

Pengujian Pasar Efisien dan *Single Index Model* pada Peristiwa Pengumuman Kenaikkan Harga BBM di Bursa Efek Indonesia

Riskin Hidayat*

Abstract

This study aimed to test the efficiency of capital markets and the Single Index Model in Indonesia, related to the announcement of fuel price rise on May 24, 2008. The sample in this study as many as ten stocks listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) and actively traded on 10 (ten) days before and 10 (ten) days after the announcement of fuel price rise on May 24, 2008, or by a window period of 21 days. The results showed that in the event that the announcement of fuel price increases announced by the government on May 24, 2008 are no differences in average abnormal return of between 10 (ten) days before and 10 (ten) days after the announcement. In periods of negative abnormal return observations occurred before the announcement of fuel price increases, which means there have been leaks of information, where the issue of fuel price increases have been informed by the previous government. This shows that the Indonesian capital market is not efficient in this case. The study also found that the SIM does not apply to the period of observation, because of the variability of the beta is not followed by the variability of stock returns or in other words there is no linear relationship between beta and return

Key Word: Efficiency of capital markets, Single Index Model

Pendahuluan

Kebijakan kenaikan harga Bahan Bakar Minyak (BBM) bersubsidi sebesar rata-rata 28,7% yang diumumkan oleh pemerintah Republik Indonesia pada tanggal 24 Mei 2008 dapat mengakibatkan perilaku investasi di Indonesia sangat memungkinkan mengalami perubahan. Setiap peristiwa

berskala nasional apalagi yang terkait langsung dengan permasalahan ekonomi dan bisnis dapat menimbulkan reaksi positif atau reaksi negatif dari para pelaku pasar tergantung pada peristiwa tersebut memberikan stimulus positif atau negatif terhadap iklim investasi.

Reaksi pasar terhadap

pengumuman kenaikan harga BBM dapat menunjukkan suatu pasar modal yang efisien atau tidak. Menurut Fama (1970) pasar modal yang efisien merupakan suatu kecepatan dan kelengkapan suatu harga sekuritas dalam merespon informasi yang relevan. Hipotesis pasar efisien menyatakan bahwa persaingan antar investor yang sangat ketat menyebabkan harga saham telah secara akurat merefleksikan seluruh informasi yang relevan, sehingga investor dapat mempercayai bahwa harga tersebut adalah harga yang *fair*.

Fama (1970) mendefinisikan efisiensi dalam tiga tingkatan, yaitu: (1) pasar efisien dalam bentuk lemah (*weak-form*), dimana harga sekuritas telah mencerminkan seluruh data historis yang relevan; (2) pasar efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi-strong form*), dimana harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi relevan yang dipublikasikan; dan (3) efisiensi dalam bentuk kuat (*strong-form*), dimana harga sekuritas telah

*Dosen Tetap STIE YPPI
Rembang

mencerminkan seluruh informasi penting baik sudah dipublikasikan maupun yang belum/tidak dipublikasikan.

Menurut Husnan (2005); Legowo dan Machfoedz (1998) pasar efisien terjadi bila harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Husnan, Hanafi, dan Wibowo (2002) menyatakan bahwa dalam pasar yang efisien, harga cepat mencerminkan informasi yang relevan, sedemikian rupa sehingga tidak akan diperoleh abnormal *return* yang konsisten.

Berbagai peristiwa ataupun kebijakan yang dilakukan pemerintah dapat berdampak terhadap iklim investasi di pasar modal. Apabila peristiwa kenaikan harga BBM merupakan kondisi pasar yang buruk yang diindikasikan dengan menurunnya indeks harga saham gabungan (IHSG) dan diikuti oleh turunnya harga saham, maka dapat dikatakan bahwa *return* suatu saham nampaknya berkorelasi dengan perubahan pasar. Hal tersebut sesuai dengan konsep *Single Index Model* (SIM). Menurut Husnan (2005), SIM menunjukkan bahwa satu-satunya alasan mengapa

saham-saham bergerak bersama adalah bereaksi terhadap pasar. Namun bila yang terjadi sebaliknya, pada saat pasar memburuk dan harga saham naik, maka konsep SIM tidak berlaku.

Berdasarkan paparan di atas, penelitian ini menggunakan *event study* yang merupakan pengujian terhadap efisiensi bentuk setengah kuat dengan melihat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM dan menguji apakah reaksi pasar tersebut mendukung berlakunya SIM pada pasar modal di Indonesia. Dengan penelitian ini diharapkan dapat diketahui reaksi dan perilaku pelaku pasar modal terhadap sebuah peristiwa ekonomi dan dampaknya terhadap iklim investasi secara keseluruhan di Indonesia, sehingga dapat diprediksi tanggapan dan reaksi pasar terhadap suatu peristiwa ekonomi dan bisnis di masa yang akan datang.

Data dan Analisis

Sampel dalam penelitian ini sebanyak sepuluh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan aktif diperdagangkan pada 10 (sepuluh) hari sebelum dan 10 (sepuluh) hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM tanggal 24 Mei 2008 atau menggunakan periode jendela 21

hari. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham harian dan IHSG harian yang diperoleh dari *Yahoo Finance*.

Untuk menguji pasar efisien adalah dengan melihat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM dengan menggunakan *paired samples t test*, yaitu dengan melihat perbandingan rata-rata abnormal *return* saham dan *return* IHSG, dengan tahapan sebagai berikut:

1. Menghitung *return* saham harian (R_{it}) dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

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

P_{it} = harga saham i pada hari t

P_{it-1} = harga saham i pada hari t-1

2. Menghitung *return* pasar harian (R_{mt}) dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

R_{mt} = *return* pasar pada hari t

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada hari t

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada hari t-1

3. Menghitung abnormal *return* selama periode pengamatan dengan rumus:

$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$
 AR_{it} = abnormal *return* saham i pada hari t
 R_{it} = aktual *return* untuk saham i pada hari t
 R_{mt} = *return* pasar pada hari t
 4. Menghitung rata-rata abnormal *return* (AAR) saham pada hari ke-t dengan rumus:

$$AAR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

AAR_{nt} = rata-rata abnormal *return* saham pada hari ke-t
 n = jumlah seluruh saham perusahaan yang diteliti

Sedangkan untuk menguji SIM, digunakan persamaan SIM yang merupakan model regresi linier sederhana sebagai berikut:

$R_i = \pm_i + \beta_i R_m + e_i$
 R_i = *return* saham
 R_m = *return* pasar, merupakan variabel yang acak
 \pm_i = nilai dari *return* saham i yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar
 β_i = beta, yaitu parameter yang mengukur perubahan yang diharapkan pada R_i kalau terjadi perubahan pada R_m
 e_i = elemen acak (*error term*)

Hasil Analisis

Hasil perhitungan rata-rata abnormal *return* (ARR) ditunjukkan pada tabel 1. Tabel 1 menunjukkan bahwa dari keseluruhan ARR jumlah abnormal *return* positif dan negatif adalah sama yaitu 50%. Berdasarkan perhitungan t statistik pada tabel 1 ditemukan bahwa abnormal *return* yang signifikan terjadi pada t-8, t-4, t+1, t+3, dan t+7. Dari kelima hari tersebut, abnormal *return* positif terjadi pada t+1 dan t+7 berarti bahwa investor memperoleh dampak positif dengan adanya pengumuman kenaikan harga BBM. Sedangkan abnormal *return* negatif terjadi pada t-8, t-4 dan t+3, berarti bahwa investor

memperoleh dampak negatif dengan adanya pengumuman kenaikan harga BBM.

Signifikansi abnormal *return* pada t-8 dan t-4 menunjukkan bahwa terdapat kebocoran informasi tentang kenaikan harga BBM, karena isu akan terjadi kenaikan harga BBM memang sudah lama diinformasikan oleh pemerintah. Ini berarti sebagian besar aktivitas perdagangan yang dilakukan didasarkan pada informasi non publik (Mandelker, 1974). Dalam kasus ini, dengan adanya signifikansi abnormal *return* pada lima hari selama periode pengamatan menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia belum efisien.

Tabel 1
Hasil Pengujian rata - rata abnormal return

Sebelum			Setelah		
Hari	AAR	t _{hitung}	Hari	ARR	t _{hitung}
t-10	0.0067	0.6839	t+1	0.0162	2.0041 **
t-9	-0.0011	-0.2279	t+2	0.0115	1.5639
t-8	-0.0026	-2.6743 *	t+3	0.0017	-3.0278 *
t-7	0.0227	0.6241	t+4	0.0028	-0.3088
t-6	-0.0041	-0.9805	t+5	0.0060	1.2671
t-5	0.0034	-1.5602	t+6	0.0002	1.1503
t-4	-0.0095	-4.1220 *	t+7	-0.0004	2.9304 *
t-3	-0.0072	-0.1842	t+8	-0.0063	1.7552
t-2	-0.0095	-1.4814	t+9	0.0016	-1.3222
t-1	-0.0008	1.1061	t+10	-0.0045	-0.8058

Keterangan: * = sign. pada $\pm = 5\%$ ($t_{tab} = 2,262$)
 ** = sign. pada $\pm = 10\%$ ($t_{tab} = 1,833$)

Tabel 2 menunjukkan hasil uji beda sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM. Dari tabel 2 diketahui nilai $t_{hit} (-0.9732) < t_{tab} (-2,262)$, berarti bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata abnormal *return* sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM. Ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi biasa saja terhadap pengumuman kenaikan harga BBM, karena

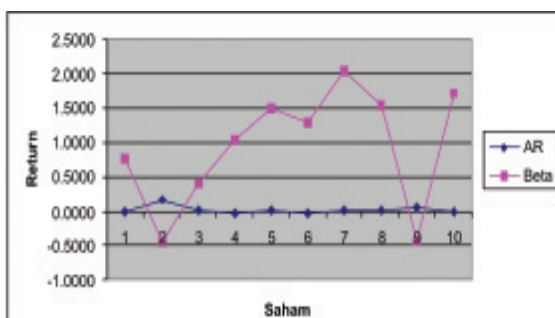
informasi tersebut sudah bocor sebelumnya. Alasan lain mungkin pasar sudah memiliki pengalaman tentang kenaikan harga BBM yang terjadi sebelumnya atau isu krisis BBM yang sudah menjadi wacana di Indonesia bahkan dunia.

Tabel 2
Hasil Paired Samples T Test

	Paired Differences			t	p-value
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean		
Pair AARbefore - AARafter	-0.0031	0.0100	0.0032	-0.9732	0.3559

Hasil analisis yang menunjukkan pengujian terhadap SIM dapat dilihat pada gambar 1. Pada gambar 1 terlihat bahwa pada t+1, variabilitas beta tidak diikuti oleh abnormal *return*. Beta pada saham ke-2 dan saham ke-9 terlihat terjadi penurunan yang tajam, namun sebaliknya abnormal *return* pada kedua saham tersebut terjadi kenaikan, dengan kata lain tidak terjadi hubungan linier antara beta dengan abnormal *return*. Demikian juga terjadinya variabilitas untuk abnormal *return* saham yang lain cenderung stabil, tidak mengikuti variabilitas beta. Dari kasus ini dapat dikatakan bahwa pada 10 (sepuluh) hari sebelum dan 10 (sepuluh) hari sesudah pengumuman kenaikan harga BBM pada tanggal 24 Mei 2008 tidak berlaku konsep SIM. Dimana konsep SIM menyatakan bahwa bahwa satu-satunya alasan mengapa saham-saham bergerak bersama adalah bereaksi terhadap pasar.

Gambar 1. Variabilitas Beta dan Abnormal Return



Simpulan

Dari hasil analisis tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa pada peristiwa pengumuman kenaikan harga BBM yang diumumkan oleh pemerintah pada tanggal 24 Mei 2008 adalah tidak terjadi perbedaan rata-rata abnormal *return* antara 10 (sepuluh) hari sebelum dan 10 (sepuluh) hari sesudah pengumuman. Pada periode pengamatan terjadi abnormal *return* negatif sebelum pengumuman kenaikan harga BBM, yang berarti telah terjadi kebocoran informasi, dimana isu kenaikan harga BBM telah diinformasikan oleh pemerintah sebelumnya. Hal tersebut menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia pada kasus ini belum efisien. Penelitian ini juga menemukan bahwa SIM tidak berlaku pada periode pengamatan, karena variabilitas beta tidak diikuti oleh variabilitas *return* saham atau dengan kata lain tidak terjadi hubungan linier antara beta dan *return*.

Daftar Pustaka

- Fama, Eugene F., (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25: pp. 383-417.
- Husnan, Suad, (2005), "*Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*", Edisi 4, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Husnan, Suad, Hanafi, Mamduh M, dan Wibowo, Amin, (2002), "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan", *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan*, Yogyakarta: BPFE.
- Legowo, Herman dan Machfoedz, Mas'ud,

(1998), "Efisiensi Pasar Modal: Perbandingan Pada Dua Periode Yang Berbeda Dalam Pasar Modal Indonesia", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 13(2): hal. 78-90.

Mandelker, G., (1974), "Risk and Return: The Case of Merging Firm", *Journal of Financial Economics*, 1: 303-335.