0,005559	1,676049	,095	tidak signifikan
t-5	-0,00713	-1,91925	,057	tidak signifikan
t-4	0,000629	0,263087	,793	tidak signifikan
t-3	-0,00866	-2,99037	,003	tidak signifikan
t-2	0,000526	0,158464	,874	tidak signifikan

t-1	0,005791	1,865507	,064	tidak signifikan
t0	-0,00038	1,206801	,921	tidak signifikan
t+1	0,004584	0,255498	,302	tidak signifikan
t+2	0,001133	0,28788	,774	tidak signifikan
t+3	0,00568	1,433856	,153	tidak signifikan
t+4	0,006237	1,091388	,277	tidak signifikan
t+5	0,006039	1,502125	,135	tidak signifikan
t+6	0,005483	1,506159	,134	tidak signifikan
t+7	-0,0049	-1,55056	,123	tidak signifikan
t+8	0,00429	1,543329	,125	tidak signifikan
t+9	-0,00017	-0,04873	,961	tidak signifikan
t+10	0,000359	0,092047	,927	tidak signifikan
t+11	-0,00775	-2,05802	,041	tidak signifikan
t+12	0,001517	0,452736	,651	tidak signifikan
t+13	0,002088	0,541695	,589	tidak signifikan
t+14	0,009585	3,193375	,002	Signifikan
t+15	-0,00099	-0,29454	,769	tidak signifikan
t+16	-0,00106	-0,30289	,762	tidak signifikan
t+17	0,003345	0,783679	,434	tidak signifikan
t+18	0,006844	1,827418	,069	tidak signifikan
t+19	0,002376	0,952338	,342	tidak signifikan
t+20	-0,00932	-3,58595	,000	tidak signifikan

Berdasarkan tabel 4.4, menunjukkan hasil pengujian *average abnormal return* (AAR) dari semua sampel untuk 20 minggu sebelum, 1 minggu pada saat periode jendela dan 20 minggu sesudah pelaksanaan peristiwa pemilu presiden 2014. Hasil pengujian menunjukkan bahwa selama periode peristiwa terjadi rata-rata *abnormal return* baik positif maupun negatif. *Abnormal return* terjadi secara signifikan pada t_{-18} , t_{-16} , t_{-9} , dan t_{+14} , dengan nilai signifikansi $0,000 < 0,05$; $0,000 < 0,05$; $0,004 < 0,05$; $0,002 < 0,05$, sedangkan pada t_0 tidak terjadi *abnormal return* artinya tidak ada reaksi investor pada saat pelaksanaan pemilu presiden 2014.



Gambar 2 Pergerakan Average Abnormal Return

Berdasarkan gambar pergerakan AAR, pergerakan *abnormal return* yang terjadi selama periode peristiwa memiliki dua arah, yaitu positif dan negatif. Grafik pada gambar 4.1

menunjukkan bahwa pergerakan *abnormal return* terjadi bervariasi selama periode penelitian. Pergerakan yang sangat mencolok terlihat pada antara t_{-19} sampai dengan t_{-16} . Hal ini dikarenakan peristiwa yang mempengaruhi terjadinya reaksi tersebut, sedangkan pada periode selanjutnya terlihat bahwa *abnormal return* bergerak biasa, tidak terdapat nilai *abnormal return* yang mencolok.

Pembahasan

Hasil analisis dari perhitungan uji beda berpasangan (*paired sample T-test*) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pelaksanaan pemilu presiden 9 Juli 2014. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi (2-tailed) yaitu $0,750 > 0,05$. Hasil ini menguji AAR secara keseluruhan, sehingga tidak dapat menunjukkan terjadinya *abnormal return* pada setiap periode. Hal tersebut mengakibatkan hasil pengujian menunjukkan bahwa peristiwa pemilu presiden 9 Juli 2014 tidak memberikan dampak terhadap *abnormal return* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di papan utama Bursa Efek Indonesia yang terlihat bahwa tidak terjadi reaksi pasar yang diukur melalui *abnormal return*.

Hasil analisis dan perhitungan statistik pada *abnormal return*, terjadi reaksi pasar (*abnormal return*) terhadap pemilu presiden tahun 2014 pada perusahaan yang terdaftar di papan utama Bursa Efek Indonesia pada periode t_{-18} , t_{-16} , t_{-9} , dan t_{+14} . *Abnormal return* terjadi secara signifikan, karena nilai t hitung lebih kecil dari signifikansi $\alpha 0,05$, terbukti dari nilai t hitung pada periode t_{-18} ($0,000 < 0,05$), t_{-16} ($0,000 < 0,05$), t_{-9} , ($0,004 < 0,05$), t_{+14} ($0,002 < 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis diterima, yaitu terjadi reaksi pasar terhadap pemilu presiden 2014 pada perusahaan yang terdaftar di papan utama BEI. *Abnormal return* yang terjadi pada periode sebelum peristiwa pemilu presiden tanggal 9 Juli 2014 menunjukkan bahwa investor bereaksi terhadap informasi-informasi yang diterima sebelum pelaksanaan pemilu tahun 2014, yaitu pada, t_{-18} , t_{-16} dan t_{-9} .

Abnormal return terjadi pada t_{-18} dan t_{-16} bertepatan pada bulan maret, pada bulan ini kedua partai sedang melakukan kampanye, dalam kampanye tersebut terjadi kampanye hitam dan kampanye putih yang dilakukan oleh kedua partai yang mencalonkan capres dan cawapres, namun pihak PDIP lebih disudutkan dengan kampanye hitam ini. Faktanya salah satu pihak yang lebih disudutkan melalui kampanye hitam tersebut lebih mendapat simpati dari masyarakat terutama para investor, mereka mencari informasi sendiri mengenai benar atau tidaknya kampanye hitam yang ditujukan kepada capres dan cawapres yang diusung oleh partai PDIP tersebut. Investor yang cerdas mampu menilai bahwa kampanye hitam tersebut hanya dibuat untuk menjatuhkan salah satu pihak, pihak PDIP tetap melakukan kampanye putih secara langsung kepada segmen sasaran mereka baik kalangan bawah maupun kalangan atas, sehingga elektabilitas mereka semakin meningkat. Hal ini membuat investor bereaksi positif terhadap kampanye putih yang dilakukan oleh PDIP pada saat kampanye.

Abnormal return yang terjadi pada t_{-9} ini bertepatan pada tanggal 5 Mei 2014. Investor telah mendapatkan informasi bahwa calon presiden dari partai PDIP adalah Jokowi, hal ini membuat pasar bereaksi melalui *abnormal return*, namun *abnormal return* hanya terjadi selama satu periode dan tidak berlangsung lama, hal ini dikarenakan pasar menunggu deklarasi pengumuman kepastian capres dan cawapres, selain itu pasar ingin melihat terlebih dahulu visi misi para capres dan cawapres ke depan. Ketidakpastian visi misi ini membuat pasar merespon negatif, sesuai dengan hasil perhitungan pada tabel 4.5 yang menunjukkan hasil AR negatif setelah t_{-9} .

Pada t_0 dan periode sesudah pemilu pasar tidak bereaksi, hal ini dikarenakan pasca pemilu presiden dilakukan, banyak hal yang membuat investor merasa tidak yakin dan menunggu kepastian hasil pemilu presiden tahun 2014, yaitu permasalahan tentang hasil perhitungan beberapa lembaga survei yang tidak sama. Beberapa lembaga survei yaitu Puskaptis, IRC, LSN dan JSI melakukan perhitungan curang yang memenangkan Prabowo. Hasil *quick count* dari ke empat lembaga survei tersebut tidak dapat dipertanggungjawabkan, sedangkan perhitungan lembaga survei lain, yaitu Populi Center, CSIS, Litbang Kompas, Politik Indonesia, LSI, RRI dan SMRC memenangkan Jokowi. Peristiwa lain yang terjadi selama pasca pemilu yaitu, pihak Prabowo melakukan gugatan kepada MK terkait hasil pemilu yang memenangkan Jokowi dan Jusuf Kalla, perselisihan yang terjadi antara DPR dan MK tersebut

akhirnya memunculkan sebuah kebijakan yaitu, pilkada dilakukan oleh DPRD, hal ini menyebabkan demokrasi di Indonesia hilang. Hal ini terjadi karena penetapan pemilihan pimpinan alat kelengkapan DPR dikuasai oleh partai kubu Prabowo. Peristiwa-peristiwa yang terjadi pasca pemilu ini membuat para investor menunggu kepastian politik sehingga mengakibatkan pasar bergerak terbatas.

Setelah pemilu presiden tahun 2014, *abnormal return* terjadi pada t_{+14} bertepatan pada tanggal 20 Oktober, yaitu pada saat pelantikan presiden dan wakil presiden. *Abnormal return* baru terjadi setelah t_{+14} pasca pemilu presiden tahun 2014 ini karena investor bereaksi atas kepastian bahwa Jokowi dan Jusuf Kalla dilantik sebagai presiden dan wakil presiden. Reaksi pasar yang terjadi pada t_{+14} merupakan reaksi lambat yang diberikan oleh investor. Investor baru bereaksi pada pelantikan presiden dan wakil presiden ini karena sebelumnya investor belum yakin akan hasil pemilu presiden tahun 2014, sehingga berakibat investor bereaksi lambat. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika investor bereaksi cepat menyerap *abnormal return* untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru. Jika investor menyerap *abnormal return* dengan lambat, maka pasar dikatakan tidak efisien bentuk setengah kuat secara informasi, Hartono (2013:557). Dilihat dari hasil pengujian yang menyatakan bahwa reaksi pasar pasca pemilu presiden tahun 2014 baru terjadi pada t_{+14} , hal ini menunjukkan bahwa pasar Indonesia dikatakan tidak efisien bentuk setengah kuat secara informasi.

PENUTUP

Kesimpulan

1. Nilai AAR yang diuji secara keseluruhan menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* secara signifikan sebelum dan sesudah pelaksanaan pemilu 9 Juli 2014 terhadap perusahaan-perusahaan yang terdaftar di papan utama Bursa Efek Indonesia.
2. Selama periode pengamatan 41 minggu, investor bereaksi positif secara signifikan terhadap peristiwa pemilu presiden tahun 2014 selama 4 periode, *abnormal return* lebih banyak terjadi pada periode sebelum pelaksanaan pemilu presiden dibandingkan dengan periode sesudah pemilu presiden dilakukan.
3. Investor bereaksi positif sebelum pelaksanaan pemilu presiden dilakukan yaitu pada t_{-18} , t_{-16} , t_{-9} , hal tersebut terlihat dari adanya nilai AAR yang positif dan secara statistik signifikan. *Abnormal return* terjadi pada periode ini bertepatan dengan kampanye putih yang dilakukan oleh pihak PDIP. Peristiwa lain yang berkaitan dengan reaksi pasar pada periode ini adalah investor sudah mengetahui bahwa capres yang diusung oleh PDIP adalah Jokowi, sehingga hal ini menjadi kabar baik dan direspon oleh investor melalui *abnormal return*.
4. Investor bereaksi positif sesudah pelaksanaan pemilu presiden dilakukan yaitu pada t_{+14} , hal tersebut terlihat dari adanya nilai AAR yang positif dan secara statistik signifikan. *Abnormal return* yang terjadi pada periode ini bertepatan dengan pelantikan presiden dan wakil presiden, namun reaksi pasar yang terjadi pada t_{+14} ini menunjukkan reaksi yang lambat sehingga pasar Indonesia dikatakan tidak efisien setengah kuat secara informasi.

Saran

Saran yang dapat disampaikan penulis adalah:

1. Investor hendaknya selalu mengikuti informasi yang berkembang baik di dalam maupun luar negeri, agar pengambilan keputusan dapat dilakukan dengan cepat, tepat dan akurat.
2. Bagi pihak lain atau peneliti selanjutnya yang tertarik melakukan penelitian sejenis, dapat menggunakan bentuk efisiensi pasar setengah kuat secara keputusan, karena efisiensi pasar secara keputusan lebih tinggi tingkatannya dibandingkan dengan efisiensi pasar secara informasi. Ini berarti bahwa pasar yang efisien bentuk setengah kuat secara informasi belum tentu efisien secara keputusan, Hartono (2013:561). sehingga diharapkan untuk penelitian selanjutnya mampu melihat kecanggihan investor dalam menerima sebuah informasi dan membuat keputusan bereaksi atau tidak terhadap informasi tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Zvi, Alex Kane & Alan J. Marcus. 2005. *Investment*. 6th Edition. New York: McGraw-Hill.
- Ghozali, Imam. 2009. *Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi dengan SPSS 17*. Semarang. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Henderson, Glenn V. 1990. Problems and Solution in Conducting Event Studies. *Journal of Economic Literature*, Vol 35, No.1.
- Husnan, Suad, 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga. UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Hartono, J. 2013. "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*". Edisi ketujuh. BPFE, Yogyakarta.
- Kuncoro, Mudrajat, 2003. *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi*. Jakarta : Erlangga.
- Sarwono, Jonathan. 2009. *Statistik itu Mudah: Panduan Lengkap untuk Belajar Komputasi Statistik menggunakan SPSS 16*. ANDI OFFSET, Yogyakarta.
- Wolk, I.Harry, Michael G. Tearney, and James L. Dodd, 2001, *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach, 5ed*, South-Western College Publishing.



Hak Kopy (*copy right*) atas Jurnal Riset Manajemen dan Akuntansi ada pada penerbit dengan demikian isinya tidak diperkenankan untuk dikopi atau di-*email* secara masal atau dipasang diberbagai situs tanpa ijin tertulis dari penerbit. Namun demikian dokumen ini dapat diprint diunduh, atau di-*email* untuk kepentingan atau secara individual.