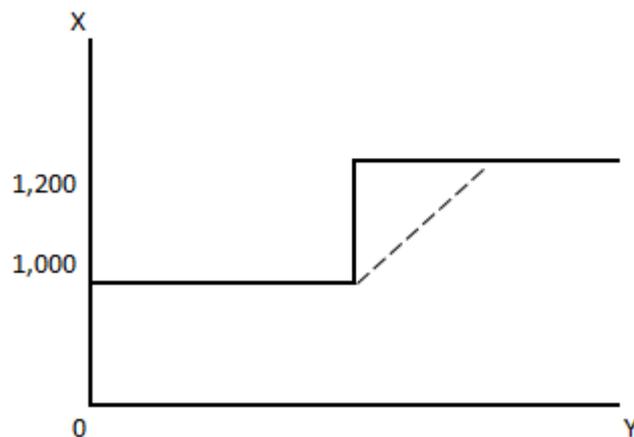


BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Teori Efisiensi Pasar

Pemahaman yang lebih baik tentang pembentukan harga di pasar yang kompetitif, model *random walk* kemudian dilihat sebagai serangkaian pengamatan yang dapat konsisten dengan hipotesis pasar yang efisien. Peralihan penekanan dimulai dengan pengamatan seperti yang dilakukan oleh Samuelson (1965), bukti harga yang diantisipasi dengan benar berfluktuasi secara acak dimulai dengan pengamatan bahwa 'di pasar yang bersaing ada pembeli untuk setiap penjual. Jika seseorang dapat yakin bahwa harga akan naik, itu akan sudah naik. 'Samuelson menegaskan bahwa 'argumen seperti ini digunakan untuk menyimpulkan bahwa harga yang kompetitif harus menunjukkan perubahan harga. yang melakukan perjalanan acak tanpa ada bias dan dapat diprediksi. Samuelson, (1965) dalam Dimson & Mussavian, (1998) menambahkan ketelitian pada gagasan tentang pasar yang berfungsi dengan baik. Ini adalah karakteristik dari hasil dasar Fama (1970) yang menyusun sebuah komprehensif ulasan teori dan bukti efisiensi pasar. Meskipun makalahnya berasal dari teori ke karya empiris, Fama (1970) mencatat bahwa sebagian besar karya empiris mendahului pengembangan teori. Teori ini melibatkan perdefinisi pasar yang efisien sebagai pasar dimana perdagangan berdasarkan informasi yang tersedia gagal memberikan keuntungan *abnormal* maka pasar dapat dianggap efisien. Lebih lanjut teori ini akan dijelaskan pada gambar dibawah ini



Gambar 2.1 Bagan Efisiensi pasar

Gambar 2.1 memberikan gambaran mengenai proses penyesuaian harga suatu sistem saham perusahaan ketika terdapat informasi baru mengenai perusahaan tersebut. Pada saat informasi tersebut diumumkan ($t=0$) harga saham berada pada posisi Rp.1.000 jika pasar efisien maka informasi tersebut akan dengan cepat tercermin pada harga saham baru. Investor akan dengan cepat menyesuaikan harga sesuai dengan nilai saham yang baru. Misalnya karena adanya informasi baru yang masuk ke pasar, dan menyebabkan nilai baru dari saham tersebut Rp.1200 dalam pasar efisien harga saham akan naik dengan cepat ke nilai Rp.1.200, tetapi jika proses penyesuaian harga pasar saham tersebut tidak berjalan dengan efisien maka akan ada *lag* dalam proses tersebut dan hal ini di tunjukan oleh garis putus- putus pada gambar 2.1. Walaupun akhirnya harga saham akan berada pada harga Rp.1.200 tetapi hal itu akan memakan waktu tertentu, maka penting untuk di perhatikan bahwa lamanya waktu penyesuaian yang dibutuhkan pada proses tersebut tidak dapat di perkirakan dengan pasti (Eduardus Tendelilin, 2017).

Ada beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya efisiensi pasar diantaranya ialah :

1. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit. Investor -investor tersebut secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan melakukan perdagangan saham. Di samping itu, mereka juga merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari suatu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga dan sekuritas.
2. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah.
3. Informasi yang terjadi bersifat acak.
4. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

2.1.1 EMH (*Efficiency Market Hypothesis*)

Berdasarkan karya Samuelson dan Roberts, Fama (1970) menerbitkan makalah tentang EMH, Fama (1970) meninjau teori dan bukti efisiensi pasar lalu mendefinisikan pasar yang efisien sebagai ‘pasar yang selalu sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, informasi yang tersedia harus muncul tak terduga dan respon perubahan harga saham terhadap informasi baru juga harus tidak dapat diprediksi. Akibatnya, pasar gagal memberikan keuntungan abnormal (Urquhart, 2013). Menurut Pranyoto (2018) pada konsep pasar efisien pada kenyataannya sulit untuk dicapai sehingga dicari pada suatu konsep alternatif yang dapat diterima sebagai pengganti konsep efisiensi pasar modal yang sempurna.

Konsep pasar efisien fokus akan diarahkan pada sejauh mana dan seberapa cepat informasi tersebut dapat mempengaruhi pasar yang tercermin dalam perubahan harga sekuritas (Fama, 1997). Menurut Fama (1970) dalam Pranyoto (2018) bentuk efisien pasar dapat

dikelompokkan menjadi tiga, yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Ketiga bentuk efisien pasar dimaksud adalah:

- (1) Hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*weak form of the efficient market hypothesis*)
- (2) Hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat (*semistrong form of the efficient market hypothesis*)
- (3) Hipotesis pasar efisien bentuk kuat (*strong form of the efficient market hypothesis*).

Berdasarkan pada *efficiency markets hypothesis* bentuk lemah, pasar akan segera mengetahui dan merevisi kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya. Upaya perusahaan untuk sesegera mungkin menjual saham tersebut akan secara umum menyebabkan terjadinya penurunan harga pada awal tahun. Bentuk yang sama juga terjadi bilamana sebuah saham memiliki karakter harga yang secara historis turun di akhir tahun dan naik di awal-awal perdagangan setiap tahun. Apabila kondisi pasar memang demikian, artinya bahwa harga yang terbentuk mencerminkan perilaku harga secara historis, bentuk pasar efisien lemah dapat dikatakan terpenuhi.

2.1.2 AMH (*Adaptive Market Hypothesis*)

Andrew W. Lo (2004) mengakomodasi perubahan tingkat efisiensi pasar dari waktu ke waktu, Lo (2004) mengusulkan versi baru *efficiency markets hypothesis* yang berasal dari prinsip-prinsip evolusi. Lo (2004) berpendapat bahwa wawasan dapat di lihat dan di jelaskan dari perspektif biologis sebagai evolusi alternatif untuk

efisiensi pasar. Andrew W. Lo (2004) mengusulkan kerangka baru di mana *efficiency markets hypothesis* dapat hidup berdampingan dengan *behaviour financial* secara konsisten dan intelektual. Paradigma ini disebut *adaptive markets hypothesis* atau disingkat dengan AMH (Urquhart, 2013).

Lo (2004) berpendapat bahwa banyak perilaku bias dalam keuangan yang sebenarnya konsisten dengan model evolusi. Ini adalah dampak dari kekuatan evolusioner pada lembaga keuangan dan pelaku pasar yang sama - sama menentukan efisiensi pasar, kinerja investasi, bisnis, dan industri. Prinsip-prinsip yang menguraikan AMH dijelaskan dalam Lo (2005) sebagai berikut:

1. Individu bertindak demi kepentingan diri mereka sendiri
2. Individu melakukan kesalahan
3. Individu belajar dan beradaptasi
4. Kompetisi mendorong adaptasi dan inovasi
5. Seleksi alam membentuk ekologi pasar
6. Evolusi menentukan dinamika pasar

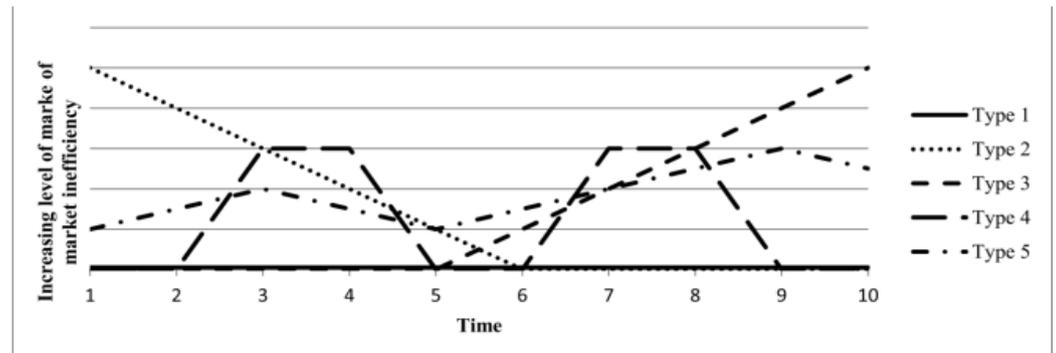
Lo (2004) menyarankan ide baru untuk menjawab kekurangan studi konvensional tentang efisiensi pasar. AMH memberikan kerangka baru untuk mengadaptasi EMH dengan konsep rasionalitas terbatas. Implikasi penting dari AMH adalah terkait dengan efisiensi pasar yang mungkin bervariasi dari waktu ke waktu karena perubahan pasar kondisi misal *bubble*, *crash*, dan *crisis*. Untuk memenuhi berbagai tingkat efisiensi pasar dari waktu ke waktu.

2.1.3 Klasifikasi perilaku *stock return*

Pasar kemungkinan akan melalui periode *independent* dan periode *dependent*. Dalam menganalisis perilaku dari waktu ke waktu, sebuah garis tren polinomial dipilih karena akan memberikan penggambaran perilaku yang jelas. Kelima tipe tersebut adalah:

- 1) **Pasar yang efisien.** Pasar tidak pernah tidak efisien dan pasar sangat efisien. Ini berarti bahwa tidak ada tingkat prediktabilitas atau ketergantungan pada *return*. Ini terlihat pada Gambar 2.1 sebagai pada sumbu x yaitu di mana tidak ada inefisiensi pasar dan dengan demikian pasar efisien.
- 2) **Bergerak menuju efisiensi.** Pasar tidak efisien, tetapi seiring waktu kekuatan pasar telah memaksa pasar menjadi efisien. Ini bisa dilihat pada Gambar 2.1. sumbu y menunjukkan inefisiensi pasar tetapi kemudian titik konvergensi menuju ke sumbu x yang berarti beralih ke pasar yang efisien .
- 3) **Beralih ke inefisiensi.** Pasar telah efisien, tetapi seiring berjalannya waktu pasar telah menjadi tidak efisien. Ini bisa dilihat pada Gambar 2.1. sumbu x (efisiensi pasar) bergerak di atas sumbu x untuk menunjukkan tingkat inefisiensi di pasar.
- 4) ***Adaptive Markets Hypothesis*** . Pasar telah melalui setidaknya tiga tahap berbeda efisiensi. Artinya, pasar telah menjadi efisien, tidak efisien dan kemudian efisien kembali, atau tidak efisien, efisien dan tidak efisien. Ini dapat dilihat pada Gambar 2.1 sumbu x setidaknya mengalami fluktuasi sebanyak tiga kali. Jika pasar bergerak dua kali, ini menunjukkan tipe 2 atau tipe 3.
- 5) **Inefisiensi pasar.** Dalam keadaan ini pasar memiliki tingkat prediktabilitas atau ketergantungan di seluruh sampel dan menunjukkan ketidakefisienan di seluruh pasar . Ini terlihat pada

Gambar 2.1. terus menerus di atas sumbu y dan tidak pernah mendekati sumbu x atau efisiensi.



Gambar 2.2 Klasifikasi perilaku *stock return*

Gambar 2.1 memberikan penjelasan jenis perilaku pasar secara grafis dari waktu ke waktu. Sumbu y adalah dicirikan sebagai tingkat inefisiensi pasar dan sumbu x sebagai efisiensi. Dengan demikian semakin jauh naik sumbu y maka akan semakin mengindikasikan inefisiensi pasar dan sumbu x itu sendiri pasar efisien. Tingkat pasar nol mengindikasikan efisiensi pasar dan ini diklasifikasikan sebagai tipe 1. Tipe 2 adalah tempat pasar memiliki level inefisiensi tetapi telah beralih ke efisiensi pasar dari waktu ke waktu, jadi menurut gambar 2.1 tingkat inefisiensi pada nol tetapi sekarang positif. Tipe 3 menunjukkan beralih dari efisiensi ke inefisiensi, sementara tipe 4 mendokumentasikan sifat adaptif pengembalian Dalam jenis ini pasar telah berubah antara menjadi efisien dan tidak efisien (atau sebaliknya) setidaknya tiga kali. Tipe 5 mendokumentasikan inefisiensi pasar, sehingga pasar menjadi tidak efisien di seluruh sampel dan di atas sumbu x (Urquhart, 2013).

2.2 Studi Peristiwa

Studi peristiwa merupakan bagian dalam konsep hipotesis pasar efisien (*efficiency market hypothesis*) yang dikemukakan oleh Fama (1991). Studi peristiwa merupakan bentuk studi untuk menguji efisiensi pasar bentuk

setengah kuat (*semi strong form*). Selain efisiensi pasar bentuk setengah kuat, Fama (1970) juga mengklasifikasikan tipologi efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) dan bentuk kuat (*strong form*) ini di fokuskan pada pembahasan studi peristiwa untuk pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Eduardus Tendelilin, 2017).

Studi peristiwa juga digunakan untuk menguji teori evolusi dari efisiensi pasar yaitu *adaptive markets hypothesis* hal ini yang dilakukan oleh Xiong *et al.*, (2018) yang menganalisis dan membuktikan bahwa terdapat AMH pada pasar modal china dengan menganalisis perilaku pasar modal dengan *event study calendar effect* sejak tahun 1996 sampai dengan tahun 2015. Penelitian ini menggunakan perhitungan *abnormal return* untuk mengetahui keberadaan dari AMH (*adaptive markets hypothesis*) karena sampai saat ini belum ada pendekatan matematis yang digunakan untuk menguji daripada AMH sehingga dibutuhkan suatu pendekatan perhitungan untuk menguji AMH.

2.3 Indeks model *Market Value Weighted Average Index*

Sebelum melakukan proses perhitungan *abnormal return*, penelitian ini melakukan perhitungan indeks terlebih dahulu untuk mendapatkan harga indeks saham secara historis. Indeks sejatinya adalah indikator ataupun ukuran atas sesuatu. Di dalam dunia pasar modal, indeks atas saham maupun obligasi merupakan portofolio imajiner yang mengukur perubahan harga dari suatu pasar atau sebagian dari pasar tersebut. Pada saat indeks saham bergerak naik, berarti harga sebagian besar saham-saham yang diukur oleh indeks tersebut bergerak naik. Namun sebaliknya, apabila indeks saham bergerak turun, maka sebagian besar saham-saham konstituen indeks bergerak turun. Dengan melihat pergerakan suatu indeks saham, maka investor dapat mengetahui performa harga secara umum atas saham-saham yang dimilikinya. Selain itu, investor juga dapat mengetahui kondisi pasar saham secara umum apabila terjadi perubahan kebijakan dari dalam maupun luar negeri (www.idx.com, 2018). Indeks - indeks harga saham bursa efek biasanya menggunakan rata - rata

tertimbang dari nilai pasar (*market value weighted average index*) (Eduardus Tendelilin, 2017). Dengan formula sebagai berikut:

$$\frac{\sum_{j=1}^n (H_j J_j)_t}{\sum_{j=1}^n (H_j J_j)_{t-1}}$$

Keterangan :

H_j = Harga saham

J_j = Lembar saham

Market value weighted average index adalah Ukuran harga sekuritas disesuaikan sesuai dengan nilai pasar masing-masing sekuritas yang termasuk dalam rata-rata. Semakin besar jumlah saham perusahaan yang beredar dan semakin tinggi harga saham, Maka semakin besar bobot sekuritas dalam rata-rata tertimbang nilai pasar .

2.4 Event Study Jangka Pendek

Event study dalam jangka pendek dapat dihitung dengan *abnormal return* Menurut Jogiyanto (2010), *abnormal return* merupakan kelebihan dari imbal hasil yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap imbal hasil normal. Imbal hasil normal merupakan imbal hasil ekspektasi (*expected return*) atau imbal hasil yang diharapkan oleh investor. Jogiyanto. (2010) menyebutkan bahwa tidak ada patokan untuk menentukan lamanya panjang periode estimasi ini. Panjang periode estimasi yang umum digunakan adalah berkisar dari 100 hari sampai dengan 250 hari untuk data harian.

Actual Return atau *return* sesungguhnya yang terjadi pada waktu ke-t, merupakan selisih harga sekarang relative terhadap harga sebelumnya. Sedangkan *expected return* merupakan *return* estimasi yang diharapkan oleh investor, yang ditentukan dengan model estimasi. Untuk menentukan *expected*

return dalam rangka menguji efisiensi pasar. Brown dan Warner (1985) menunjukkan ketiga model untuk menguji kerangka efisiensi, ketiga model itu ialah: i) *mean adjusted returns*, ii) *market-adjusted returns*, iii) *market model return*. Pada penelitian ini model perhitungan yang digunakan ialah model *mean adjusted returns* sebagai model perhitungan untuk menguji efisiensi pasar.

2.4.1 Mean-adjusted Returns

Pada model *mean-adjusted returns*, *expected return* bernilai konstan sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Model ini menganggap jika suatu pasar efisien dan *return* saham berbeda-beda secara acak di seputar nilai sebenarnya (*true value*), maka rata-rata *return* sekuritas yang dihitung dari periode sebelumnya dapat digunakan sebagai *return* harapan. Formulasinya adalah sebagai berikut :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \bar{R}_i$$

Keterangan :

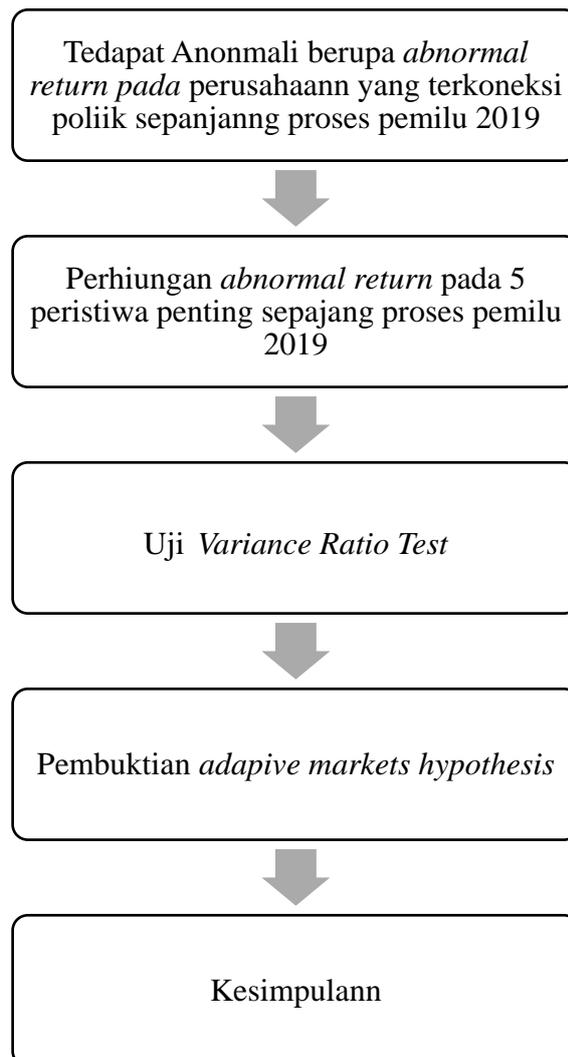
$AR_{i,t}$ = *return* tak normal sekuritas pada hari t

$R_{i,t}$ = *return* aktual sekuritas I pada hari t

\bar{R}_i = rata-rata *return* sekuritas i selama sekian hari sebelum hari t

2.5 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran penelitian ini di dasarkan pada pembuktian *Adaptive Markets Hypothesis* (AMH) yang dihitung menggunakan perhitungan *abnormal return* perusahaan yang memiliki koneksi politik dan kemudian dilakukan uji statistik menggunakan *variance ratio test*.



Gambar 2.1 Kerangka penelitian

2.6 Pengembangan Hipotesis

2.6.1 Pengujian *Adaptive Markets Hypothesis*

Reaksi berbeda yang ditimbulkan berbagai investor dari informasi yang diterima membuat lingkungan pasar saham menjadi berubah-ubah, lingkungan pasar saham yang kerap berubah membuat investor harus terus beradaptasi dari situasi yang ada, hal ini yang menyebabkan pasar menjadi efisien pada satu waktu, kemudian kembali menjadi tidak efisien pada periode selanjutnya. Andrew W. Lo (2004) mengusulkan sebuah kerangka baru yang dinamakan *adaptive markets hypothesis* (AMH) dimana efisiensi dan inefisiensi dapat berdampingan secara konsisten dan intelektual. Alvarez-Ramirez *et al.* (2012) memberikan bukti yang mendukung AMH dan menemukan pasar AS lebih efisien selama 1973 hingga 2003. Dokumen Urquhart dan Hudson (2013) hasil yang beragam untuk AS, Inggris dan Jepang dan menyimpulkan bahwa AMH memberikan deskripsi yang meyakinkan tentang perilaku pasar modal sepanjang penelitian. Kemudian (Wibowo, 2012) mengungkapkan bukti dari AMH di Bursa Efek Indonesia pada periode pemilu 1999, 2004, dan 2009 yang menjelaskan bahwa AMH mampu menjelaskan perilaku pasar modal dengan baik dibanding dengan EMH (*efficiency market hypothesis*), oleh karena itu berdasarkan penelitian sebelumnya hipotesis yang digunakan pada penelitian ini ialah sebagai berikut:

H₁ : Proses pemilu 2019 di Indonesia mendukung kuat adanya *adaptive markets hypothesis*

2.7 Penelitian Terdahulu

NO	JUDUL	PENELITI	VARIABEL	HASIL
1	<i>Evaluation of the adaptive market hypothesis as an evolutionary perspective on market efficiency:</i>	Majid Mirzaee Ghazani *, Mansour Khalili Araghi (2014)		Diperoleh hasil dari semua tes ini sangat menyarankan kondisi pasar konsisten dengan implikasi dari

	<i>Evidence from the Tehran stock exchange</i>			<i>adaptive market hypothesis</i>
2	<i>Stock market anomalies, Market Efficiency and the Adaptive Market Hypothesis: Evidence from Islamic stock indices</i>	Osamah Al-Khazali, Ali Mirzaei (2017)		Untuk menguji AMH, kami memeriksa perubahan perilaku anomali kalender (harian, mingguan, dan bulanan Efek) dari waktu ke waktu untuk menentukan apakah AMH sesuai untuk menjelaskan anomali.
3	<i>An empirical analysis of the Adaptive Market Hypothesis with calendar effects: Evidence from China</i>	Xiong Xionga,, Meng Yongqianga , Li Xiao , Shen Dehuaa, (2018)		-Melalui statistik deskriptif dari empat indeks, pengembalian Senin dari empat indeks semuanya positif -- Efek Senin subsampel

				<p>menghasilkan 2 koefisien positif dan 1 negatif, menunjukkan pembalikan efek Senin terbalik di periode yang berbeda, meskipun</p> <p>-Tidak signifikan pada level 10%, tetapi dengan peningkatan derajat seiring berjalannya waktu, mendukung AMH; Subyek efek Januari</p> <p>- efek CLNY menghasilkan 3 koefisien positif, meskipun tidak signifikan pada level 10%, tetapi dengan penurunan Derajat seiring berjalannya waktu, dan hasil ini mendukung</p>
--	--	--	--	--

				AMH
4	<i>The adaptive market hypothesis in the high frequency cryptocurrency market</i>	Jeffrey Chua, Yuanyuan Zhang, Stephen Chanc (2019)	<ul style="list-style-type: none"> - Intercept - Positive - Negative - Neutral - Exchange rate - Trading platform - Other cryptocurrency - Regulation - Investment - Cybersecurity - Technology 	Menunjukkan bahwa AMH tampaknya berlaku Benar dalam harga frekuensi tinggi cryptocurrency seperti Bitcoin dan Ethereum
5	<i>Testing the adaptive market hypothesis as an evolutionary perspective on market efficiency: Evidence from the crude oil prices</i>	Majid Mirzaee Ghazani, Seyed Babak Ebrahimi (2019)	Dzung Phan Tran Trung, and Hung Pham Quang	Hasil Tes menggunakan Automatic Portmanteau (AQ) dan Generalized Spectral (GS) mengungkapkan bahwa kondisi pasar WTI dan

				brent konsisten dengan keberadaan AMH (adaptive markets hypothesis)
6	<i>Adaptive Market Hypothesis: Evidence from the Vietnamese Stock Market</i>	Dzung Phan Tran Trung, and Hung Pham Quang (2019)		<i>Hasil variance ratio test pada penelitian ini mengungkapkan bahwa periode krisis 2007-2008 di Vietnam. menghasilkan efisiensi dan inefisiensi yang berbeda - beda hasil ini mendukung AMH. Pada kedua indeks HSX dan HNX.</i>