

1 PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pengumuman berita makroekonomi menjadi salah satu pokok bahasan yang menarik perhatian para peneliti di belahan dunia karena dapat mempengaruhi perubahan volatilitas *return* aset di beberapa pasar keuangan. Beberapa penelitian membuktikan bahwa rilis dari berita makroekonomi mempengaruhi volatilitas *return* aset diantaranya pada pasar saham oleh Bernile *et al.* (2016), Singh *et al.* (2013), Vrugt (2009), pasar obligasi oleh Quadghiri *et al.* (2016), Chatrath *et al.* (2012), Balduzzi *et al.* (2001), pasar valuta asing oleh Hutchison dan Sushko (2013), Laakkonen dan Lanne (2008), Andersen *et al.* (2003), dan pasar komoditas oleh Elder *et al.* (2012), Roache dan Rossi (2010), Hess *et al.* (2008).

Menurut teori pasar efisien yang dibangun oleh Eugene F. Fama Tahun 1970-an, harga pasar secara penuh mencerminkan semua informasi yang ada. Menurut teori ini, investor akan memanfaatkan informasi yang sangat kecil sekalipun untuk mendapatkan keuntungan atas investasinya. Salah satu cara untuk menangkap reaksi investor dalam menyerap informasi dari pengumuman berita makroekonomi adalah melihat perubahan harga aset saat adanya kejutan (*surprise*) rilis data makroekonomi kepada publik. Investor akan dengan cepat menyesuaikan ekspektasi yang sebelumnya dimiliki dengan berita aktual yang baru saja rilis dan menyebabkan terjadinya gejolak pada harga aset dan berujung pada perubahan tingkat *return* dari aset tersebut.

Ross *et al.* (2015) menyatakan total *return* suatu aset terdiri dari dua komponen yaitu tingkat *return* normal (*expected return*) dan tingkat *return* yang tidak pasti (*unexpected return*). *Surprise* merupakan bagian dari *return* yang tidak pasti (*unexpected return*). Adanya informasi baru yang tidak sesuai dengan harapan pasar (*surprise*) baik *good news* maupun *bad news* memungkinkan terjadinya *arbitrage* yaitu adanya perbedaan harga suatu aset pada waktu yang sama sehingga berpotensi mendapatkan keuntungan tanpa mengandung risiko dan kerugian. Salah satu konsep yang digunakan untuk mengukur *surprise* dari pengumuman - pengumuman berita makroekonomi adalah multifaktor *arbitrage pricing theory* (APT) yang diperkenalkan oleh Stephen Ross (1976) dimana APT bertujuan mengestimasi tingkat sensitivitas dari sejumlah faktor *surprise* dari berita makroekonomi.

Banyak peneliti melakukan penelitian terkait *surprise* berita makroekonomi terhadap perubahan volatilitas *return* aset diantaranya Andersen *et al.* (2007) menunjukkan *surprise* makroekonomi mengakibatkan perubahan *return* dan volatilitas *return* pada pasar saham, obligasi dan valuta asing di US, UK dan Euro. Bernile *et al.* (2016) melakukan penelitian dengan membedakan tingkatan *surprise* dan berhasil membuktikan adanya tingkat *return* yang berbeda signifikan pada berita makroekonomi *non surprise* dan *surprise* di pasar saham S&P 500. Sementara penelitian yang dilakukan oleh Cakan *et al.* (2015) menunjukkan *surprise* positif dan *surprise* negatif pada rilis berita makroekonomi negara maju memberikan efek yang berbeda pada volatilitas *return* pasar saham di negara-negara Asia Pasifik. *Surprise* pengumuman berita makroekonomi

menjadi kajian yang menarik untuk dibahas lebih dalam terutama bagi para investor pasar keuangan guna menilai kembali aset yang telah diinvestasikannya akibat gejolak yang terjadi pasca rilis berita makroekonomi kepada publik. Selain itu, mempelajari *surprise* juga sangat bermanfaat bagi investor yang memiliki strategi perdagangan aktif yang memanfaatkan momentum volatilitas harga saat *surprise* berita makroekonomi terjadi, seperti yang dinyatakan oleh Tadelilin (2010) bahwa investor dengan perdagangan aktif memanfaatkan momentum harga yang terjadi agar bisa memperoleh keuntungan pada waktu yang tepat.

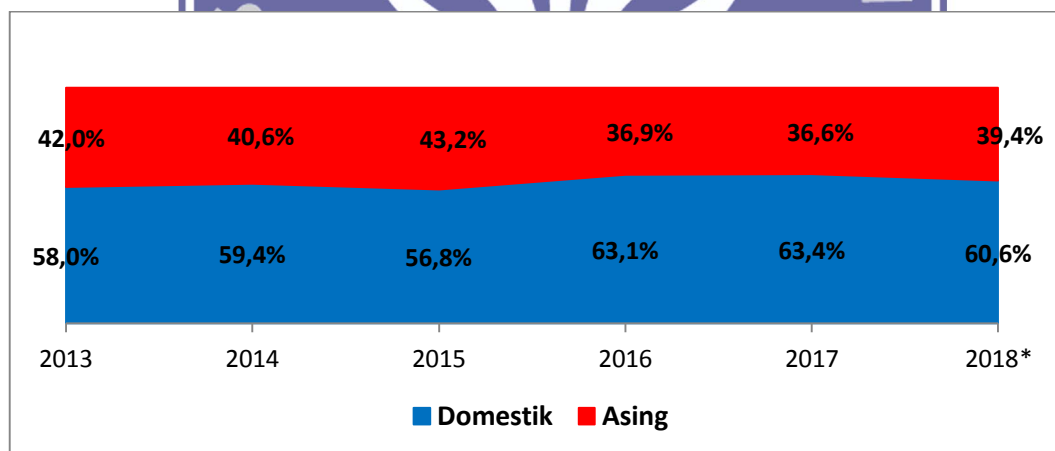
Penelitian mengenai pengaruh *surprise* pengumuman berita makroekonomi terhadap perubahan *return* maupun volatilitas *return* aset di negara-negara berkembang mulai mendapatkan perhatian satu dekade terakhir. Selain meneliti *surprise* pengumuman berita makroekonomi domestik, para peneliti juga mengobservasi *surprise* berita makroekonomi negara-negara maju terutama United States (U.S.) untuk melihat perubahan *return* maupun volatilitas *return* aset domestik. Nowak *et al.* (2011) melakukan penelitian efek *surprise* berita makroekonomi U.S. terhadap imbal hasil pasar obligasi di negara-negara berkembang diantaranya Brazil, Mexico, Russia, Turkey, dan U.S. Sementara pada pasar saham, Balcilar *et al.* (2017) melakukan penelitian *surprise* pengumuman berita makroekonomi U.S. yaitu *Consumer Price Index* (CPI) dan *unemployment* terhadap pasar saham negara-negara berkembang diantaranya India, Indonesia, Korea, Philippines, Singapore, Taiwan, dan Thailand. Hasil yang diperoleh bahwa pasar saham di negara-negara berkembang juga ikut bergejolak saat pengumuman berita – berita makroekonomi U.S. Hal ini dikarenakan U.S. merupakan negara maju dengan perekonomian terbesar di dunia sehingga baik buruknya makroekonomi di U.S. juga akan mempengaruhi perekonomian negara-negara lainnya.

Di Indonesia, penelitian mengenai *surprise* pengumuman berita makroekonomi U.S. dan domestik telah dilakukan oleh Untoro (2006) meneliti efek *surprise* terhadap pergerakan nilai tukar Rupiah dan Ervina (2015) meneliti efek *surprise* terhadap Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia. Sementara penelitian efek *surprise* pengumuman berita makroekonomi terhadap volatilitas *return* pasar saham masih kurang mendapatkan perhatian dari peneliti Indonesia. Beberapa peneliti dari luar negeri berhasil membuktikan bahwa *surprise* pengumuman berita makroekonomi luar negeri juga berpengaruh terhadap volatilitas *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), diantaranya berita makroekonomi EURO Area oleh Wallenius *et al.* (2017), dan berita makroekonomi U.S. oleh Nikkinen *et al.* (2008), Cakan *et al.* (2015), dan Balcilar *et al.* (2017). Namun penelitian tersebut hanya melihat dari sisi eksternal dan belum memperhitungkan efeknya dari sisi internal yaitu pengumuman berita makroekonomi domestik. Selain itu, objek penelitian tersebut berorientasi pada indeks (IHSG) sebagaimana yang diketahui bahwa di Indonesia indeks tidak dapat diperdagangkan namun hanya sebagai acuan, sehingga penelitian tersebut belum dapat memberikan manfaat langsung bagi investor. Oleh karena itu, penelitian ini akan difokuskan untuk melihat efek *surprise* pengumuman berita makroekonomi langsung pada saham emiten yang tergolong LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI). Saham LQ45 dipilih karena memenuhi kriteria likuiditas yang baik, kapitalisasi pasar yang besar, frekuensi perdagangan yang tinggi dan prospek pertumbuhan

serta kondisi keuangan yang baik. Oleh karenanya sangat tepat dijadikan rekomendasi untuk investor.

Penelitian ini mengacu pada beberapa kerangka pemikiran diantaranya Untoro (2006) dan Ervina (2015) yang melakukan penelitian pengumuman berita makroekonomi U.S. dan domestik pada pasar keuangan di Indonesia. *Bloomberg* menjadi sumber data dalam penelitian ini. Menurut Vrugt (2009), *Bloomberg* yang secara luas diadopsi sebagai sistem perdagangan dan informasi dalam industri investasi. Ekspektasi pasar/konsensus pasar diperoleh dari *median survey Bloomberg* yang merupakan hasil *forecast* dari beberapa analis/ekonom pasar dari berbagai perusahaan investasi baik dalam dan luar negeri. Berita makroekonomi yang digunakan dalam penelitian ini adalah berita makroekonomi U.S. dan domestik yang dikeluarkan secara rutin dan terjadwal oleh lembaga *research* dan lembaga negara yang berwenang.

Berita makroekonomi U.S. dipertimbangkan dalam penelitian ini karena merujuk pada penelitian-penelitian sebelumnya yang berhasil membuktikan bahwa sebagian berita makroekonomi U.S. berpengaruh terhadap kinerja pasar keuangan di Indonesia. Pertimbangan lain adalah jika dilihat dari kontribusi perdagangan saham dari tahun ke tahun seperti Gambar 1, investor asing berkontribusi $\pm 40\%$ dari total perdagangan setiap tahunnya. Sebagaimana yang diketahui investor asing sangat peka terhadap kondisi perekonomian global terutama U.S. yang merupakan negara dengan perekonomian terbesar didunia. Hal tersebut yang membuat peneliti juga mempertimbangkan *surprise* pengumuman berita makroekonomi U.S. diteliti dalam penelitian ini.



Sumber : Otoritas Jasa Keuangan Sekolah Bisnis - Institut Pertanian Bogor

Gambar 1 Kontribusi perdagangan berdasarkan tipe investor

Data yang digunakan merupakan data penutupan perdagangan saham harian selama 5 tahun terakhir yaitu pada periode Juni 2013 sampai Juni 2018. Pemilihan data harian dalam penelitian ini dikarenakan data harian dapat lebih mencerminkan bagaimana pola perdagangan saham oleh investor setelah *surprise* berita makroekonomi dibandingkan dengan data bulanan. Hasil yang diperoleh diharapkan dapat memberikan manfaat langsung bagi investor terutama yang memiliki strategi perdagangan aktif agar dapat mengetahui mana *surprise* berita makroekonomi yang dapat dijadikan momentum untuk melakukan pembelian saham LQ45 agar mendapatkan keuntungan pada waktu yang tepat saat terjadinya

gejolak/volatilitas. Terakhir, metode yang akan digunakan untuk menganalisis pengaruh *surprise* pengumuman berita makroekonomi terhadap volatilitas *return* saham adalah *Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity* (GARCH).

Perumusan Masalah

Pengumuman berita makroekonomi menjadi salah satu pokok bahasan yang menarik karena dapat mempengaruhi perubahan harga aset di pasar keuangan. Menurut Relly dan Brown (2012) 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 jual oleh investor atas informasi yang diterima guna memaksimalkan keuntungannya.

Surprise dari pengumuman berita makroekonomi membuat investor dengan cepat menyesuaikan ekspektasi yang sebelumnya dimiliki dengan berita aktual yang baru saja rilis sehingga menyebabkan terjadinya volatilitas yang tinggi pada *return* aset. Volatilitas menggambarkan fluktuasi atau perubahan harga sekaligus menggambarkan tingkat risiko dari sebuah pasar keuangan. Volatilitas yang tinggi menandakan risiko yang tinggi, sebaliknya volatilitas yang rendah menandakan risiko rendah. Oleh karena itu, perlunya menganalisis *surprise* pengumuman berita makroekonomi untuk mengetahui tingkat risiko dan potensi *return* yang terjadi pasca rilisnya berita tersebut. Beberapa penelitian di Indonesia berhasil membuktikan *surprise* berita makroekonomi dapat mempengaruhi pergerakan nilai tukar rupiah (Untoro 2006) dan mempengaruhi volatilitas imbal hasil Surat Utang Negara (SUN) Indonesia (Ervina 2015). Menurut Untoro (2006) gejolak rupiah secara signifikan terjadi ketika diumumkannya data makroekonomi Amerika berupa data *Gross Domestic Product* (GDP), *trade balance* dan *consumer confidence*, serta diumumkannya berita makroekonomi Indonesia yaitu *Money Supply* (M1, M2), *Consumer Price Index* (CPI), *Wholesale Price Index* (WPI) dan GDP. Disisi lain, Ervina (2015) membuktikan berita makroekonomi Indonesia yang mempengaruhi volatilitas imbal hasil SUN adalah suku bunga BI dan GDP, serta berita makroekonomi global yakni *current balance U.S.*, *retail sales U.S.* dan *CPI U.S.*

Sementara itu, penelitian mengenai pengaruh *surprise* pengumuman berita makroekonomi U.S. dan domestik terhadap volatilitas *return* pasar saham Indonesia masih kurang mendapatkan perhatian dari peneliti Indonesia. Beberapa peneliti dari luar negeri yaitu Nikkinen *et al.* (2008), Cakan *et al.* (2015), dan Balcilar *et al.* (2017) telah melakukan penelitian terkait *surprise* berita makroekonomi U.S. pada negara-negara berkembang termasuk Indonesia (IHSG), namun tidak melibatkan *surprise* berita makroekonomi domestik dalam analisisnya. Nikkinen *et al.* (2008) berhasil membuktikan bahwa *surprise* dari *ISM Manufacturing U.S.* berpengaruh signifikan terhadap *return* IHSG, sementara *CPI*, *employment situation*, dan *Producer Price Index* (PPI) U.S. tidak berpengaruh signifikan. Disisi lain, Cakan *et al.* (2015), dan Balcilar *et al.* (2017) membuktikan *CPI* dan *Unemployment* berpengaruh signifikan terhadap volatilitas *return* IHSG.

Adanya perbedaan hasil penelitian sebelumnya serta masih sedikitnya penelitian terkait *surprise* pengumuman berita makroekonomi terhadap pasar saham Indonesia mendorong penulis untuk meneliti topik tersebut. Pengumuman berita makroekonomi yang akan dianalisis adalah berita makroekonomi U.S. dan domestik. Berita makroekonomi U.S. terdiri dari CPI, PPI, *unemployment*, dan ISM *Manufacturing*. Sedangkan berita makroekonomi domestik yang akan dianalisis adalah CPI, *trade balance*, suku bunga acuan Bank Indonesia, dan GDP. Pemilihan berita makroekonomi tersebut berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya yang telah dilakukan serta ketersediaan ekspektasi pasar/konsensus pasar dari para analis/ekonom pasar keuangan yang diambil dari *survey Bloomberg*.

Gap lainnya yang mendasari penelitian ini adalah terkait objek penelitian dimana pada penelitian sebelumnya menggunakan data indeks (IHSG) yang mana indeks tidak dapat diperdagangkan atau hanya sebagai acuan. Oleh karena itu, dalam penelitian ini analisis akan difokuskan langsung pada saham yang aktif diperdagangkan dan memiliki kapitalisasi pasar yang besar yang tergolong dalam saham LQ45. Saham LQ45 dipilih karena memenuhi kriteria likuiditas yang baik, kapitalisasi pasar yang besar, frekuensi perdagangan yang tinggi dan prospek pertumbuhan serta kondisi keuangan yang baik, sehingga sangat tepat dijadikan rekomendasi untuk investor. Selain itu juga akan dianalisis indeks LQ45-nya sebagai acuan atau gambaran umum dari keseluruhan saham – saham yang tergolong LQ45.

Adanya kejadian *surprise* atau saat data aktual yang dirilis tidak sesuai dengan ekspektasi pasar (*survey Bloomberg*) disajikan pada Tabel 1. Periode yang diambil adalah Bulan Agustus 2017 karena mengandung banyak kejadian *surprise* dari berita makroekonomi yang akan diteliti baik berita makroekonomi U.S. (CPI, PPI, ISM *manufacturing*) maupun berita makroekonomi domestik (Suku bunga acuan Bank Indonesia, CPI, *trade balance*, dan GDP).

Tabel 1 *Surprise* berita makroekonomi US dan domestik Bulan Agustus 2017

No	Tanggal Rilis	Berita Makroekonomi	Ekspektasi (<i>Survey Bloomberg</i>)	Aktual	Keterangan
1	01-08-17	CPI indonesia	3.92	3.88	Rilis data CPI Indonesia lebih rendah dari ekspektasi pasar sebesar 0.04 persen.
2	02-08-17	ISM Manufacturing US	56.5	56.3	Rilis data ISM Manufacturing US lebih rendah sebesar 0.20 persen dari ekspektasi pasar.
3	05-08-17	<i>Unemployment</i> US	4.30	4.30	Ekpektasi pasar sama dengan rilis data aktual atau tidak terjadi <i>surprise</i> .
4	07-08-17	GDP Indonesia	5.08	5.01	Rilis data GDP Indonesia lebih kecil 0.07 dari ekspektasi pasar
5	11-08-17	PPI US	0.10	(0.10)	Rilis data PPI US lebih rendah 0.20 persen dari ekspektasi pasar.

Tabel 1 *Surprise* berita makroekonomi US dan domestik Bulan Agustus 2017 (Lanjutan)

No	Tanggal Rilis	Berita Makroekonomi	Ekspektasi (Survey Bloomberg)	Aktual	Keterangan
6	12-08-17	CPI US	0.20	0.10	Data CPI US dirilis lebih rendah sebesar 0.10 persen dari ekspektasi pasar.
7	15-08-17	Trade Balance Indonesia	1124.5	1670.0	Trade balance Indonesia dirilis lebih tinggi sebesar 545 Juta USD dari ekspektasi pasar.
8	22-08-17	Suku Bunga acuan BI	4.75	4.50	Suku bunga acuan BI dirilis lebih rendah 0.25 persen dari ekspektasi pasar.

Sumber : Bloomberg

Kejadian *surprise* berita makroekonomi tersebut diduga akan membuat pergerakan harga bergejolak karena reaksi jual beli yang dilakukan investor. Dugaan tersebut diperkuat dengan melihat *chart* dari pergerakan indeks LQ45 seperti yang disajikan pada Gambar 2.



Sumber : Bloomberg (ditambah dugaan peneliti terkait adanya gejolak lebih tinggi saat tanggal rilisnya berita makroekonomi)

Gambar 2 Kejadian *surprise* berita makroekonomi terhadap pergerakan indeks saham LQ45

Pada Gambar 2 dapat dilihat saat tanggal-tanggal dirilisnya berita makroekonomi yang mengalami *surprise* diikuti dengan adanya gejolak harga yang lebih tinggi dari hari biasanya. Terjadinya gejolak yang tinggi tersebut tentu menimbulkan risiko bagi investor. Oleh karena itu, penelitian ini penting untuk dilakukan guna menganalisis mana *surprise* pengumuman berita makroekonomi yang signifikan mempengaruhi volatilitas *return* sehingga investor dapat mengetahui mana saham-saham yang berisiko dan bagaimana menyikapinya.

Berdasarkan uraian diatas, permasalahan yang dapat diangkat dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh *surprise* positif (negatif) dari pengumuman berita makroekonomi U.S. dan domestik terhadap volatilitas *return* indeks saham LQ45 ?
2. Bagaimana pengaruh *surprise* positif (negatif) dari pengumuman berita makroekonomi U.S. dan domestik terhadap volatilitas *return* saham-saham LQ45 ?
3. Bagaimana strategi investasi yang dapat diterapkan investor dalam menghadapi volatilitas yang terjadi akibat *surprise* pengumuman berita makroekonomi U.S. dan domestik ?

Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan relevansi dengan rumusan masalah diatas, maka yang menjadi tujuan penelitian ini adalah :

1. Menganalisis pengaruh *surprise* positif (negatif) dari pengumuman berita makroekonomi U.S. dan domestik terhadap volatilitas *return* indeks saham LQ45.
2. Menganalisis pengaruh *surprise* positif (negatif) dari pengumuman berita makroekonomi U.S. dan domestik terhadap volatilitas *return* saham-saham LQ45.
3. Merumuskan strategi investasi yang dapat diterapkan investor dalam menghadapi volatilitas yang terjadi akibat *surprise* pengumuman berita makroekonomi U.S. dan domestik.

Manfaat Penelitian



SB-IPB
Sekolah Bisnis - Institut Pertanian Bogor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat yang luas tidak hanya bagi penulis tetapi juga pihak-pihak lain yang berkepentingan, antara lain sebagai berikut :

1. Bagi penulis, penelitian ini diharapkan dapat menjadi sarana belajar praktis dalam mempraktekkan teori-teori yang selama ini diperoleh, dan dapat menambah ilmu pengetahuan, wawasan berpikir serta menganalisis permasalahan.
2. Bagi investor baik instansi maupun individu, penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber informasi untuk mempelajari pola perdagangan saham yang tergolong saham LQ45, mengetahui saham-saham yang

berisiko serta memanfaatkan momentum volatilitas yang terjadi untuk mendapatkan keuntungan terutama bagi investor yang *risk taker*.

3. Bagi instansi pendidikan, penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber referensi bagi penelitian selanjutnya mengingat di Indonesia penelitian mengenai *surprise* masih sedikit mendapatkan perhatian.

Ruang Lingkup Penelitian

Pembahasan mengenai *surprise* pengumuman berita makroekonomi terhadap perubahan harga aset di pasar keuangan merupakan pembahasan yang sangat luas. Oleh karena itu, penelitian ini dibatasi sebagai berikut :

1. Data perdagangan saham dalam penelitian ini adalah data harga penutupan harian selama lima tahun terakhir, yaitu periode Juni 2013 sampai Juni 2018.
2. Ekspektasi pasar/konsensus pasar yang digunakan untuk melihat efek *surprise* serta berita makroekonomi U.S. (CPI, PPI, *unemployment*, dan *ISM Manufacturing*) dan domestik (CPI, *trade balance*, suku bunga acuan Bank Indonesia, dan GDP) diperoleh dari *Bloomberg terminal*.

2 TINJAUAN PUSTAKA

Teori Pasar Efisien

Fama (1970) dalam Hartono (2016) mendefinisikan pasar yang dikatakan efisien adalah jika harga-harga sekuritas telah mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Secara umum terdapat 3 bentuk klasifikasi efisiensi pasar yaitu :

- 1) Efisiensi bentuk lemah (*weak form*), menyatakan bahwa harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu.
- 2) Efisiensi bentuk setengah kuat (*semistrong form*), menyatakan bahwa harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan keuangan perusahaan emiten.
- 3) Efisiensi bentuk kuat (*strong form*), menyatakan bahwa harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat.

Beberapa peneliti menyatakan bahwa pasar saham di Indonesia masih berbentuk lemah (*weak form*) oleh Kurniawati dan Lestari (2011), Asih (2012), Ady dan Mulyaningtyas (2017), serta Hase dan Haryono (2018). Namun ada juga penelitian yang membuktikan bahwa pasar saham di Indonesia berbentuk setengah kuat (*semistrong form*) terhadap peristiwa pengumuman deviden oleh Tjandra (2006), Sunarjanto dan Adisastra (2008) serta pengumuman deviden pada perusahaan yang tergolong indeks saham syariah oleh Samudra *et al.* (2016). Disisi lain, belum ada penelitian yang menyebutkan pasar saham di Indonesia adalah efisien dalam bentuk kuat (*strong form*). Berdasarkan hasil penelitian terdahulu tersebut dapat disimpulkan bahwa secara umum efisiensi pasar saham di