

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Kenaikan pajak minuman beralkohol di Amerika Serikat, The Omnibus Budget Reconciliation Act of 1990, yang diprediksi McClenny dan Brown (1993) memberikan dampak negatif bagi harga saham industri alkohol ternyata tidak membuat harga saham terpuruk pada nilai yang signifikan. Dengan metodologi *event study* dianalisis ada hari dimana harga bergerak positif pada seputar pengumuman walaupun tidak signifikan. Minimnya *abnormal return* pada seputar pengumuman kebijakan dikarenakan perilaku adiktif konsumen terhadap alkohol, di mana permintaan alkohol bukanlah harga yang inelastis, sehingga peraturan ini tidak mengakibatkan perubahan dalam perilaku konsumen. Perilaku adiktif merokok di Indonesia mirip dengan meminum minuman beralkohol di Indonesia. Menurut [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com), saham industri sektor alkohol dan tembakau tergolong *sin stock* yang berlawanan dengan investasi yang beretika dan bertanggungjawab secara sosial. Isu-isu etika perusahaan khususnya aspek kesehatan dalam sektor ini masih banyak diperdebatkan.

Sehubungan dengan aktivitas investasi di pasar modal, Berk dkk. (2012, hlm. 335) memaparkan bahwa fluktuasi harga saham dan dividen disebabkan oleh dua jenis berita, yaitu:

1. *Company or industry-specific news*: berita baik atau buruk mengenai perusahaan atau industri itu sendiri. Sebagai contoh, sebuah perusahaan bisa mengumumkan kesuksesan dalam perolehan keuntungan pasar saham atau industri *property* yang terpuruk karena pergerakan industri *real estate* melambat.
2. *Market-wide news*: berita yang mempengaruhi ekonomi secara keseluruhan sehingga berdampak pada saham keseluruhan. Misalnya, pengumuman turunnya tingkat bunga oleh Federal Reserve untuk mendorong laju ekonomi.

Peristiwa yang terjadi di sebuah negara biasanya memberikan dampak yang sensitif terhadap pasar modal. Husnan (2008, hlm. 8-9) mengemukakan faktor-faktor yang mempengaruhi keberhasilan pasar modal, yaitu:

- a. Ketersediaan sekuritas
- b. Permintaan sekuritas
- c. Masalah hukum dan peraturan
- d. Keberadaan lembaga yang mengatur dan mengawasi kegiatan pasar modal dan berbagai lembaga yang memungkinkan dilakukan transaksi secara efisien
- e. Kondisi politik dan ekonomi suatu negara

Penelitian mengenai pengukuran dampak regulasi pemerintah yang bersumber dari data keuangan telah berkembang dan menjadi populer sejak tahun 1980-an. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian-penelitian tersebut merupakan evolusi teori pasar modal efisien dari Eugene Fama (1970). Schwert (1981) melakukan pendekatan teori keuangan menggunakan data harga saham untuk mengukur dampak regulasi atau peraturan publik terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan yang terpengaruh atas adanya kebijakan tersebut. Hasilnya, terdapat dua hipotesis yaitu “*producer-protection*” atau “*capture*” dan “*consumer-protection*” atau “*public interest*”. Johnson dkk. (1994) memperkuat kedua hipotesis tersebut pada harga saham dengan adanya 11 regulasi yang berpotensi mempengaruhi industri pengemasan daging pada 23 perusahaan pengemas daging. Dengan pendekatan *event study* dan asumsi pasar efisien, regulasi berpengaruh signifikan sebesar 4% terhadap kesejahteraan *shareholder* untuk setiap perubahan peristiwa.

Penelitian Wan (2006) mengenai peraturan anti merokok di Jepang dilakukan dengan pendekatan model rational addiction (RA) menggunakan teknik generalized methods of moments (GMM), ordinary least-squares (OLS), dan data konsumsi rokok bulanan di Jepang selama tahun 1951 sampai 1999. Hasil penelitian membuktikan bahwa kebijakan larangan merokok memiliki dampak signifikan terhadap perilaku konsumen. Kebijakan jangka panjang memiliki dampak dua kali lipat lebih besar dibandingkan kebijakan jangka pendek. Dalam cakupan global, World Health Organization (WHO) menggagas traktat internasional Konvensi mengenai Kerangka

Kerja Pengendalian Tembakau (FCTC, *Framework Convention on Tobacco Control*) pada tanggal 21 Mei 2003. Konvensi ini bertujuan untuk melindungi masyarakat dari efek buruk konsumsi tembakau bagi kesehatan, sosial, lingkungan dan ekonomi. Selain itu, FCTC juga mencegah campur tangan industri rokok dalam kebijakan pengendalian tembakau. FCTC yang mulai berlaku sejak tanggal 27 Februari 2005 merupakan perlakuan kesehatan global mencakup tolak ukur untuk meningkatkan kesadaran taktik industri serta pengurangan intervensi perusahaan rokok dalam konvensi ini.

Indonesia merupakan satu-satunya negara di wilayah Asia Pasifik yang belum meratifikasi FCTC sampai saat ini. Meski demikian, larangan merokok di area publik, pemberian denda dalam pelanggaran, pembatasan iklan, cukai yang ditingkatkan, larangan merokok, aturan kemasan merupakan beberapa kebijakan yang sudah diterapkan di Indonesia. Industri rokok di Indonesia mengalami pro kontra yang cukup serius. Berdasarkan data WHO tahun 2008, Indonesia adalah negara dengan jumlah perokok terbesar ketiga di dunia setelah China dan India. Jumlah konsumsi yang tinggi tentu saja berdampak pada permintaan rokok yang tetap tinggi. Berdasarkan situs WHO, [www.who.int](http://www.who.int), Global Adults Tobacco Survey (GATS, 2011), perokok di Indonesia adalah 34,8% terbagi atas 67,4% laki-laki dan 4,5% perempuan. Secara ekonomi, Simms (1999) menjelaskan bagaimana industri tembakau dapat menciptakan pendapatan dan keuntungan, pajak, penciptaan lapangan pekerjaan, walaupun konsumsi tembakau mengakibatkan berbagai masalah dalam kesehatan. Hadi & Friyatno (2008) melakukan penelitian mengenai peranan tembakau dan industri rokok dalam perekonomian nasional yaitu (1) sebagai sumber penerimaan negara (dari cukai); (2) sebagai sumber devisa negara; (3) penciptaan nilai output, nilai tambah, dan kesempatan kerja; (4) memberikan dampak bagi sektor perekonomian lain; serta (5) kaitan dengan sektor hulu dan hilir dalam menggerakkan perekonomian nasional. Indonesia merupakan produsen tembakau terbesar ke-6 di dunia dengan kontribusi 1,91% dari total produksi dunia.

Hadi & Friyanto (2008) meneliti bahwa penerimaan cukai yang berasal dari hasil tembakau dan turunannya mencapai 95%. Selain itu, emiten-emiten dari industri

rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) menunjukkan kinerja yang baik seperti Gudang Garam Tbk (GGRM) yang selalu masuk dalam jajaran saham LQ45 dalam periode 2003-2013. Saham-saham yang terdaftar dalam LQ45 adalah saham-saham unggulan dengan parameter *return* lebih tinggi dibanding saham-saham yang tidak masuk daftar LQ45 (Isnurhadi, 2014). Setianto, Budi dalam Buletin Saham-Saham 2<sup>nd</sup> Line Undervalue 25 May - 5 June 2015 menganalisis sub sektor rokok memiliki kinerja yang baik, pertumbuhan laba terus naik, dan investasi modal tetap bertahan walaupun kampanye anti rokok semakin banyak, larangan merokok di tempat umum sudah diberlakukan sanksi, namun kebutuhan masyarakat terhadap rokok masih tetap tinggi. Kinerja emiten rokok masih akan tetap stabil dan perkembangan teknologi produksi dapat menekan biaya pengembangan investasi modal.

Beberapa penelitian mengenai dampak berlakunya regulasi terhadap pasar modal pernah dilakukan. Pemberlakuan regulasi dianggap sebagai sebuah kejadian yang diduga mengakibatkan imbal hasil (*return*) yang tidak normal pada saham. Penelitian ini mengkaji bagaimana dampak regulasi pengendalian produk tembakau yang sudah dan sedang berlaku terhadap pasar modal dan secara spesifik terhadap industri yang bersinggungan langsung dengan kebijakan itu sehingga pada saat pemerintah meratifikasi FCTC dalam bentuk kebijakan yang berlaku nasional, pergerakan pasar modal diharapkan bisa diprediksi.

Berdasarkan fenomena tersebut, maka regulasi merupakan salah satu variabel yang diduga mempengaruhi pasar modal dengan asumsi regulasi mengandung informasi yang relevan dengan industri yang sahamnya terdaftar di pasar modal. Penulis menduga bahwa pasar akan bereaksi dengan adanya kebijakan pengendalian tembakau sehingga penulis tertarik melakukan penelitian dengan judul **”Reaksi Pasar Modal Atas Kebijakan Pengendalian Tembakau di Indonesia (Event Study pada Saham Industri Rokok di Bursa Efek Indonesia)”**.

## 1.2 Identifikasi Masalah Penelitian

Pendekatan *event study* berasumsi bahwa hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*, EMH) secara deskriptif berlaku di pasar tempat saham perusahaan diperdagangkan. EMH menunjukkan bahwa harga saham akan mencerminkan seluruh informasi tersedia yang mempengaruhi risiko perusahaan dan arus kas masa mendatang yang diharapkan. Identifikasi masalah dalam penelitian ini adalah regulasi mengenai pengendalian tembakau yang diduga memberi dampak terhadap pasar modal di Indonesia. Informasi yang relevan mengenai pasar modal diantaranya didapatkan dari data historis dan informasi kebijakan yang dipublikasi.

## 1.3 Pembatasan Masalah Penelitian

Masalah penelitian dibatasi pada kebijakan pengendalian tembakau yang diatur pemerintah Indonesia pada tahun 2003, 2009, dan 2012 dalam bentuk Peraturan Pemerintah dan Undang-Undang serta FCTC yang sudah digagas WHO pada tanggal 21 Mei 2003. Regulasi-regulasi tersebut dianalisis pengaruhnya terhadap pasar modal di Indonesia yaitu dampaknya terhadap saham-saham rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## 1.4 Rumusan Masalah Penelitian

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat *abnormal return* yang diperoleh investor di pasar modal Indonesia pada seputar pengumuman kebijakan pengendalian tembakau tahun 2003, 2009, dan 2012.
2. Bagaimana rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah kebijakan pengendalian tembakau.
3. Bagaimana perbedaan reaksi pasar modal yang terjadi dengan adanya kebijakan pengendalian tembakau melalui *abnormal return* selama jangka waktu pengumuman kebijakan.

## 1.5 Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan untuk:

1. Mengetahui dan mengkaji bagaimana reaksi pasar modal Indonesia pada seputar pengumuman kebijakan pengendalian tembakau tahun 2003, 2009, dan 2012 melalui indikator *abnormal return*.
2. Mengetahui dan mengkaji reaksi pasar modal melalui rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah kebijakan pengendalian tembakau.
3. Menguji perbedaan reaksi pasar modal yang terjadi dengan adanya kebijakan pengendalian tembakau melalui *abnormal return* selama jangka waktu pengumuman kebijakan.

## 1.6 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat, yaitu:

1. Manfaat dari segi teori:

Penelitian ini menguji reaksi pasar modal Indonesia keselarasan teori yang dikemukakan oleh Eugene Fama mengenai pasar modal efisien. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan dapat menambah studi literatur khususnya *event study* mengenai kebijakan sehingga dapat mengembangkan pola dari penelitian-penelitian terdahulu.

2. Manfaat dari segi kebijakan

Penelitian ini menambah referensi *event study* mengenai peran regulasi dalam pasar modal, khususnya di Indonesia apabila pemerintah Indonesia meratifikasi FCTC yang digagas oleh WHO, maka reaksi pasar modal dapat diprediksi. Selain itu, penelitian ini diharapkan memperkuat teori mengenai pasar efisien bentuk *semi-strong* yang tercermin dari informasi historis dan informasi yang dipublikasi.

3. Manfaat dari segi praktik

Dalam pengambilan keputusan investasi pada kondisi yang pasti, investor cukup mempertimbangkan berapa hasil atau pendapatan aktual dari investasi tersebut. Sementara itu dalam pengambilan keputusan pada kondisi yang tidak pasti,

investor perlu mempertimbangkan beberapa hasil atau pendapatan yang diharapkan dan berapa besar risiko investasi tersebut. Dalam kondisi tidak pasti, yang dapat dilakukan investor dalam mengambil keputusan investasi adalah memperkirakan imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) dan memperkirakan penyimpangan hasil sesungguhnya terhadap hasil yang diharapkan.

#### 4. Manfaat dari segi isu serta aksi sosial

Kebijakan pengendalian tembakau merupakan salah satu upaya dalam mencegah ketergantungan dan dampak buruk dari konsumsi rokok. Semoga dengan mengetahui upaya-upaya yang tertuang dalam kebijakan bersamaan dengan pengamalannya, permintaan dan pasokan tembakau dapat dikendalikan.

### 1.7 Struktur Organisasi Tesis

Sistematika penulisan tesis ini mengacu pada pedoman penulisan karya ilmiah UPI tahun akademik 2015.

Penulis memunculkan fenomena yang terjadi melalui latar belakang masalah pada Bab I yaitu pengungkapan fakta-fakta bagaimana pasar bereaksi dengan adanya informasi berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu. Melalui penelitian ini, penulis berharap dapat mengisi kekosongan (*gap*) yang terjadi karena penelitian belum pernah dilakukan di Indonesia.

Bab II berisi pendekatan teoritis atas permasalahan penelitian yang terjadi dimulai dari teori utama, teori menengah, dan aplikasi teori. Secara umum, penelitian mengenai pasar modal termasuk dalam teori investasi jangka panjang tempat di mana investor menginvestasikan dana pada instrument-instrumen keuangan jangka panjang untuk memperoleh imbal hasil tertentu pada tingkat risiko tertentu pula sekaligus menjadi tempat bagi perusahaan yang membutuhkan dana jangka panjang dalam bentuk utang atau modal dalam bentuk perdagangan saham. Informasi-informasi yang tersedia dapat mempengaruhi harga saham sehingga dapat menjadi sinyal. Secara teori pasar efisien, pasar akan segera bereaksi terhadap semua informasi yang relevan. Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu, pengujian tersebut dapat

diaplikasikan bila informasi berupa kebijakan/regulasi. Hal ini yang menjadi dasar hipotesis atau dugaan penulis bahwa pasar modal akan memberikan respon dengan adanya kebijakan melalui *abnormal return* dari saham-saham yang dianggap berhubungan langsung dengan kebijakan yang dibuat.

*Event study* adalah metodologi penelitian ini dan penjelasannya terdapat dalam Bab III. Tanggal pengumuman kebijakan menjadi dasar penetapan rentang waktu *event study* yang secara mengerucut akan mengobservasi periode *estimation period* dan *event window*. Perusahaan-perusahaan yang berhubungan langsung dengan kebijakan pengendalian tembakau dipilih sebagai sampel dari seluruh emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Penyelesaian masalah penelitian terdapat pada Bab IV di mana prosedur *event study* diterapkan pada sampel yang telah dipilih kemudian diuji secara statistik sehingga menghasilkan gambaran umum dan khusus agar menjadi pembuktian apakah hipotesis dapat diterima atau ditolak. Bab ini juga berisi pembahasan hasil penelitian dibandingkan dengan penelitian-penelitian terdahulu sehingga pembahasan menjadi holistik dengan secara keilmuan.

Sebagai penutup, penulis menuangkan jawaban atas rumusan masalah pada simpulan. Implikasi dan rekomendasi bagi pemecahan masalah serta pengembangan *event study* selanjutnya dipaparkan dalam Bab V.