

EFISIENSI PASAR MODAL INDONESIA PADA TAHUN PEMILU 2019

Gilang Pratama

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Esa Unggul, Jakarta
Jalan Arjuna Utara No 9 Kebon Jeruk Jakarta 11510
gilang.pratama@esaunggul.ac.id

Abstract

This research uses semi-strong efficiency market hypothesis (EMH) methodology to investigate the efficiency market stock price reaction to national political events, Indonesia's PEMILU 2019. The research is necessary for the reason that if stock price does not instantaneously and fully reflect relevant available information's, it will be able to mislead economic decisions. The analysis uses a daily adjusted close price of Index Harga Saham Gabungan (IHSG) as sample to representative Bursa Efek Indoneia (BEI). The hypothesis of this research is: (1) Indonesia's Capital Market is Efficient before and during national election period, and (2) Indonesia's capital market efficiency is different during National Election Period. The first hypothesis is tested by using probability value which are based on randomness test (Random Walk Method) and serial correlation test. Randomness test is used because one of the characteristics of the efficient market is that prices change randomly, while the serial correlation test is interrelated with the other characteristic of the efficient capital market, that the change of security prices has no correlation to each other. The second hypothesis is tested by using Wilcoxon's signed rank test. From the statistical analysis found that first and second hypothesis is accepted. Limitation of this research parameter used only one Index with daily secondary-data get from the adjusted close price.

Keywords: *Efficiency, weak-form, randomness, decisions.*

Abstrak

Penelitian ini menggunakan metodologi hipotesis pasar efisiensi (EMH) semi-kuat untuk menganalisis reaksi efisiensi pasar saham terhadap peristiwa politik nasional, PEMILU 2019 Indonesia. Penelitian ini diperlukan untuk alasan bahwa jika harga saham tidak secara efektif dan sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, akan dapat menyesatkan keputusan ekonomi. Analisis ini menggunakan harga penutupan harian yang disesuaikan dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai satuan statistik untuk mewakili Bursa Efek Indoneia (BEI). Hipotesis dari penelitian ini adalah: (1) Pasar Modal Indonesia Efisien sebelum dan selama periode pemilihan nasional, dan (2) efisiensi pasar modal Indonesia berbeda selama Periode Pemilihan Nasional. Hipotesis pertama diuji dengan menggunakan nilai probabilitas yang didasarkan pada uji keacakan (Random Walk Method) dan uji serial korelasi. Uji keacakan digunakan karena salah satu karakteristik dari pasar yang efisien adalah bahwa harga berubah secara acak, sedangkan uji serial korelasi terkait dengan karakteristik lain dari pasar modal yang efisien, bahwa perubahan harga sekuritas tidak memiliki korelasi satu sama lain. Hipotesis kedua diuji dengan menggunakan uji peringkat bertanda Wilcoxon. Dari analisis statistik ditemukan bahwa hipotesis pertama dan kedua diterima. Batasan parameter penelitian ini hanya menggunakan satu Indeks dengan data sekunder harian yang didapatkan dari harga penutupan yang disesuaikan.

Kata kunci: Efisiensi, bentuk lemah, keacakan, keputusan.

Pendahuluan

Di Indonesia perkembangan pasar modal telah meningkat dengan mengesankan, dari segi perusahaan yang *listed*, pasar modal Indonesia telah menunjukkan pertumbuhan yang mengesankan sejak akhir tahun 1988, di mana pada tahun 1988 perusahaan *listed* baru berjumlah 24 perusahaan dan pada tahun 2019

telah menjadi 619 perusahaan (Otoritas Jasa Keuangan, 2018). Demikian pula dari segi pertumbuhan nilai rata-rata perdagangan saham Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), di mana IHSG dengan nilai perdagangan 12,000 (Rp. Miliar) pada tahun 2013 menjadi 16,000 pada akhir tahun 2018.

Khususnya di Indonesia pengembangan pasar modal tersebut mempunyai misi dan orientasi yang spesifik, karena selain sebagai sumber dan pembiayaan jangka panjang, juga meliputi tiga aspek mendasar yang mengacu kepada pasal 33 ayat 1 UUD 1945, yaitu bahwa perekonomian disusun sebagai usaha bersama berdasar atas asas kekeluargaan (Lailiyah, 2017).

Adapun ke tiga aspek tersebut yaitu pertama, untuk lebih meningkatkan minat masyarakat dalam rangka pengerahan dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif. Kedua, mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan, dan ketiga, pemerataan pendapatan melalui pemerataan pemilikan saham perusahaan. Di samping itu, pasar modal dipandang sebagai salah satu sarana yang efektif untuk mempercepat pembangunan suatu negara.

Dengan demikian, pasar modal memainkan peranan yang sangat penting dalam upaya turut menciptakan pemerataan pendapatan dan hasil-hasil pembangunan. Sebuah konsep yang berkenaan dengan teori pasar modal efisiensi telah diperkenalkan untuk menggambarkan bagaimana mengoperasionalkan pasar. Sedangkan konsep yang dimaksud adalah hipotesis pasar efisiensi (selanjutnya dalam tulisan ini disingkat HPE). Adapun definisi pasar efisien yaitu jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia. Berdasarkan pengertian tersebut dapat diketahui adanya dua unsur pokok yang merupakan ciri pasar modal efisien, yaitu (1) tersedianya informasi yang relevan, dan (2) harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru (Jones, 2013).

Sehubungan dengan perubahan kondisi pasar modal setiap saat bisa berubah secara rapid (Naseer dan bin Tariq, 2015), maka dalam penelitian ini hanya akan menginvestigasi efisiensi pasar modal dalam periode masa Pemilu (1 Januari – 29 Juni 2019) dan membandingkannya ketika pasar dianggap belum di pengaruh berbagai sentimen menyangkut PEMILU (1 Januari – 29 Juni 2018).

Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan di atas, yang menjadi permasalahan pokok dalam penelitian ini adalah:

"Apakah efisiensi pasar modal berbeda baik pada masa PEMILU dibandingkan sebelum masa PEMILU" Perumusan masalah pokok seperti tersebut di atas dikarenakan ada dugaan sementara (hipotesis penelitian) bahwa: (1) Bursa Efek Jakarta efisien baik pada masa Pemilu maupun pada Periode sebelumnya, dan (2) Efisiensi Bursa Efek Jakarta pada saat kondisi PEMILU berbeda dengan pada saat kondisi sebelum PEMILU.

Tujuan pokok dari penelitian ini adalah: (1) untuk mengetahui HPE di Indonesia, dan (2), untuk menguji hipotesis bahwa efisiensi pasar modal dalam keadaan PEMILU berbeda dengan efisiensi pasar modal dalam keadaan sebelum PEMILU serentak 2019.

Adapun implikasi dari penelitian ini akan sangat berguna bagi: (1) Investor, terutama pemodal individu dalam negeri, untuk mengambil keputusan investasi, (2) Pemerintah, yang sangat berkepentingan terhadap pasar modal yang efisien sebagai sarana pengerahan dana atau modal masyarakat untuk menunjang pembangunan, dan (3) Bursa Efek Jakarta, yang menciptakan pasar secara terus menerus bagi efek yang telah ditawarkan kepada masyarakat, untuk memikirkan produk-produk baru dalam meningkatkan efisiensi pasar modal.

Penelitian ini dapat digunakan untuk: (1) memberikan masukan kepada berbagai pihak, terutama yang terlibat dalam pasar modal baik langsung maupun tidak langsung, (2) memberikan sumbangan pemikiran bagi organisasi profesi dalam mengembangkan organisasi profesional di Indonesia, dan (3) membantu organisasi profesi dalam mengambil langkah-langkah perbaikan mutu pelaporan informasi akuntansi agar dapat memberi informasi sesuai kepentingan yang diperlukan stakeholder untuk pengambilan keputusan, terutama keputusan investasi.

Pasar Modal

Pasar modal merupakan suatu wadah yang memberikan jasanya dengan menjembatani hubungan antara pemilik dana yaitu pemodal (investor) dengan peminjam dana dalam hal ini disebut sebagai emiten

(Jones, 2013). Para pemodal meminta instrumen pasar modal untuk keperluan investasi portofolionya sehingga pada akhirnya dapat memaksimalkan penghasilan. Pasar modal memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan-perusahaan, karena dengan adanya pasar modal maka perusahaan-perusahaan akan lebih mudah memperoleh dana sehingga kegiatan ekonomi di berbagai sektor dapat ditingkatkan.

Pada hakikatnya pasar modal merupakan jaringan yang memungkinkan pertukaran klaim jangka panjang, penambahan *financial assets* (hutang) pada saat yang sama memungkinkan investor untuk mengubah dan menyesuaikan portofolio investasi (melalui pasar sekunder). Fungsi pasar modal itu sendiri ialah meningkatkan dan menghubungkan aliran dana jangka panjang dengan kriteria pasarnya secara efisien yang akan menunjang pertumbuhan riil ekonomi secara keseluruhan. Undang-undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995 memberikan pengertian pasar modal yang lebih spesifik, yaitu: "Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, Perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek".

Pasar modal dapat memainkan peranan penting dalam suatu perkembangan perekonomian di suatu negara karena pasar modal dapat berfungsi sebagai berikut:

1. Sumber pembiayaan yang murah, mudah dan cepat bagi dunia usaha dan pembangunan nasional
2. Sarana untuk menghimpun dana masyarakat untuk disalurkan ke dalam kegiatan-kegiatan yang produktif
3. Memperkukuh beroperasinya mekanisme *financial market* dalam menata sistem moneter, karena pasar modal dapat menjadi sarana "*open market operation*" sewaktu-waktu diperlukan oleh Bank Sentral
4. Mendorong terciptanya kesempatan berusaha sekaligus menciptakan kesempatan kerja
5. Menekan tingginya bunga menuju suatu "*rate*" yang *rasionable*
6. Mempertinggi efisiensi alokasi sumber produksi

7. Sebagai alternatif investasi bagi para pemodal.

Saham

Saham merupakan tanda penyertaan atau pemilikan seseorang terhadap suatu perusahaan atau perseroan terbatas (Reilly & Brown, 2012). Investasi saham memiliki sisi yang menarik bagi investor karena mampu memberikan tingkat keuntungan yang cukup tinggi. Namun tidak dapat dipungkiri bahwa dalam berinvestasi, risiko adalah hal yang akan selalu ada atau muncul. Risiko dalam berinvestasi saham yang tentunya sudah diketahui oleh investor adalah adanya risiko kerugian dalam investasi (Sewell, 2012). Kerugian yang dimaksud adalah adanya *capital loss* di mana harga saat menjual saham lebih kecil dibandingkan harga saat membeli saham.

Dalam perdagangan saham dipasar modal, terdapat dua jenis saham yang umum diketahui oleh investor atau pihak publik. Dua jenis saham tersebut adalah:

1. *Common Stock* (Saham Biasa)
Merupakan surat berharga yang dijual perusahaan di mana terdapat nominal berupa nilai rupiah, dollar, dan mata uang lainnya. Pemegang saham biasa akan mempunyai hak untuk mengikuti Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dan pada akhir tahun pemegang saham memiliki hak untuk mendapatkan dividen dari perusahaan yang diinvestasikan.
2. *Preferred Stock* (Saham Istimewa)
Saham istimewa memiliki definisi yang serupa dengan saham biasa, namun hak pemilik saham istimewa lebih tinggi dari pada pemilik saham biasa. Pemilik saham istimewa akan lebih diutamakan oleh perusahaan dalam pembagian keuntungan atau dividen. Jika perusahaan mengalami kerugian atau kebangkrutan, maka pemilik saham istimewa akan memperoleh haknya terlebih dahulu dibandingkan pemilik saham biasa.

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Pengertian mengenai IHSG menurut Darmaji dan Fakhruddin (2011) adalah Indeks

harga saham adalah indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indeks berfungsi sebagai indikator tren pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat, apakah pasar sedang aktif atau lesu. Dalam pasar modal, indeks memiliki beberapa peran yaitu sebagai:

1. Indikator tren pasar
2. Indikator tingkat keuntungan
3. Tolak ukur kinerja suatu portofolio
4. Membantu berkembangnya produk derivatif
5. Membantu pembentukan suatu portofolio dalam strategi pasif.

Terdapat 24 jenis indeks harga saham di Bursa Efek Indonesia yang dapat dijadikan indikator atau *benchmark*. Pengertian umum mengenai indeks saham dapat di simpulkan sebagai ukuran statistic perubahan gerak harga dari kumpulan saham yang dipilih berdasarkan kriteria tertentu dan digunakan sebagai sarana tujuan investasi.

Indeks yang sering digunakan sebagai acuan dalam mengukur performa saham di Indonesia adalah Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG. Indeks Harga Saham Gabungan menggunakan seluruh harga saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia untuk masuk ke dalam perhitungan indeks.

Hal ini menjadikan Indeks Harga Saham Gabungan dijadikan suatu indikator utama bagi negara Indonesia karena IHSG telah mencerminkan dan memperhitungkan saham dari seluruh sektor atau perusahaan di Indonesia yaitu sekitar lebih dari 619 perusahaan tercatat di BEI (Otoritas Jasa Keuangan, 2018). Pergerakan IHSG biasanya disebabkan oleh adanya pengaruh dari perubahan harga saham pada perusahaan yang berkapitalisasi besar.

Hal ini dikarenakan besar atau bobot dari suatu saham berbeda-beda sehingga dimungkinkan pada perusahaan yang berkapitalisasi besar, bobot saham juga tergolong besar maka itu dapat mempengaruhi pergerakan IHSG. Pergerakan IHSG tentunya akan menjadi perhatian investor untuk melihat performa pasar modal di Bursa Efek Indonesia yang tentunya akan

berdampak pada tingkat pengembalian yang akan diterima.

Return Saham

Return saham merupakan pengembalian atau imbalan yang diperoleh investor atas hasil investasi yang dilakukan oleh seorang investor (Jones, 2013).

Terkait mengenai *return* dan berinvestasi dalam melakukan investasi terdapat 2 jenis pengembalian atau *return* yang dapat diperoleh oleh investor sebagai keuntungan, yaitu:

1. Dividen yang merupakan pendapatan investor atas pembagian keuntungan oleh perusahaan terhadap pemegang saham perusahaan tersebut.
2. *Capital gain* merupakan hasil dari total selisih harga saat pembelian dengan harga saat saham dijual.

Mendukung pernyataan mengenai arti dari *return*, Reilly dan Brown (2012) juga menyatakan bahwa *return* merupakan selisih antara harga jual dan harga beli dari suatu aset yang juga ditambahkan dengan pengeluaran kas lainnya yang dinyatakan dalam bentuk persentase dari harga beli.

Dalam berinvestasi tentunya seorang investor dapat menerima keuntungan, namun hal ini juga memungkinkan bahwa investor dapat memperoleh kerugian. Adanya kerugian disebut dengan *capital loss* di mana harga saham saat penjualan lebih kecil dari harga saham saat pembelian. Ketika harga saham menurun, maka *return* saham juga akan menurun karena adanya pengembalian yang lebih kecil.

Pergerakan harga saham akan berdampak juga pada pengembalian yang akan diperoleh oleh investor. Ketika harga saham meningkat maka *return* akan semakin besar karena investor akan melakukan penjualan untuk mendapatkan keuntungan investasi, namun sebaliknya ketika harga menurun maka *return* juga akan turun karena harga saham yang dimiliki akan menjadi lebih kecil.

Penjelasan mengenai keterkaitan harga saham dengan *return* dapat dibuktikan pada perhitungan dalam

menentukan *return* saham harian yang dilihat melalui rumus sebagai berikut:

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

R_t = *return* saham pada hari ke- t

P_t = *closing price* saham pada hari ke- t

P_{t-1} = *closing price* saham pada hari ke $t-1$

Efficient Market Hypothesis

Efisiensi pasar modal adalah keadaan di mana sebuah harga saham yang menyesuaikan secara cepat dengan adanya tambahan informasi, dan oleh karena itu harga saham tersebut sudah mencakupi seluruh informasi yang ada (Jones, 2013). Semakin sesuainya harga saham dengan informasi pasar maka keadaan pasar sudah terbentuk sempurna.

Secara umum, harga pasar akan menyesuaikan dengan informasi-informasi yang diperoleh. Penyesuaian tersebut dapat *over adjust* atau *under adjust* dari yang seharusnya. Hal ini disebabkan oleh adanya keputusan beli dan menjual oleh investor atas informasi yang diterima guna untuk memaksimalkan keuntungannya.

Penilaian pasar yang efisien dapat ditinjau melalui 2 hal yaitu dari ada atau lengkapnya ketersediaan informasi maupun adanya pengambilan keputusan atau tindakan oleh investor atas informasi yang diperolehnya (Sewell, 2012). Pengambilan keputusan yang dimaksud ialah keputusan yang dilakukan oleh investor dengan pemikiran yang rasional. Suatu pasar akan digolongkan menjadi pasar efisien dengan kondisi tertentu. Kondisi tersebut adalah sebagai berikut:

1. Tidak adanya hambatan untuk masuk ke dalam pasar sehingga tidak ada pengguna modal atau perusahaan yang keluar dari pasar.
2. Terbentuknya kompetisi yang sempurna yang berarti tidak terdapat pihak-pihak tertentu yang dapat mempengaruhi harga saham.
3. Aset atau saham yang dijual belikan dapat diperoleh oleh semua pihak atau dibagikan.
4. Tidak terdapatnya biaya transaksi.

5. Semua informasi tersedia dan dapat diperoleh oleh semua pihak tanpa adanya biaya tertentu.
6. Tidak adanya perbedaan biaya pajak yang harus dibayar oleh investor.
7. Tidak adanya pengaruh dari pemerintah atau campur tangan pihak lain yang mempengaruhi sistem perdagangan dibursa.

Dilengkapi juga oleh pernyataan peneliti lainnya yaitu pernyataan Reilly dan Brown (2012) mengenai penyebab terbentuknya pasar efisien yang mencakup kedua hal di atas. Beberapa hal yang membentuk pasar efisien adalah ketika:

- a. Investor menjadi seorang penerima harga atau *price taker* di mana yang dimaksudkan adalah, seorang investor tidak dapat mengubah dan mempengaruhi dalam hal ini adalah harga pada suatu sekuritas.
- b. Informasi dapat didapatkan dengan mudah dan tersebar/ didapatkan oleh semua investor dan pelaku-pelaku pasar pada saat yang bersamaan juga dengan biaya yang murah.
- c. Informasi yang disebar oleh emiten terjadi tanpa diketahui terlebih dahulu oleh para pelaku pasar seperti investor.
- d. Dari informasi yang diperoleh, investor menggunakan informasi tersebut secara keseluruhan dan cepat sehingga harga mencerminkan keadaan yang sebenarnya.

Pengukuran Efficient Market Hypothesis

Menurut Degutis dan Novickyte (2014); Fama (1970); QUIGGIN (2019) terdapat tiga model untuk menguji efisiensi pasar modal, yaitu: (1) *model fair game*, (2) *model submartingale*, dan (3) *model random-walk*. Di dalam penelitian ini hanya digunakan untuk menguji efisiensi bentuk lemah. Selanjutnya dikemukakan bahwa teori *random walk* yang berlaku untuk saham mempunyai dua karakteristik yaitu pertama, urutan perubahan harga independen satu sama lain; dan kedua perubahan harga menyesuaikan diri dengan distribusi probabilitas.

Menurut teori statistik, istilah independen berarti bahwa distribusi

probabilitas perubahan harga per waktu adalah independen terhadap urutan perubahan harga dalam periode sebelumnya. Adapun untuk menguji ketergantungan (dependen) ada tiga pendekatan atau alat uji yang dapat dipakai, yaitu: (1) tes runtun (*runs test*); (2) tes korelasi seri (*Autocorrelated series*); dan (3) tes filter (*filter rule test*). Di dalam penelitian ini tidak semua alat uji digunakan, tapi hanya tes statistik yaitu tes runtun dan tes korelasi.

Sedangkan untuk menguji apakah efisiensi pasar modal pada saat kondisi PEMILU serentak 2019 berbeda atau tidak dengan pada saat kondisi sebelum PEMILU 2019 akan dipergunakan uji statistik non-parametrik, yakni "uji jenjang bertanda Wilcoxon" (Wilcoxon's signed rank test).

Test Runtun (*Runs Test*)

Pengertian runtun adalah urutan perubahan harga untuk satu tanda. Di dalam hal ini, untuk harga saham mempunyai tiga jenis perubahan, sehingga jenis runtun juga ada tiga. Perubahan harga saham bisa naik (dengan notasi +), turun (dengan notasi -), dan tetap (dengan notasi 0). Notasi atau tanda-tanda perubahan harga saham ini merupakan variabel dalam tes keacakan. Alat uji keacakan digunakan untuk menguji apakah perubahan harga saham perusahaan sampel bersifat acak (*random*) atau tidak.

Di dalam menguji keacakan perubahan harga saham digunakan hipotesis statistik sebagai berikut: "*Ho. Perubahan harga saham acak.*" Hipotesis ini di uji dengan Metode *Random Walk* dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Membandingkan harga saham satu bulan dengan harga saham bulan sebelumnya.
2. Menentukan posisi perubahan, jika naik diberi notasi positif (+), turun diberi notasi negatif (-), dan tetap diberi notasi (0).
3. Menghitung jumlah masing-masing tanda untuk setiap periode yang diobservasi.
4. Menghitung runtun harapan (*expected run*), untuk seluruh tanda dengan rumus yang digunakan oleh Fama (1970):

$$m = \frac{[N(N + 1) - \sum_{i=1}^3 n_i^2]}{N}$$

Keterangan:

m = Runtun Harapan

n_i = Jumlah perubahan harga setiap tanda.

N = Jumlah perubahan harga

5. Menghitung runtun sesungguhnya (R).
6. Menghitung deviasi standar dengan rumus yang digunakan oleh Fama (1970):

$$\sigma_m = \left[\frac{\sum_{i=1}^3 n_i^2 \{ \sum_{i=1}^3 n_i^2 + N(N + 1) - 2N \sum_{i=1}^3 n_i^3 - N^3 \}}{N^2(N - 1)} \right]$$

7. Menghitung Z, karena perubahan harga mengikuti atau menyesuaikan dengan distribusi normal (karakteristik teori keacakan atau *random-walk*). Adapun rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:
8. Mencari Nilai Probability, berdasarkan Z hitung selanjutnya merujuk pada Z tabel.
9. Menentukan *alpha* dan mengevaluasi hasil pengolahan data berdasarkan nilai probabilitas.
10. melakukan uji keacakan (*randomness test*), Uji ini dilakukan untuk setiap harga saham perusahaan yang dipilih. Pengujiannya adalah dengan membandingkan besarnya nilai peluang dua sisi (*two-sided P-Value*) dengan α . Jika besarnya *P-Value* lebih α dari berarti probabilitas sampel berasal dari H_0 tinggi.

Tes Korelasi Seri (*Autocorrelated series*)

Tes ini digunakan untuk mengetahui kuat lemahnya hubungan antara harga saham periode t dengan periode sebelumnya. Harga saham periode $t = y_i$ merupakan variabel tidak bebas. dan harga saham sebelumnya = x_i merupakan variabel bebas. Untuk menguji ada tidaknya korelasi harga saham periode t dengan periode sebelumnya digunakan hipotesis statistik sebagai berikut: H_0 = tidak ada korelasi antara perubahan harga saham.

Untuk menguji hipotesis tersebut digunakan uji Z dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung besarnya X dan Y dengan rumus:

$$X = \frac{\sum_1^n X_i}{N} \quad Y = \frac{\sum_1^n Y_i}{N}$$

Keterangan:

X = Harga rata-rata saham perusahaan i periode t-1.

Y = Harga rata-rata saham perusahaan i periode t.

X_i = Harga saham perusahaan I periode t-1.

y_i = Harga saham perusahaan I periode t.

2. Menghitung $(x - X)^2$ dan $(y - Y)^2$.
3. Menghitung besarnya koefisien korelasi seri (r) dengan rumus:

$$r_t = \frac{\sum(x-X)(y-Y)}{\sqrt{[\sum(x-X)^2][\sum(y-Y)^2]}}$$

4. Menentukan *alpha* (α)
5. Menghitung nilai Z dengan rumus:
$$Z = 0.5 \ln \frac{(1+r)}{(1-r)}$$
6. Menghitung nilai peluang (*P-Value*).
7. Uji independen besarnya nilai peluang dua sisi dengan *alpha* (α). Jika nilai peluang, lebih besar dari α , berarti H₀ diterima (tidak ada korelasi).

Uji Jenjang - Bertanda Wilcoxon

Di dalam penelitian ini akan diuji pula apakah ada perbedaan efisiensi pasar modal dalam kondisi PEMILU serentak 2019 dan ketika pasar modal dalam keadaan sebelum PEMILU (H₂). Hipotesis ini akan diuji dengan menggunakan statistik non-parametrik, yaitu dengan uji jenjang bertanda Wilcoxon, dimana uji tersebut dapat digunakan untuk menganalisis perbedaan terhadap data yang tidak berdistribusi normal (Walpole, Myers, Myers, & Ye, 2012).

Adapun langkah-langkah yang diperlukan dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

1. Berikan jenjang untuk tiap-tiap beda dari pasangan pengamatan dari yang terkecil sampai terbesar tanpa memperhatikan tanda positif atau negatif beda itu. Bila ada dua atau lebih beda yang sama, maka jenjang untuk tiap-tiap beda itu adalah jenjang rata-rata.
2. Berikan tanda positif atau negatif pada jenjang untuk tiap-tiap beda sesuai dengan tanda dari beda itu. Beda nol tidak diperhatikan
3. Jumlah semua jenjang bertanda (+) dan semua jenjang yang bertanda (-).

4. Bandingkan nilai T yang diperoleh dengan T untuk uji jenjang bertanda Wilcoxon.
5. Mengambil kesimpulan sebagai berikut:
H₀ diterima bila $T \geq T_{\alpha}$
H₀ ditolak bila $T < T_{\alpha}$

Populasi dan Sampel

Di dalam penelitian ini, populasi obyek penelitian adalah perusahaan - perusahaan yang *listed* pada tahun 2018-2019 yang jumlahnya 619 perusahaan. Daftar perusahaan-perusahaan yang sudah *go public* tersebut diperoleh dari BEI dan merupakan *sampling frame* yang berupa perusahaan yang sudah *go public* pada akhir tahun pertama periode yang diobservasikan, yaitu pada akhir tahun 2018.

Adapun secara keseluruhan data yang akan dianalisis adalah data *adjusted close price* dari indeks IHSG yang dapat merepresentasikan keseluruhan pergerakan pasar modal, sedangkan berdasarkan sumbernya data digolongkan sebagai data sekunder yang diperoleh dari pihak kedua.

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode *Random Walk* dan uji Wilcoxon terhadap dampak politik PEMILU serentak 22 Mei 2019 pada efisiensi pasar modal Indonesia. Dalam penelitian ini akan menguji apakah efisiensi pasar bereaksi dengan adanya peristiwa politik tersebut, khususnya pada perusahaan listed dalam IHSG.

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model disesuaikan pasar (*market adjusted model*). *Market adjusted model* tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi (Darmaji dan Fakhruddin, 2011). Dalam penelitian ini periode pengamatan yang dipergunakan yaitu selama 6 bulan (semester 1) bursa terdiri dari: (a) 6 bulan bursa (2 Januari sampai dengan 29 Juni 2018) yaitu masa sebelum PEMILU serentak 2019 sebagai pembanding *year to date*; (b) 6 bulan bursa (2 Januari sampai dengan 29 Juni 2019) yaitu masa di mana situasi ekonomi dianggap secara subjektif sudah terpengaruh oleh dinamika politik nasional sebagai dampak dari PEMILU serentak 2019.

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Pengujian hipotesis penelitian (H1) yang diajukan, yaitu didasarkan pada tes keacakan (*randomness*) dan tes auto korelasi. Hasil tes keacakan (*random*) menunjukkan hal-hal berikut:

1. Apabila besarnya *probability value* (*P-Value*) lebih besar 5% (0,05), maka hal ini menunjukkan bahwa probabilitas sampel berasal dari H_0 dapat dikategorikan terdapat keacakan (*random*). Dengan kata lain, jika *P-Value* bernilai lebih besar dari 0,05 berarti H_0 tidak dapat ditolak. Sebaliknya, apabila besarnya *P-Value* lebih kecil dari *alpha* 0,05, maka hal ini menunjukkan bahwa probabilitas sampel H_0 tidak terdapat ke-acakan (*random*). Dengan kata lain, H_0 statistik yang rendah berarti H_0 harus ditolak.

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa pada periode 2 Januari sampai dengan 29 Juni 2018 yaitu masa sebelum periode PEMILU serentak 2019, pasar modal Indonesia menunjukkan efisiensi pasar. Data statistik menunjukkan sebagai berikut:

Tabel 1
Runs Test IHSG 2018

| Results for Differences IHSG 2018 | |
|--|--------------|
| Description | Value |
| <i>Number of observations</i> | 115 |
| <i>Number above cutoff</i> | 60 |
| <i>Number below cutoff</i> | 55 |
| <i>Number of runs</i> | 54 |
| <i>E(R)</i> | 58.391 |
| <i>Standard Deviation (R)</i> | 5.328 |
| <i>Z-value</i> | -0.824 |
| <i>P-Value (2-tailed)</i> | 0.410 |

Berdasarkan tabel perhitungan di atas didapatkan bahwa nilai *P-Value* lebih besar dari 5% (0,410 > 0,05).

2. Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa pada periode 2 Januari sampai dengan 29

Juni 2019 yaitu masa selama periode PEMILU serentak 2019, pasar modal Indonesia menunjukkan efisiensi pasar. Data statistik menunjukkan sebagai berikut:

Tabel 2
Runs Test IHSG 2019

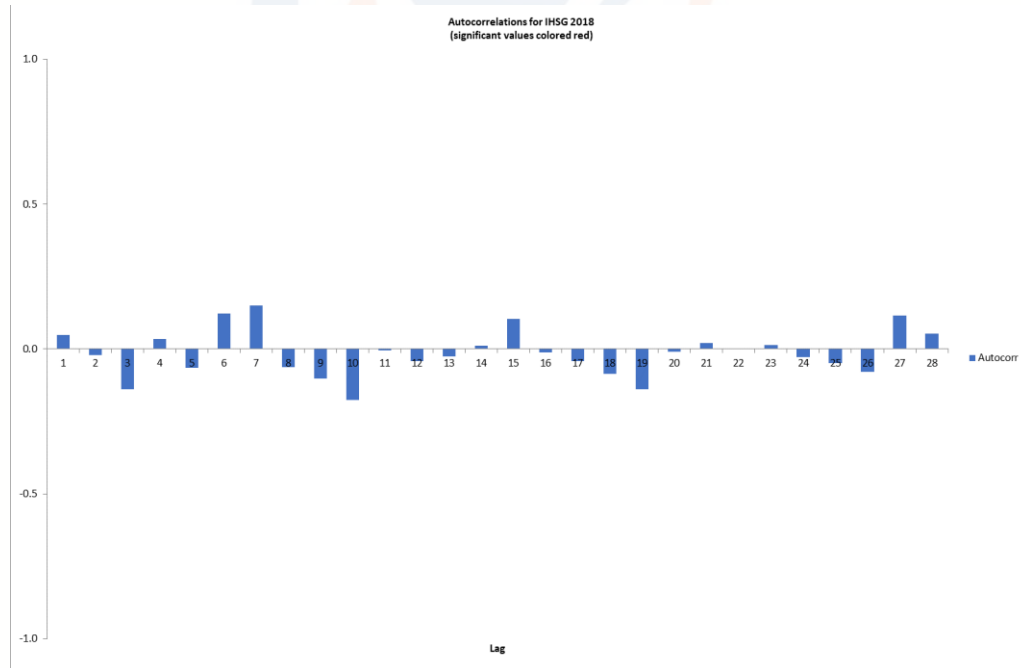
| Results for Differences IHSG 2019 | |
|--|--------------|
| Description | Value |
| <i>Number of observations</i> | 115 |
| <i>Number above cutoff</i> | 60 |
| <i>Number below cutoff</i> | 55 |
| <i>Number of runs</i> | 55 |
| <i>E(R)</i> | 58.391 |
| <i>Standard Deviation (R)</i> | 5.328 |
| <i>Z-value</i> | -0.636 |
| <i>P-Value (2-tailed)</i> | 0.524 |

Berdasarkan tabel perhitungan di atas, didapatkan bahwa nilai *P-Value* lebih besar dari 5% (0,410 > 0,05)

3. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa baik pada periode 2018 maupun pada periode 2019 harga saham dipasar modal berpola acak (*random*). Dengan demikian berdasarkan tes keacakan (*random walk method*), pasar modal dapat dikatakan efisien, baik pada saat periode PEMILU 2019 maupun pada saat sebelum PEMILU 2019 *year to date* adalah berpola acak (*random*), dengan tingkat *P-Value* sebesar 0,410 (lebih besar dari 0,05).

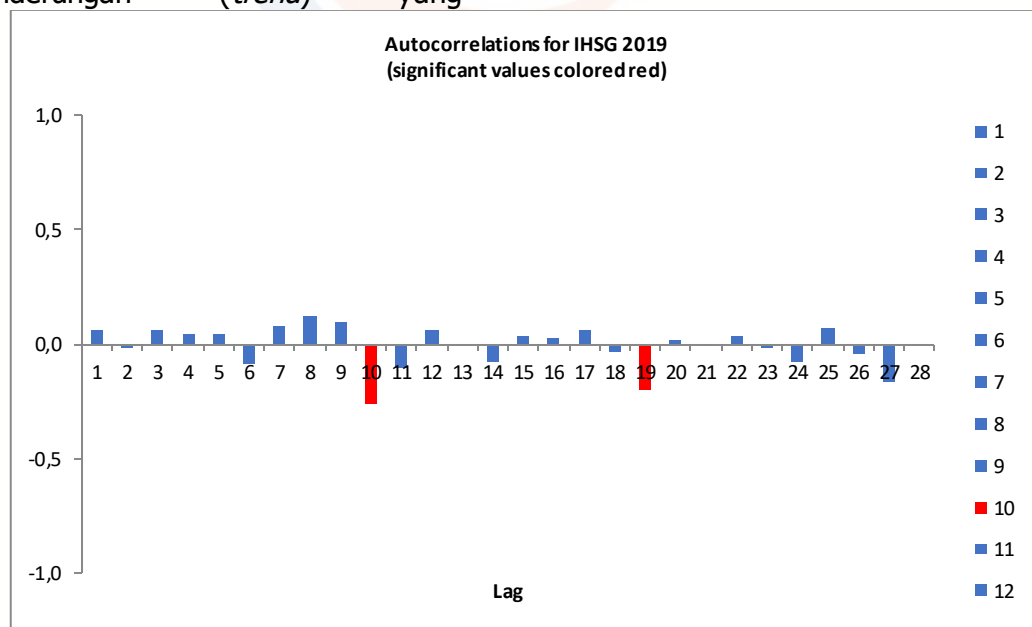
Sedangkan dari hasil uji autokorelasi menunjukkan hal-hal berikut:

1. Berdasarkan hasil olah data dengan Teknik *Autocorrelation* terhadap harga *adjusted close* IHSG periode 2 Januari – 29 Juni 2018 tidak terdapat kecenderungan (*trend*) yang *independent* selama periode pengamatan berlangsung, secara grafis ditampilkan sebagai berikut:



Gambar 1
 Autocorrelation IHSG 2018
 Sumber: data diolah sendiri

2. Berdasarkan hasil olah data dengan Teknik *Autocorrelation* terhadap harga *adjusted cbse* IHSG periode 2 Januari – 29 Juni 2019 tidak terdapat kecenderungan (*trend*) yang *independent* secara umum selama periode pengamatan berlangsung, secara grafis ditampilkan sebagai berikut:



Gambar 2 Autocorrelation IHSG 2019
 Sumber: data diolah sendiri

3. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa baik pada periode 2018 maupun pada periode 2019 harga saham dipasar modal berpola acak (*random*). Dengan demikian berdasarkan tes *Autocorrelation*, pasar modal dapat dikatakan efisien, baik pada saat periode PEMILU 2019 maupun pada

saat sebelum PEMILU 2019 *year to date* dengan dibuktikan tidak terdapat *trend* yang *independent* secara *significant*.

Untuk menguji H2 yaitu apakah terdapat perbedaan antara efisiensi pasar selama periode 2 Januari sampai 29 Juni 2019 sebagai *Post Test year to date* dengan 2 Januari – 29 Juni 2018 sebagai *Pre Test*, digunakan metode Jenjang Bertanda Wilcoxon yang menunjukkan hasil sebagai berikut:

| Ranks | | N | Mean Rank |
|-----------------------|----------------|-----------------|-----------|
| IHSG_2019 - IHSG_2018 | Negative Ranks | 48 ^a | 36.35 |
| | Positive Ranks | 68 ^b | 74.13 |
| | Ties | 0 ^c | |
| | Total | 116 | |

Gambar 3
 Ranking Berjenjang Uji Wilcoxon
 Sumber: data diolah sendiri.

Berdasarkan *output* metode Wilcoxon di atas dapat dijabarkan beberapa temuan sebagai berikut:

1. *Negative ranks* atau selisih (*negative*) yang menunjukkan penurunan efisiensi pasar dengan penilaian *adjusted close price* terhadap IHSG *Pre Test* dan IHSG *Post Test* adalah sebanyak 48 penurunan pada *year to date* (N), sedangkan jika dirata-ratakan terjadi penurunan 36,35 kali.
2. *Positive ranks* atau selisih (*Positive*) yang menunjukkan Kenaikan efisiensi pasar dengan penilaian *adjusted close price* terhadap IHSG *Pre Test* dan IHSG *Post Test* adalah sebanyak 68 pada *year to date* (N), sedangkan jika dirata-ratakan terjadi penurunan 74,13 kali.
3. *Ties* adalah kesamaan nilai IHSG *Pre Test* dan IHSG *Post Test*, disini nilai *Ties* adalah 0, sehingga dapat dikatakan bahwa tidak ada nilai yang sama antara IHSG *Pre Test* dan IHSG *Post Test*.
4. Dasar pengambilan keputusan menggunakan uji Wilcoxon mengacu pada kriteria apabila nilai *Asymp. Sig* < 0,05 maka hipotesis kedua yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara efisien pasar modal pada periode *Pre Test* dengan *Post Test*, dari hasil olah data dengan perangkat lunak di dapatkan tabel perhitungan sebagai berikut:

Test Statistics^a

| | IHSG_2019 - IHSG_2018 |
|------------------------|-----------------------|
| Z | -4.540 ^b |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | .000 |

a. Wilcoxon Signed Ranks Test

b. Based on negative ranks.

Gambar 4
 Hasil Uji Hipotesis Wilcoxon
 Sumber: data diolah sendiri

Berdasarkan *output* "Test Statistics", diketahui *Asymp. Sig (2-tailed)* bernilai 0,000. Karena nilai 0,000 lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa Hipotesis kedua diterima. Artinya ada perbedaan antara *Pre Test* dan *Post Test*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ada perbedaan efisiensi pasar modal selama periode PEMILU serentak 2019 *year to date* dengan periode tahun sebelumnya.

Kesimpulan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa baik pada periode 2018 maupun pada periode 2019 harga saham dipasar modal berpola *random*. Dengan demikian berdasarkan *random walk method*, pasar modal dapat dikatakan efisien, baik pada saat periode PEMILU 2019 maupun pada saat sebelum PEMILU 2019 *year to date*. berdasarkan tes *Autocorrelation*, pasar modal dapat dikatakan efisien, baik pada saat periode PEMILU 2019 maupun pada saat sebelum PEMILU 2019 *year to date* dengan dibuktikan tidak terdapat *trend* yang *independent* secara *significant*. Temuan selanjutnya menyatakan bahwa ada perbedaan efisiensi pasar modal selama periode PEMILU serentak 2019 *year to date* dengan periode tahun sebelumnya. Dari analisis statistik ditemukan bahwa hipotesis pertama dan kedua diterima. Batasan parameter penelitian terdapat pada penggunaan satu Indeks dengan data sekunder harian yang didapatkan dari harga penutupan yang disesuaikan.

Daftar Pustaka

- Cse, E. (2018). *Is the Market Efficiency Static or Dynamic – Evidence from Colombo Stock Is the Market Efficiency Static or Dynamic – Evidence from Colombo Stock Exchange (CSE)*. (July).

<https://doi.org/10.4038/kjm.v7i1.7551>

Darmaji, T., & Fakhruddin, H. M. (2011). *Pasar Modal Di Indonesia* (3E ed.). Jakarta: Salemba Empat.

Hypothesis: Review of Specialized Literature and Empirical Research. *Procedia Economics and Finance*. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01416-1](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01416-1)

Degutis, A., & Novickyte, L. (2014). The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review Of Literature And Methodology. *Ekonomika*. <https://doi.org/10.15388/ekon.2014.2.3549>

Walpole, R. E., Myers, R. H., Myers, S. L., & Ye, K. (2012). *Probability & Statistics for Engineers & Scientists* (9th ed.). Boston: Prentice Hall.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. <https://doi.org/10.2307/2325486>

Jones, C. P. (2013). *Investments Analysis and Management* (12th ed.). North Carolina: Wiley.

Lailiyah, A. (2017). Penggunaan Pasal 33 UUD NRI Tahun 1945 Sebagai Dasar Hukum Mengingat Dalam Undang-Undang. *RechtsVinding*.

Naseer, M., & bin Tariq, Y. (2015). The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of the Literature. *IUP Journal of Financial Risk Management*.

Otoritas Jasa Keuangan. (2018). *Pasar Modal - Statistik Mingguan* (Minggu ke-4 Desember). Jakarta: OJK.

Quiggin, J. (2019). The Efficient Markets Hypothesis. In *Zombie Economics*. <https://doi.org/10.2307/j.ctt7rg7m.7>

Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2012). *Investment Analysis & Portfolio Management* (10th ed.; J. Sabatino, ed.). Mason, OH: Cengage Learning.

Sewell, M. V. (2012). The Efficient Market Hypothesis: Empirical Evidence. *International Journal of Statistics and Probability*. <https://doi.org/10.5539/ijsp.v1n2p164>

Tjitan, A. G. (2015). The Efficient Market