

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

Bayu Sindhu Raharja

Universitas Muhammadiyah Magelang  
(bayusindhu@gmail.com)

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji ekspektasi pasar atas menteri reshuffle pengumuman di Indonesia dan menjawab keraguan dari keberadaan event study. Menggunakan 61 hari sebagai periode jendela dan semua perusahaan konstruksi sebagai sampel penelitian, mengkonfirmasi respon positif dari investor pada menteri reshuffle pengumuman dan tidak ada keraguan pada ketahanan metode event study. Penelitian ini juga menangkap anomali kondisi pasar, seperti seperti kinerja yang lebih baik dari tingkat pengembalian bebas risiko dari return pasar. Itu menjadi pukulan balasan manis dengan hipotesis pasar efisien.

**Kata Kunci:** nilai tukar, politik, kondisi pasar

### .0ABSTRACT

*This research aims to test the market expectation on minister reshuffle announcement in Indonesia and answer the doubt of event study existences. Using 61 days as a windows period and all of construction firms as research sample, it confirm the positive respond of investor on minister reshuffle announcement and no doubt on robustness of event study method. This research also capture the anomaly of market condition, as like the better performance of risk-free rate return than market return. It being sweet counterblow to efficient market hypothesis.*

**Keywords:** exchange rate, political, market condition

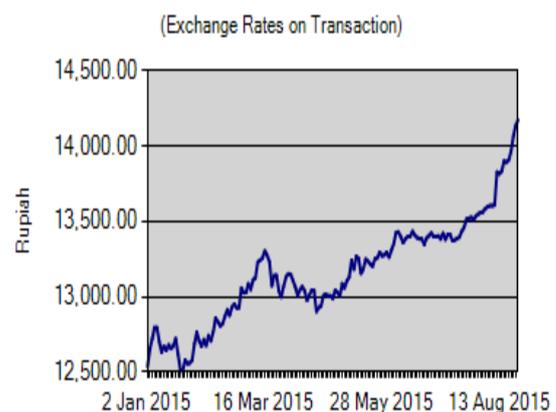
### PENDAHULUAN

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 I



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 II



(diambil dari [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com))

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.

## LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

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 (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).

Pada tahun 1988, Robert Shiller bersama Karl E. Case dalam penelitiannya menyatakan bahwa hipotesis pasar efisien itu sangat lemah, atau dengan kata lain bisa dikatakan pasar itu sebenarnya tidak efisien. De Bont, dan Thaler (1985) dalam risetnya menyatakan bahwa argumen pasar efisien yang menyatakan bahwa informasi secara cepat menyebar dan dikuasi oleh pelaku pasar dapat disanggah, ini dibuktikan bahwa pada kenyataannya informasi

bersifat asimetris sehingga informasi yang beredar di pasar tidak bisa secara cepat diserap oleh pelaku pasar. Informasi yang bersifat asimetris mendorong investor untuk berperilaku tidak rasional. Senada dengan De Bont dan Thaler (1985), Lakonishok, Shleifer, dan Vinshy (1992) yang menyatakan bahwa perilaku investor yang tidak rasional 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 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.

Perilaku sebagian investor yang tidak rasional, dan informasi yang bersifat asimetris memungkinkan dilakukan strategi untuk membentuk ekspektasi positif investor dengan memberikan rangsangan sebuah peristiwa yang dirasa secara umum merupakan suatu hal yang baik. Peristiwa pengumuman reshuffle kabinet menurut penulis merupakan sebuah keputusan politis yang diambil Presiden Joko Widodo untuk merupakan ekspektasi negative investor menjadi positif. 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. 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. Sedangkan, Leeds, Mirikitani, dan Tang (2009), dengan menggunakan event study menemukan bahwa

pelaku ekonomi di pasar merespon positif pengumuman keputusan bahwa Tiongkok pada tahun 2008 menjadi tuan rumah Olimpiade. Beberapa penelitian lain 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). Maka dari itu hipotesis penelitian ini adalah :

**H<sub>1</sub>: Pengumuman reshuffle kabinet akan direspon positif oleh investor**

## METODE PENELITIAN

### 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 reshuffle menteri kabinet kerja. Adapun metoda pengambilan sampel, penulis menggunakan metoda *purposive sampling* dengan kriteria harga 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 reshuffle menteri kabinet kerja akan mudah terlihat.

### Definisi Operasional Variabel

#### Required Return (R)

Ini adalah return yang disyaratkan oleh investor, dihitung dengan menggunakan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Adapun rumus perhitungannya adalah sebagai berikut :

$$R_{i,t} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + \varepsilon_{i,t}$$

Dimana :

$R_{i,t}$  : return perusahaan i pada waktu t  
 $R_f$  : risk-free rate  
 $\beta$  : coefficients  
 $R_{m,t}$  : return pasar saat t  
 $\varepsilon$  : error term

#### 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

#### Return Pasar

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

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

Dimana :

$IHSG_{i,t}$  : *return* pasar perusahaan i pada waktu t  
 $IHSG_{i,t-1}$  : *return* pasar perusahaan i pada waktu t-1

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

#### 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

**Alat Analisis**

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji t- statistik. Pengujian tersebut digunakan untuk menguji signifikan nilai abnormal return yang terjadi pada saat *windows period*. Adapun rumus uji t- statistik yang digunakan dalam penelitian ini mengadopsi pada formula yang digunakan oleh Ritter (1991).

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

Dimana :

ACAR : Rata – rata kumulatif abnormal return  
 $\sigma(CAR_{i,t})$ : Standar deviasi kumulatif abnormal return

n : Jumlah sampel

**Analisa dan Pembahasan Kondisi Pasar**

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



Grafik I 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. Bahkan

fluktuasi tersebut sampai menjatuhkan nilai return perusahaan dan return pasar dibawah nilai return dari aset bebas risiko. Ini menunjukkan fenomena anomali pasar yang kontradiktif dengan hipotesis pasar efisien, maksudnya adalah bahwa dalam pasar yang efisien return aset yang berisiko seharusnya lebih tinggi dari pada return aset bebas risiko.

Tabel 1 menampilkan data statistik deskriptif tentang return saham perusahaan dan return pasar pada rentang windows period.

**Tabel 1. Return Saham dan Return Pasar**

	Perusahaan	Pasar
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 resuffle kabinet kerja oleh Presiden Joko Widodo. Return saham perusahaan yang bergerak dalam bidang konstruksi secara rerata 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 retron

pasar adalah return IHSG, yang menunjukkan return secara merata 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. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis pasar efisien.

Secara detail mari kita lihat deskripsi tabel dibawah ini yang mendeskripsikan pasar sebelum dan sesudah Presiden mengumumkan resuffle kabinet kerja pada tanggal 12 Agustus 2015.

**Tabel 2. Return Perusahaan dan Pasar Pra dan Pasca Resuffle**

Deskripsi Statistik		Pra Pengumuman Resuffle	Pasca Pengumuman Resuffle
<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

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

### ***Actual Return (Rational 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 3. Beta Perusahaan

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

\*\*\*signifikan 5%

\*\*signifikan 10%

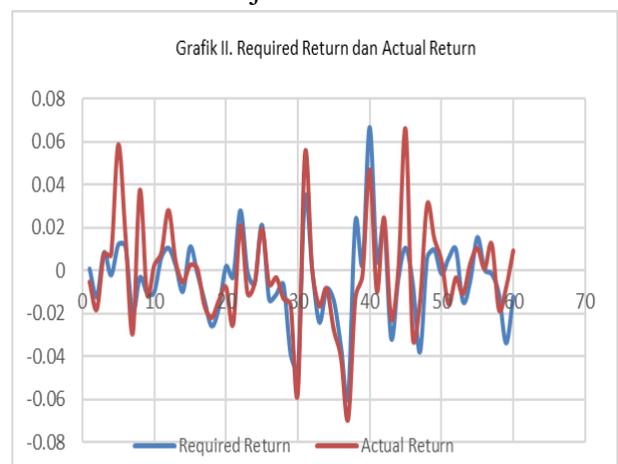
\*signifikan 15%

Dari tabel 3 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 resuffle kabinet kerja secara negatif. *Abnormal return*

yang terjadi pada rentang waktu pengumuman resuffle kabinet kerja juga menunjukkan bahwa pasar tidak efisien seperti hipotesis pasar efisien yang selama ini diyakini. Pasar efisien dibangun diatas 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 resuffle kabinet kerja.



Dari grafik II diatas dapat kita lihat perbandingan antara return saham perusahaan saat rentang waktu pengumuman resuffle

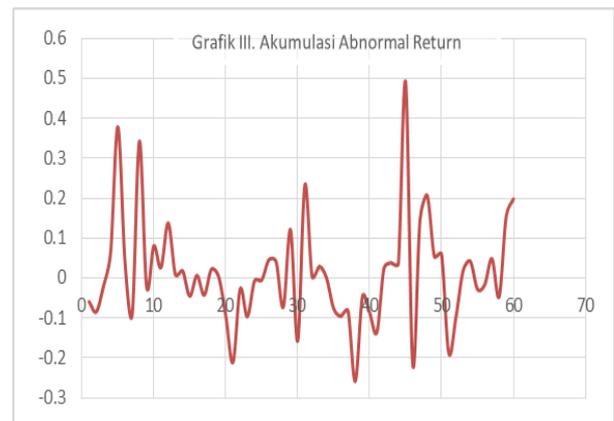
kabinet kerja dengan required return yang dihitung dengan menggunakan CAPM. Berdasarkan grafik diatas, secara akumulatif dapat dilihat return saham perusahaan pada saat itu melebihi tingkat return yang disyaratkan. Atau dengan kata lain bahwa seolah – olah sepanjang rentang waktu pengumuman resuffle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

### **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*.

Berdasarkan Grafik II 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 III dibawah ini menampilkan pergerakan dari nilai kumulatif *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.

Tabel 4 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 4. Pengujian Signifikansi Abnormal Return

Hari ke-	<i>Abnormal return</i>	Hari ke -	<i>Abnormal return</i>	Hari ke -	<i>Abnormal return</i>
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-	<i>Abnormal return</i>	Hari ke-	<i>Abnormal return</i>	Hari ke -	<i>Abnormal return</i>
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 4 diatas bahwa pada 10 hari pertama sebelum pengumuman resuffle 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 resuffle 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 resuffle kabinet kerja *abnormal return* pada hari itu sebesar 12% dan menunjukkan angka signifikan.

Hari ke - 30 merupakan hari ketika resuffle 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 resuffle 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 resuffle kabinet kerja diumumkan. Pada hari ke - 31, atau 1 hari setelah kebijakan resuffle kabinet kerja diumumkan pasar kembali merespon kebijakan itu secara positif, ini ditunjukkan dengan nilai *abnormal return* positif dan signifikan.

### Uji Kekuatan (*Robustness*) Metoda *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 pada normalitas data pengujian beta perusahaan yang meregresikan antara return pasar dengan return saham perusahaan. Karena dengan tidak dipenuhinya asumsi normalita maka beta yang ditaksir menjadi *over(under) estimate*.

Uji hipotesis pada tabel IV, menunjukkan respon positif pasar terhadap pengumuman resuffle kabinet kerja. Dalam pengujian signifikansi nilai *abnormal return* tersebut masih memasukkan ketiga perusahaan yang tidak memenuhi asumsi normalitas. Peneliti 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. Hasilnya dapat dilihat dalam tabel dibawah ini :

**Tabel 5. Pengujian Signifikansi Abnormal Return Dengan 6 Sampel**

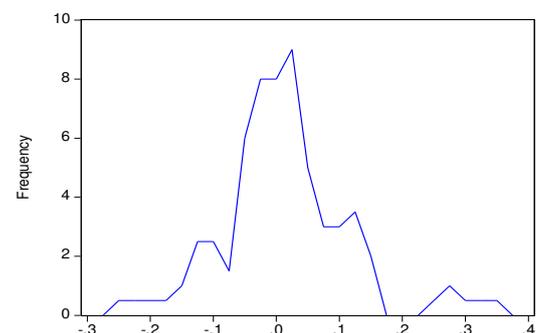
Hari ke-	Abnormal Return	Hari ke -	Abnormal Return	Hari ke -	Abnormal Return
1	-0,03	11	0,03	21	-0,23
2	-0,02	12	0,04 **	22	0,03
3	0,01	13	0,02	23	-0,13
4	0,02	14	0,03	24	0,01
5	0,29 **	15	-0,04	25	-0,05
6	0,00	16	0,02	26	0,04 **
7	-0,04	17	-0,04	27	0,06

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	**	5	-0,12	**
32	0,02		42	0,08		1	-0,04	**
33	0,04		43	0,05		5	0,00	
34	-0,02		44	-0,03		5	0,02	
35	-0,06		45	0,34	**	5	-0,02	
36	0,00		46	-0,14	**	5	-0,03	
37	-0,03		47	0,13	**	6	0,09	*
38	-0,19	*	48	0,12	**	5	-0,02	
39	-0,08		49	0,01		5	0,14	**
40	-0,10	**	50	0,10		6	0,13	**

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

Sekarang kita bandingkan hasil pengujian tabel 4 dengan tabel 5. Tabel 4 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, 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 3. Uji Jarque-Bera



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 kekuatannya. *Event study* merupakan teknik analisa yang dapat menangkap adanya fenomena anomali pasar yang kontradiktif dengan argumen hipotesis pasar efisien.

## PENUTUP

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.

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 VII 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 eksperimen. Metoda analisa ini dapat melihat secara detail perilaku – perilaku bias psikologis dari aktor – aktor yang bergelut di pasar keuangan berikut dengan dampaknya.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Basu, S (1977). Investment of Common Stock Relation to Their Price Earning Ratios: A Test of Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, Vol 32, No 3, pp 663-682.
- Beaulieu, Marie Claude. Cosset, Jean-Claude. dan Essaddam, Naceur (2005). The Impact of Political Risk on Volatility of Stock Returns. *Journal of International Business Studies*. 36, 710-718.
- Brown, J, Stephen dan Warner, B, Jerold (1985). Using Daily Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- Cen, Dar-Hsin. Bin, Feng-Shun. dan Cen, Chunda (2005). The Impact of Political Events on Foreign Institutional Investors and Stock Returns: Emerging Market Evidence from Taiwan. *International Journal of Business*, 10(2), 1083-4346.
- Case, C, Karl dan Shiller, Robert (1988). The Behavior of Home Buyers in Boom and Past Boom Markets. *NBER Working Paper Series*, No. 2748.
- Campbell, John Y. and Robert J. Shiller (1988), "Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends," *Journal of Finance*, 43, 661-76.
- De Bondt, Werner FM, dan Thaler, Richard (1985). What do Economist Know About Stock Market ?, *The Journal of Portfolio Management*, 84-91.
- Fama, Eugene (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fama, Eugene dan French, Kenneth (1990). Stock Returns, Expected Returns, dan Real Activity. *Journal of Finance*, Vol 45, 1089 – 1108.
- Fisman, Raymond (2001). Estimating the Value of Political Connections. *The American Economic Review*. Vol 91, No 4, 1095 – 1102.
- He, Hua (1999). Political Risk and Stock Returns. *Dissertation*, UMI
- Jegadeesh, N dan Titman, S (1993). Returns to Buying Winners dan Selling Losers: Implication for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, Vol 48, Issue 1, 65 - 91
- Kim, H. Y., & Mei, J. (2001). What makes the stock market jump? An analysis of political risk on Hong Kong stock returns. *Journal of International Money and Finance* , 20 (07), 1003-1022.

- Lakonishok, Josef., Sheilfer, Andrei., dan Vishny, Robert N., The Impact Institutional Trading on Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, 32, 23-43.
- Malkiel, G, Burton (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *CEPS Working Paper*, No. 91.
- Malkiel, G Burton (2005). Reflections on Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later. *The Financial Review*, 40, 1-9.
- Marwan Asri, Suryawijaya dan Faizal, S, Arie (1998). Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996). *Kelola 1998*. VII(18).
- Nonna Sorokina, David E. Booth and John H. Thornton, Jr (2013). Robust Methods in Event Studies: Empirical Evidence and Theoretical Implications. *Journal of Data Science*, Vol 11, No. 3.
- Ritter, Jay. (1991). The long-run performance of initial public offerings, *The Journal of Finance*, No 1, Vol XLVI
- Zach, Tsachi (2003). Political Events and The Stock Market : Evidence from Israel. *International Journal of Business*, 8(3), 1083-4346.
- Website :
- [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)
- [www.bps.go.id](http://www.bps.go.id)
- [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com)