

BAB II KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu mengenai *event study*, *abnormal return* dan pengaruh suatu peristiwa terhadap aktivitas perdagangan saham yang ditemukan, diantaranya:

Ghonyah (2008) melakukan penelitian tentang *event study* dengan judul penelitian “Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah (study kasus pada perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah per 30 November 2006)”. Penelitian ini bertujuan untuk melihat reaksi pasar terhadap penerbitan obligasi syariah per 30 november 2006. Dengan menggunakan metode *event study* dan *One sample t-test*, diperoleh hasil bahwa pasar bereaksi tetapi tidak *signifikan* terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah. Dengan kata lain bahwa penerbitan obligasi syariah tidak memuat kandungan informasi yang bermakna bagi investor.

Farid (2008) juga melakukan penelitian yang berjudul “Analisis Reaksi Saham Terhadap Peristiwa *Stock split* Yang Ditunjukkan Oleh *Abnormal return* dan *Trading volume activity*”. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap peristiwa *stock split* yang ditunjukkan dengan adanya perubahan terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* saham. Dari hasil pengujian terhadap perbedaan rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA) periode sebelum dan sesudah peristiwa *stock split* menunjukkan hanya terdapat perbedaan terhadap *abnormal return*, sedangkan *trading volume activity* (TVA)

tidak di jumpai adanya perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa *stock split* yang *signifikan*.

Penelitian tentang pengaruh kandungan suatu informasi pernah dilakukan Sari (2008) yang berjudul “Analisis Pengaruh Publikasi Right Issue Terhadap Volume Perdagangan dan Return Saham Pada Perusahaan-perusahaan Listing yang terdaftar Di BEI”. Dengan metode *event study*, penelitian ini menguji 25 sampel perusahaan yang mengumumkan *right issue* di BEI selama tahun 2006 sampai tahun 2008. Hasil penelitian menunjukkan pengumuman *right issue* mempunyai kandungan informasi sehingga berpengaruh terhadap volume perdagangan saham yang ditunjukkan dengan adanya rata-rata *trading volume activity* yang *signifikan* dengan taraf *signifikansi* 5% dengan pengujian t dua sisi.

Almilia dan Kristijadi (2005) dengan judul penelitian “Analisis Kandungan Informasi Dan Efek Intra Industri Pengumuman *Stock split* Yang Dilakukan Oleh Perusahaan Bertumbuh Dan Tidak Bertumbuh” juga mencoba menganalisis kandungan dari suatu informasi. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengumuman *stock split* yang dilakukan oleh perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh memiliki kandungan informasi sehingga direspon oleh para pelaku pasar. Selain itu, terdapat perbedaan beta terjadi sebelum dan setelah pengumuman *stock split*. Perbedaan beta terjadi setelah pengumuman *stock split* antara perusahaan tidak bertumbuh dengan perusahaan bertumbuh, dimana beta perusahaan tidak bertumbuh lebih besar dari perusahaan bertumbuh. Penelitian ini juga memberikan bukti bahwa efek intra industri pada pengumuman *stock split* hanya terjadi pada perusahaan bertumbuh, sedangkan pengumuman *stock split* yang dilakukan oleh perusahaan bertumbuh adalah *competitive effect*.

Sedangkan penelitian mengenai *event studi* tentang peristiwa politik pernah dilakukan oleh Nurhaeni (2009). Penelitian ini menganalisis dampak pemilihan umum legislatif Indonesia 2009 terhadap rata-rata *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham di BEI baik sebelum dan setelah peristiwa, variable yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat keuntungan saham dan volume Perdagangan saham. Dari penelitian tersebut ditemukan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa pemilu legislatif 2009. Selain itu aktivitas volume perdagangan (TVA) sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan adanya peningkatan rata-rata volume perdagangan saham. Nilai rata-rata TVA saham yang dihasilkan menunjukkan adanya peningkatan rata-rata volume perdagangan saham pada periode sebelum dan setelah peristiwa.

Tabel 2.1
Matrik Penelitian-Penelitian Terdahulu

No	Penelitian/Judul	Variable Penelitian & Metode Analisis	Hasil Penelitian
1	Nunung Ghoniyah(2008) Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah (study kasus pada perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah per 30 November 2006)”	<ul style="list-style-type: none"> • Variable: <i>Obligasi, Abnormal return Dan Trading volume activity</i> • Metode: <i>One Sample t-Test</i> 	Berdasarkan hasil pengujian baik dengan indikator <i>abnormal return</i> maupun <i>trading volume activity</i> , secara umum disimpulkan bahwa pasar bereaksi tetapi tidak <i>signifikan</i> terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah. Dengan kata lain bahwa penerbitan obligasi syariah tidak memuat kandungan informasi (<i>information content</i>) yang bermakna (<i>good news</i>) bagi investor.
2	Farid Muchtar,	<ul style="list-style-type: none"> • Variable: 	Dari hasil pengujian

	<p>(2008) Analisis Reaksi Saham Terhadap Peristiwa <i>Stock split</i> Yang Ditunjukkan Oleh <i>Abnormal return</i> Dan <i>Trading volume activity</i> (<i>Event study</i> Pada perusahaan yang melakukan <i>Stock split</i> Di BEJ 2005-2007)</p>	<p><i>Stock split, Abnormal return</i> Dan <i>Trading volume activity</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Metode: <i>Kolmogrev Sminov Test, One Sample t Test, Paired Sample t-Test</i> 	<p>terhadap perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> dan <i>Trading volume activity</i> (TVA) periode sebelum dan sesudah peristiwa <i>stock split</i> menunjukkan hanya terdapat perbedaan terhadap <i>abnormal return</i>, sedangkan <i>Trading volume activity</i> (TVA) tidak di jumpai adanya perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa <i>stock split</i> yang signifikan.</p>
3	<p>Debi Kartika Sari (2008), Analisis Pengaruh Publikasi Right Issue Terhadap Volume Perdagangan Dan Return Saham Pada Perusahaan-Perusahaan Listing Yang Terjadi Di bursa Efek Indonesia</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Variable: <i>Right Issue, Volume Perdagangan Saham Dan Return Saham</i> • Metode: <i>Event study, Paired Sample t-Test</i> 	<p>Hasil penelitian menunjukkan pengumuman right issue mempunyai kandungan informasi sehingga berpengaruh terhadap volume perdagangan saham yang ditunjukkan dengan adanya rata-rata <i>trading volume activity</i> yang signifikan dengan taraf <i>signifikansi</i> 5% dengan pengujian t dua sisi.</p>
4	<p>Luciana Spica dan Emanuel Kristijadi, (2005) Analisis Kandungan Informasi Dan Efek Intra Industri Pengumuman <i>Stock split</i> Yang Dilakukan Oleh Perusahaan Bertumbuh Dan Tidak Bertumbuh</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Variable: <i>Kandungan Informasi, Trade Volume Activity</i> • Metode: <i>Event study, Paired Sample t-Test</i> 	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman <i>stock split</i> yang dilakukan oleh perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh memiliki kandungan informasi sehingga direspon oleh para pelaku pasar. Selain itu, terdapat perbedaan beta terjadi sebelum dan setelah</p>

			pengumuman <i>stock split</i> . Perbedaan beta terjadi setelah pengumuman <i>stock split</i> antara perusahaan tidak bertumbuh dengan perusahaan bertumbuh, dimana beta perusahaan tidak bertumbuh lebih besar dari perusahaan bertumbuh
5	Nunung Nurhaeni, (2009) Dampak Pemilihan Umum Legislatif Indonesia Tahun 2009 Terhadap <i>Abnormal return</i> dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham Di BEI (Uji Kasus Pada Saham Yang Terdaftar Dalam Kelompok Perusahaan LQ 45)	<ul style="list-style-type: none"> • Variable: Tingkat keuntungan saham dan Volume Perdagangan Saham • Metode: <i>Event study, Paired Sample t-Test</i> 	Dari penelitian tersebut ditemukan bahwa terdapat perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa pemilu legislatif 2009. Selain itu aktivitas volume perdagangan (TVA) sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan adanya peningkatan rata-rata volume perdagangan saham. Nilai rata-rata TVA saham yang dihasilkan menunjukkan adanya peningkatan rata-rata volume perdagangan saham pada periode sebelum dan setelah peristiwa.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Ghoniyah (2009) adalah penggunaan variable yang sama, yaitu *abnormal return* dan *trading volume activity* sebagai alat untuk menguji kandungan informasi. Sedangkan perbedaannya adalah penggunaan metode penelitian. Pada penelitian sebelumnya peneliti hanya

menggunakan metode *one sample t-test*, sedangkan peneliti yang sekarang menggunakan metode *one sample t-test* dan *pariade sample t-test*.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Muchtar (2008) adalah terletak pada metode dan variable yang hampir sama. Metode yang digunakan adalah *one sample t-test* dan *pariade sample t-test*. Sedangkan Variable yang diteliti adalah *abnormal return* dan *trading volume activity*. Sedangkan perbedaan sendiri terletak pada objek penelitian dan rentang waktu *event window* (jendela peristiwa). Pada penelitian sebelumnya studi kasus pada perusahaan yang melakukan *stock split* dengan rentang waktu 2005-2007, sedangkan penelitian ini terfokus pada perusahaan yang tergabung dengan LQ 45 dengan rentang waktu 3 hari sebelum peristiwa, hari terjadinya peristiwa dan 3 hari setelah peristiwa.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Sari (2008) adalah sama-sama menggunakan metode *event study* dan *pariade sample t-test*. Perbedaan sendiri terletak pada penggunaa variable penelitian. Penelitian sebelumnya lebih condong pada *trading volume activity* untuk melihat dampak *right issue* terhadap perusahaan listing di BEI.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Almilia dan Kristijadi (2005) adalah metode penelitian yang di gunkana. Peneliti sama-sama menggunakan metode *event study* dan *pariade sample t-test* untuk menganalisis dampak yang terjadi akibat suatu peristiwa. Sedangkan perbedaannya terletak pada vatiabile penelitian. Peneliti sebelumnya, memfokuskan pada *TVA* untuk menguji kandungan informasi dari peristiwa *stock split*. Selain itu, sample yang digunakan juga memiliki perbedaan. Pada penelitian sebelumnya, peneliti menggunakan sample pada perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Nurhaeni (2009) adalah terletak pada penggunaan metode penelitian, yaitu menggunakan metode *event study* dan *pariade sample test* untuk menganalisis data. Selain itu rentang waktu *event window* yang digunakan juga sama, $t-3$, $t-0$, dan $t+3$. Sedangkan perbedaannya terletak pada peristiwa yang diteliti. Penelitian sebelumnya menganalisis dampak dari peristiwa politik sedangkan penelitian ini menggunakan peristiwa kebijakan moneter yang berhubungan langsung dengan pasar saham.

2.2 Kajian Teori

2.2.1 Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter adalah tindakan yang dilakukan oleh penguasa moneter (bank sentral) untuk mempengaruhi jumlah uang yang beredar dan kredit yang pada gilirannya akan mempengaruhi kegiatan ekonomi masyarakat (Nopirin, 1992:45). Iswardono (1997:126) mendefinisikan kebijakan moneter sebagai salah satu bagian integral dari kebijakan ekonomi makro. Kebijakan moneter ditunjuk untuk mendukung tercapainya sasaran ekonomi makro, yaitu pertumbuhan ekonomi yang tinggi, stabilitas harga, pemerataan pembangunan, dan keseimbangan neraca pembayaran.

Kebijakan moneter pada dasarnya merupakan suatu kebijakan yang bertujuan untuk mencapai keseimbangan internal (pertumbuhan ekonomi yang tinggi, stabilitas harga, pemerataan pembangunan) dan keseimbangan eksternal (keseimbangan neraca pembayaran) serta tercapainya tujuan ekonomi makro, yakni menjaga stabilitas ekonomi yang dapat diukur dengan kesempatan kerja, kestabilan harga serta neraca pembayaran internasional yang seimbang. Apabila

kestabilan dalam kegiatan perekonomian terganggu, maka kebijakan moneter dapat dipakai untuk memulihkan (tindakan stabilisasi).

Dalam Kebijakan moneter lembaga yang paling berwenang dalam langkah mengambil kebijaksanaan adalah Bank Sentral. Pengaruh kebijakan moneter yang pertama kali terasa adalah pada sektor moneter dan perbankan (tingka bunga, inflasi, dan sebagainya).

Dalam sudut pandang islam, kebijakan moneter yang dilakukan oleh lembaga-lembaga keuangan tidak mengenal instrumen sistem bunga, artinya setiap transaksi yang terjadi,, selalu dilaksanakan dengan prinsip syariat islam sesuai dengan hak dari masing-masing pihak. Kebijakan yang pernah diambil dalam pembagian harta guna mencapai tujuan bersama pernah dijelaskan dalam al-qur`an surat An-nisa` ayat 33 sebagai berikut:

وَلِكُلِّ جَعَلْنَا مَوَالِي مِمَّا تَرَكَ الْوَالِدَانِ وَالْأَقْرَبُونَ ۚ وَالَّذِينَ عَقَدَتْ أَيْمَانُكُمْ فَأَنْتُمْ لَهُمْ نَصِيبُهُمْ ۚ إِنَّ اللَّهَ

كَانَ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ شَهِيدٌ

“Bagi tiap-tiap harta peninggalan dari harta yang ditinggalkan ibu bapak dan karib kerabat, Kami jadikan pewaris-pewarisnya. Dan (jika ada) orang-orang yang kamu telah bersumpah setia dengan mereka, maka berilah kepada mereka bahagiannya. Sesungguhnya Allah menyaksikan segala sesuatu”. (QS. An-Nisa`:33)

Konsep ahli waris dalam pembagian harta peninggalan yang dijelaskan dalam surat An-Nisa` diatas menggambarkan pembagian harta yang sesuai dengan hak dari masing-masing pihak sesuai dengan haknya. Kebijakan dalam pembagian harta warisan berdasarkan dari hak yang akan diterima dan bukan karena faktor lain. Gambaran dari kebijakan pembagian harta warisan tersebut menelakan

bagaimana sistem ekonomi islam dalam mengambil sebuah kebijakan moneter dalam pembagian dan penyaluran harta. Kebijakan yang diambil hendaknya untuk kepentingan bersama tanpa adanya pihak-pihak yang ter-*dzolimi* serta tidak terdapat unsur-unsur bunga dan spekulasi.

2.2.1.1 Instrumen Kebijakan Moneter

Alat atau instrumen kebijakan moneter yang umum digunakan oleh negara maju masing-masing yang dijelaskan Faried Wijaya (1999:75) dan Nopirin (1992:46) sebagai berikut:

1. Operasional Pasar Terbuka (*Open Market Operation*)

Instrumen ini merupakan alat kebijakan moneter yang terpenting karena merupakan determinan utama antara perubahan tingkat suku bunga dan *monetary base* serta menjadi sumber utama untuk mempengaruhi fluktuasi jumlah uang yang beredar. Kebijakan ini meliputi tindakan menjual dan membeli surat-surat berharga oleh bank sentral.

Tindakan menjual dan membeli surat berharga oleh bank sentral memiliki dua pengaruh utama terhadap kondisi pasar uang. Pertama adalah menaikkan cadangan bank-bank umum yang turut dalam transaksi. Hal ini dikarenakan dalam pembelian surat berharga misalnya, bank sentral akan menambah cadangan bank umum yang menjual surat berharga tersebut, akibatnya bank umum dapat menambang jumlah uang yang beredar (melalui proses penciptaan kredit). Pada saat bank sentral menjual surat-surat berharga dipasar terbuka, cadangan bank-bank umum akan menurun. Berikutnya bank-bank ini dipaksa untuk mengurangi penyaluran kreditnya, dengan demikian akan mengurangu jumlah uang beredar. Pengaruh yang kedua adalah tindakan pembelian atau penjualan surat berharga

akan mempengaruhi harga (dan dengan demikian juga tingkat suku bunga) surat berharga, sehingga mengakibatkan menurunnya jumlah uang beredar dan meningkatkan suku bunga.

2. Penetapan Tingkat Diskonto (*Discount Policy*)

Kebijakan ini meliputi tindakan untuk mengubah tingkat bunga yang harus dibayar oleh bank umum dalam hal meminjam dana dari bank sentral. Kebijakan ini pada dasarnya bertujuan untuk mempengaruhi tingkat diskonto yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap jumlah uang beredar melalui perubahan tingkat bunga pinjaman. Dengan menaikkan diskonto, maka biaya untuk meminjamkan dana dari bank sentral akan naik sehingga akan mengurangi keinginan bank umum untuk melakukan peminjaman ke bank sentral.

Akibat dari hal tersebut adalah jumlah uang yang beredar dapat ditekan/dikurangi. Disamping itu, posisi jumlah cadangan juga dapat dipengaruhi melalui instrumen ini. Apabila tingkat diskonto mengalami kenaikan, maka akan meningkatkan biaya pinjaman pada bank. Peningkatan jumlah cadangan ini merupakan indikasi bahwa bank sentral menerapkan kebijakan moneter yang ketat.

3. Penetapan Cadangan Wajib Minimum (*Reserves Requirements*)

Kebijakan perubahan dengan cadangan minimum dapat mempengaruhi jumlah uang yang beredar. Apabila cadangan wajib minimum diturunkan, maka akan mengakibatkan terjadinya peningkatan jumlah deposito sehingga jumlah uang yang beredar cenderung meningkat, dan sebaliknya apabila cadangan wajib minimum dinaikan, maka akan mengurangi jumlah deposito yang akhirnya akan menurunkan jumlah uang yang beredar.

2.2.1.2 Stimulus Ekonomi sebagai Implementasi Kebijakan Moneter

Stimulus adalah rangsangan. namun dalam konsep ekonomi, stimulus mengacu pada pemakaian kebijakan moneter atau fiskal yang pada umumnya disebut kebijakan stabilisasi. Kebijakan ini bertujuan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi (Wikipedia.com).

Stimulus ekonomi merupakan kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah melalui bank sentral di masing-masing negara. Salah satu yang melandasi stimulus ekonomi adalah merupakan bagian dari instrumen kebijakan moneter, yaitu termasuk dalam Operasi pasar terbuka. Sebagai pemegang otoritas tertinggi, pemerintah akan berikan stimulus/rangsangan apabila keadaan ekonomi dianggap mengalami penurunan. Pemberian Stimulus biasanya dengan cara penurunan tingkat suku bunga, pembelian/penjualan surat berharga, penyaluran KUR/kredit usaha rakyat dll.(Yahoo.com)

Perangkat yang paling sering digunakan dalam implementasi kebijakan moneter adalah operasi pasar terbuka. Operasi Pasar terbuka yang dimaksud adalah membeli atau menjual obligasi milik pemerintah. Ketika bank sentral membeli sekuritas, yang dilakukan hanya dengan menuliskan cek dan langsung menambah jumlah uang yang beredar, hal ini lah yang dilakukan The Fed dalam menjalankan program stimulus ekonomi. Begitu juga sebaliknya jika bank sentral menjual sekuritas, uang yang dibayar untuk sekuritas tersebut akan mengurangi uang yang beredar. (Bodie, kane, 2005:182)

2.2.2 Pasar Modal

2.2.2.1 Pengertian Pasar Modal

Pasar Modal yang dalam istilah asing disebut *capital market*, pada hakikatnya ialah suatu kegiatan yang mempertemukan penjual dan pembeli dana baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri (Suwaryo, 2008). Pandji (2008:8) menjelaskan pasar modal sebagai pasar terorganisir yang memperdagangkan saham-saham dan obligasi dengan memakai jasa makelar, komisioner, dan underwriter.

Sedangkan menurut Sunariyah (2000:4), pengertian pasar modal adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk didalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara dibidang keuangan, serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar. Dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek. Dalam Undang-Undang No.8 Tahun 1995 pasal 1 angka 3, pasar modal dijelaskan sebagai kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Secara umum pasar modal merupakan tempat bertemunya pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan surat-surat berharga melalui lembaga dan sistem keuangan yang terorganisasi.

Tandelilin (2001:13) mengatakan pasar modal berfungsi sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Fungsi ini menunjukkan peran penting pasar modal

dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana.

Secara sederhana, hubungan antara pihak investor, lembaga pasar modal dan emiten dapat diilustrasikan sebagai berikut (Burhanuddin, 2009: 17)

Gambar 2.1 Fungsi Pasar Modal



Dalam pemaparan diatas, dapat diketahui bahwa definisi yang dijelaskan masih bersiat umum atau konvensional, karena belum menyentuh pada aspek apakah bentuk transaksi yang digunakan dan apakah yang diperdagangkan halal atau haram. Secara syariah, pasar modal syariah merupakan kegiatan pasar modal yang dijalankan berdasarkan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan di bidang pasar modal berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. (Burhanuddin, 2009: 10)

Adapun prinsip-prinsip syariah di pasar modal adalah prinsip-prinsip hukum islam yang dalam kegiatan di bidang pasar modal yang didasarkan pada beberapa fatwa, yaitu (Farid, 2008):

1. Fatwa No.05 tahun 2000 tentang Jual Beli Saham
2. Fatwa No.20 tahun 2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah
3. Fatwa No.32 tahun 2002 tentang Obligasi Syariah
4. Fatwa No.33 tahun 2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah

5. Fatwa No.40 tahun 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal
6. Fatwa No.41 tahun 2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah

Pasar modal dalam syariah juga dianggap sebagai salah satu sarana atau produk muamalah. Transaksi di dalam pasar modal, menurut prinsip hukum syariah tidak dilarang atau dibolehkan sepanjang tidak terdapat transaksi yang bertentangan dengan ketentuan yang telah digariskan oleh syariah. Hal itu dijelaskan dalam firman Allah SWT yang terdapat dalam Al-Qur`an surat Al-Baqarah ayat 275 yang berbunyi:

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ۚ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا
 إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا ۗ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ۚ فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ
 وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ ۗ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ ۗ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ

“Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka Berkata (berpendapat), Sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah Telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. orang-orang yang Telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya lalu terus berhenti (dari mengambil riba), Maka baginya apa yang Telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. orang yang kembali (mengambil riba), Maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya”. (Q.S Al-Baqarah:275)

Allah menegaskan bahwa telah dihalalkan jual-beli dan diharamkan riba.

Orang-orang yang membolehkan riba dapat ditafsirkan sebagai pembantahan hukum-hukum yang telah ditetapkan oleh Allah Yang Maha Mengetahui lagi Maha Bijaksana. Riba yang dahulu telah dimakan sebelum turunya firman Allah

ini, apabila pelakunya bertobat, tidak ada kewajiban untuk mengembalikannya dan dimaafkan oleh Allah. Sedangkan bagi siapa saja yang kembali lagi kepada riba setelah menerima larangan dari Allah, maka mereka adalah penghuni neraka dan mereka kekal di dalamnya.

Diantara yang dilarang oleh syariah adalah transaksi yang mengandung bunga dan riba, juga terdapat spekulasi dan mengandung *ghahar* atau ketidakjelasan yaitu transaksi yang didalamnya dimungkinkan terjadinya penipuan (*khida`*). Termasuk dalam pengertian ini melakukan penawaran palsu (*najsy*), transaksi atas barang yang belum dimiliki (*short selling/bai`u maalaisa bimamluk*), menjual sesuatu yang belum jelas (*bai`ul ma`dum*), pembelian untuk penimbunan efek (*ihtikar*) dan menyebarluaskan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang (*inside trading*). (Tim Studi Tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia, 2004)

Ayat Al-Qur`an yang menjelaskan bahwa dalam jual beli hendaknya dilakukan dengan cara yang benar sesuai dengan syariat, yaitu

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ بِيَعَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ ۖ وَلَا

تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ ۚ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu; sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu”. (Q.S An Nisaa:29)

Dalam ayat diatas dijelaskan Allah melarang hamba-hambanya kaum mukminin utk memakan harta sebagian mereka terhadap sebagian lainnya dgn cara yang batil. Yaitu dgn segala jenis penghasilan yang tak syar'i, seperti berbagai jenis transaksi riba, judi, mencuri, & lainnya, yang berupa berbagai jenis tindakan penipuan & kezaliman. Bahkan termasuk pula orang yang memakan hartanya sendiri dgn penuh kesombongan & kecongkakan. Rasulullah saw juga bersabda:

فَأَجْمَلُوا فِي الطَّلَبِ: أَخَذَ الْحَلَالَ وَتَرَكَ الْحَرَامَ

“Perbaikilah dalam mencari rezeki, dengan mengambil yang halal & meninggalkan yang haram.” (HR. Ibnu Hibban, Al-Hakim, Al-Baihaqi dari Jabir bin Abdullah, 6/2607)

Selain hal-hal diatas, para ahli fikih kontemporer sepakat, bahwa haram hukumnya memperjual belikan surat berharga dipasar modal dari perusahaan yang bergerak di bidang usaha yang haram. Ruang lingkup keharaman dapat ditinjau baik dari segi zatnya (*haram li dzatihi*) maupun selain zatnya (*haram li ghairihi*). (Burhanuddin, 2009:4)

2.2.2.2 Bentuk Pasar Modal

Penjualan saham (termasuk jenis sekuritas lain) kepada masyarakat dapat dilakukan dengan beberapa cara. Umumnya penjualan dilakukan sesuai dengan jenis atau bentuk pasar modal dimana sekuritas tersebut diperjual-belikan. Jenis – jenis pasar modal tersebut ada beberapa macam (Sunariyah, 2006: 12-14), yaitu :

1) Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar perdana adalah penawaran saham dari perusahaan yang menerbitkan saham (emiten) kepada pemodal selama waktu yang ditetapkan sebelum

saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Pengertian tersebut menunjukkan, bahwa pasar perdana merupakan pasar modal yang memperdagangkan saham – saham atau sekuritas lainnya yang dijual untuk pertama kalinya (penawaran umum) sebelum saham tersebut dicatatkan di bursa. Pada pasar perdana, hasil penjualan saham keseluruhannya masuk sebagai modal perusahaan.

2) Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder didefinisikan sebagai perdagangan saham setelah melewati masa penawaran pada pasar perdana. Oleh karena itu pasar sekunder merupakan tempat di mana saham dan sekuritas lain diperjual-belikan secara luas, setelah melalui masa penjualan di pasar perdana. Harga saham di pasar sekunder ditentukan oleh permintaan dan penawaran antara pembeli dan penjual. Besarnya permintaan dan penawaran ini dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu ; (a) faktor internal perusahaan, yang berhubungan dengan kebijakan internal pada suatu perusahaan beserta kinerja yang telah dicapai. Hal ini berkaitan dengan hal – hal yang seharusnya dapat dikendalikan oleh manajemen, seperti: pendapatan per lembar saham, besaran deviden yang dibagi, kinerja manajemen perusahaan, dan prospek perusahaan di masa yang akan datang, (b) faktor eksternal perusahaan, yaitu hal – hal lain yang tidak dapat dikendalikan manajemen perusahaan, seperti: munculnya gejolak politik pada suatu negara, perubahan kebijakan moneter, dan laju inflasi yang tinggi. Perdagangan pasar sekunder, bila dibandingkan dengan perdagangan pasar perdana mempunyai volume perdagangan yang jauh lebih besar. Hasil penjualan saham pada pasar sekunder biasanya tidak lagi masuk modal

perusahaan, melainkan masuk ke dalam kas para pemegang saham yang bersangkutan.

3) Pasar Ketiga (*Third Market*)

Pasar ketiga merupakan pasar perdagangan surat berharga pada saat pasar kedua tutup. Pasar ketiga dijalankan oleh broker (dapat diterjemahkan sebagai makelar atau wali amanat atau pialang) yang mempertemukan pembeli dan penjual pada saat pasar kedua tutup.

4) Pasar Keempat (*Fourth Market*)

Pasar keempat merupakan bentuk perdagangan efek antar pemodal atau dengan kata lain pengalihan saham dari suatu pemegang saham ke pemegang lainnya tanpa melalui perantara pedagang efek. Bentuk transaksi dalam perdagangan semacam ini dilakukan dalam jumlah besar.

Sedangkan Pasar modal apabila ditinjau dari proses terjadinya transaksi, maka pasar modal dapat dibedakan menjadi:

- a) Pasar *Spot*, yaitu pasar keuangan yang memperdagangkan sekuritas untuk diserahkan secara langsung (spontan). Artinya jika seseorang membeli suatu jasa-jasa finansial maka pada saat itu juga akan menerima jasa yang dibeli tersebut.

Dalam islam transaksi ini hukumnya adalah boleh, karena dianggap tunai, sedangkan waktu dua hari dianggap sebagai proses penyelesaian yang tidak bisa dihindari dan merupakan transaksi internasional. (Fatwa DSN NO:28/DSNMUI/III/2002 Tentang Jual Beli Mata Uang (*Al-Sharf*))

- b) Pasar *Future* atau *Forward*, yaitu pasar keuangan dimana penyerahan sekuritas dilakukan pada waktu yang akan datang sesuai dengan

kesepakatan. Proses transaksi tersebut memuat kesepakatan waktu terjadinya transaksi dan saat penyerahan harus dilakukan sehingga perpindahan kekayaan memerlukan jangka waktu tertentu.

Transaksi *forward* dalam islam hukumnya adalah haram, karena harga yang digunakan adalah harga yang diperjanjikan (*muwa'adah*) dan penyerahannya dilakukan di kemudian hari, padahal harga pada waktu penyerahan tersebut belum tentu sama dengan nilai yang disepakati, kecuali dilakukan dalam bentuk forward agreement untuk kebutuhan yang tidak dapat dihindari (*lil hajah*). (Fatwa DSN NO: 28/DSN-MUI/III/2002 Tentang Jual Beli Mata Uang (Al-Sharf))

- c) Pasar *Opsi*, yaitu pasar keuangan yang memperdagangkan hak untuk menentukan pilihan (menjual atau membeli) terhadap saham atau obligasi, pilihan tersebut adalah persetujuan atau kontrak hak pemegang saham untuk membeli atau menjual dalam waktu tertentu.

Dalam Islam, pasar opsi yaitu kontrak untuk memperoleh hak dalam rangka membeli atau hak untuk menjual yang tidak harus dilakukan atas sejumlah unit valuta asing pada harga dan jangka waktu atau tanggal akhir tertentu. Hukumnya haram, karena mengandung unsur *maisir* (spekulasi). (Fatwa DSN NO: 28/DSNMUI/III/2002 Tentang Jual Beli Mata Uang (Al-Sharf)).

2.2.2.3 Instrumen Pasar Modal

Menurut Pandji (2008:54) yang dimaksud Instrumen Pasar modal adalah semua surat-surat berharga (*securities*) yang diperdagangkan di bursa. instrumen modal ini umumnya bersifat jangka panjang. Beberapa sekuritas yang umumnya

diperdagangkan di pasar modal antara lain adalah saham, obligasi, reksadana dan instrumen *derivatif* (kontrak bilateral).

1. Saham

Saham secara umum merupakan surat bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham. Dengan memiliki saham suatu perusahaan, maka investor akan mempunyai hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan, setelah dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan.

Husnan (2001:285) menjelaskan saham sebagai bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas (PT). Sedangkan Menurut Burhanuddin (2009:48), saham diartikan sebagai sertifikat penyertaan modal dari seseorang atau badan hukum terhadap suatu perusahaan.

Saham juga bisa diartikan sebagai tanda bukti memiliki perusahaan dimana pemiliknya disebut sebagai pemegang saham (*shareholder* atau *stockholder*). Saham sendiri dapat dibedakan menjadi 2 yaitu (Samsul, 2006: 45):

a. Saham Preferen (*Preferen stock*)

Saham preferen adalah saham yang memiliki hak terlebih dahulu untuk menerima laba dan memiliki hak laba kumulatif. Hak kumulatif adalah hak untuk mendapatkan laba yang tidak dibagikan pada suatu tahun yang mengalami kerugian, tetapi akan dibayar pada tahun yang mengalami keuntungan, sehingga saham preferen akan menerima laba dua kali.

b. Saham Biasa (*Common stock*)

Saham biasa adalah saham yang akan menerima laba setelah laba bagian saham preferen dibayarkan. Apabila perusahaan bangkrut, maka pemegang saham biasa yang menderita kerugian terlebih dahulu. Penghitungan indeks saham didasarkan pada harga saham biasa. Hanya pemegang saham biasa yang mempunyai suara dalam RUPS.

Dalam Islam, saham pada hakikatnya merupakan modifikasi sistem patungan (persekutuan) modal dan kekayaan, yang dalam istilah fiqh dikenal dengan nama *syirkah* (Burhanuddin, 2009:48). *Syirkah* sendiri dijelaskan sebagai akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menjalankan usaha tertentu, dengan keuntungan dibagikan berdasarkan kesepakatan, sedangkan resiko kerugian akan ditanggung bersama sesuai dengan kontribusi yang diberikan.

Saham sendiri memiliki harga yang berbeda-beda. Pada setiap lembar saham yang diterbitkan memiliki nominal harga saham, dan harga akan terus berubah sesuai dengan permintaan dan penawaran di pasar modal. Harga saham adalah nilai dari penyertaan atau kepemilikan seseorang dalam suatu perusahaan. Dalam pasar modal terdapat beberapa jenis harga saham yaitu (Widoatmojo, 1996:46):

a. Harga Nominal

Harga nominal merupakan nilai yang ditetapkan oleh emiten, untuk menilai setiap lembar saham yang dikeluarkannya. Harga nominal ini tercantum dalam lembar saham tersebut.

b. Harga Perdana

Harga perdana merupakan harga sebelum harga tersebut dicatat di bursa efek. Besarnya harga perdana ini tergantung dari persetujuan antara emiten dan penjamin emisi.

c. Harga Pasar

Harga pasar adalah harga jual dari investor yang satu ke investor yang lain. Harga pasar terjadi setelah saham tersebut dicatat di bursa efek.

d. Harga Pembukaan

Harga pembukaann adalah harga yang diminta penjual dari pembeli pada saat jam bursa dibuka

e. Harga Penutupan

Harga yang diminta oleh penjual dan pembeli saat akhir hari buka

f. Harga Tertinggi

Harga saham tidak hanya sekali atau dua kali dalam satu hari, tetapi bisa berkali dan tidak terjadi pada harga saham yang lama. Dari harga-harga yang terjadi tentu ada harga yang paling tinggi pada satu hari bursa tersebut, harga itu disebut harga tertinggi.

g. Harga Terendah

Harga terendah merupakan kebalikan dari harga tertinggi, yaitu harga yang paling rendah pada satu hari bursa.

h. Harga Rata-rata

Harga rata-rata merupakan rata-rata dari harga tertinggi dan terendah. Harga ini bisa dicatat untuk transaksi harian, bulanan, atau tahunan.

2. Obligasi (*Bonds*)

Obligasi adalah tanda bukti perusahaan memiliki utang jangka panjang kepada masyarakat yaitu diatas 3 tahun. Pihak yang membeli obligasi disebut pemegang saham (*bondholder*) dan pemegang obligasi disebut akan menerima kupon sebagai pendapatan dari obligasi yang dibayarkan setiap 3 bulan atau 6 bulan sekali (Samsul, 2006:45).

Menurut Pandji (2001: 57-58) Obligai dapat dikeluarkan atas unjuk dan atas nama. Jika obligasi dikeluarkan atas unjuk, maka dalam hal ini pemegang obligasi dianggap sebagai pemilik obligasi seperti juga selembaer uang ribuan menjadi milik orang yang memegangnya. Obligasi seperti ini sangat mudah diperdagangkan, karena sangat mudah dipindahtangankan dan dijual kepada pihak ketiga. Sedangkan obligasi atas nama pemegang menuntut bahwa perusahaan membuat suatu daftar nama pemegang obligasi. Obligasi seperti ini kurang mudah dipindahtangankan dan dijual kepada pihak ketiga, akan tetapi memberikan jaminan keamanan dari bahaya pencurian bagi pemiliknya.

Dalam islam, Obligasi memiliki makna lebih luas, yaitu meliputi beberapa akad yang dapat digunakan seperti akad mudharabah, murabahah, salam, istishna, dan ijarah. Obligasi dalam konsep syariah disebut juga *Sukuk*

Secara istilah, Nafik (2009:246) mendefinisakan *sukuk* sebagai surat berharga yang berisi kontrak (akad) pembiayaan berdasarkan prinsip syariah. *Sukuk* dikeluarkan oleh lembaga/institusi/organisasi baik swasta maupun pemerintah kepada investor (*sukuk holder*). Penerbit *sukuk* wajib membayar

pedapatan kepada investor berupa bagi hasil atau marjin atau *fee* selama masa akad.

Menurut peraturan No.IX.A.13 hasil keputusan Bapepam-LK Nomor: KEP-130/BL/2006 tentang penerbitan efek syariah, yang dimaksud Sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu dan kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

3. Reksadana

Reksadana menurut Burhanuddin (2009:73) diartikan sebagai wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal yang kemudian diinvestasikan dalam portofolio efek.

Sedangkan dalam pandangan Islam, Reksadana Syariah menurut Fatwa DSN-MUI No.20/DSN—MUI/IV/2001 diartikan sebagai reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip-prinsip Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/rabb al-mal*) dengan manajer investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi. Reksadana syariah merupakan produk syariah pasar modal yang pertama kali muncul sebelum instrumen-instrumen investasi syariah lainnya.(Nafik, 2009:268)

Menurut Tandelili (2001: 21) reksadana dapat dibedakan menjadi dua, yaitu reksadana tertutup (*coles-ended*) dan reksadana terbuka (*open-ended*). Pada reksadana tertutup, setelah dana yang terhimpun mencapai jumlah

tertentu maka reksadana tersebut akan ditutup. Dengan demikian, investor tidak dapat menarik kembali dana yang telah diinvestasikan. Sedangkan pada reksadana terbuka, investor dapat menginvestasikan dananya dan/ atau menarik dananya setiap saat dari reksadana tersebut selama reksadana tersebut masih aktif. Dengan demikian investor dapat menjual kembali reksadana yang telah dibeli atau perusahaan reksadana dapat membeli kembali reksadana yang telah dijual.

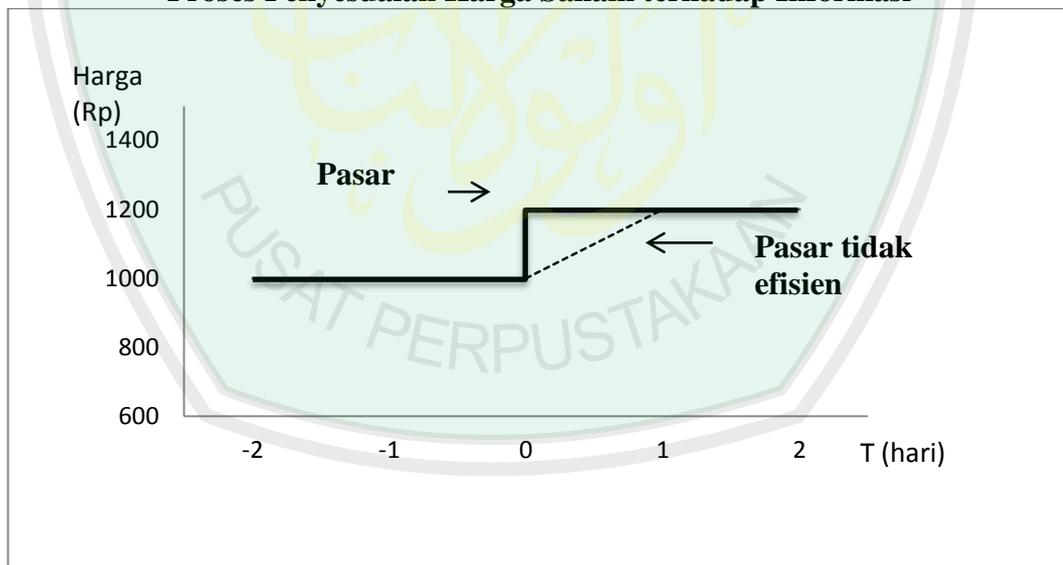
2.2.3 Konsep Pasar Modal Yang Efisien

Hipotesis pasar modal yang efisien mengatakan bahwa harga sekuritas akan segera mencerminkan informasi yang relevan. Dengan kata lain, keputusan investasi yang dilakukan oleh para pemodal merupakan reaksi atas informasi yang mereka terima. Tandelin (2001) juga mengungkapkan konsep pasar efisien pada bidang keuangan lebih ditekankan pada aspek informasi, artinya pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Harga-harga sekuritas akan cepat menyesuaikan bila ada informasi baru yang muncul, dan setelah terjadi penyesuaian para pemodal tidak akan mampu untuk mendapatkan tingkat keuntungan diatas normal (*abnormal return*) dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Efisiensi pasar modal yang dikaitkan dengan bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia ini dibuat dengan efisiensi pasar secara informasi (Jogiyanto, 2000).

Gambar 2.2 di bawah memberikan gambaran mengenai proses penyesuaian harga suatu 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 yang baru. Investor akan dengan cepat menyesuaikan harga saham sesuai dengan nilai saham yang baru. Misalnya karena adanya informasi baru yang masuk ke pasar, dan menyebabkan nilai baru dari saham tersebut adalah Rp 1.200, maka dalam pasar yang 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 ditunjukkan oleh garis putus-putus pada gambar 1.1. Walaupun akhirnya harga saham akan berada pada Rp 1.200, tetapi hal itu memerlukan waktu tertentu. (Tandelilin, 2001: 112-113)

Gambar 2.2
Proses Penyesuaian Harga Saham terhadap Informasi



Efisiensi pasar modal dibedakan menjadi 3 kategori berdasarkan relevannya informasi yang dapat dipertimbangkan yaitu sifat dari kandungan informasi yang tersedia.

1. Efisiensi bentuk lemah

Hipotesis pasar modal yang efisiensi dalam bentuk lemah menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi.

2. Efisiensi bentuk kuat

Hipotesis pasar yang efisien dalam bentuk kuat menyatakan bahwa semua informasi yang relevan dan tersedia, tercermin dalam harga saham. Jadi baik informasi yang telah dipublikasikan maupun informasi yang belum dipublikasikan (private information) akan tercermin dalam harga saham.

3. Efisiensi bentuk setengah kuat

Hipotesis pasar yang efisien dalam bentuk setengah kuat menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia kepada publik. Informasi publik akan tercermin ke dalam harga saham secara cepat dan tidak bias. Investor tidak akan dapat memperoleh return di atas normal dengan membeli saham atas dasar suatu publikasi.

2.2.4 Informasi di Pasar Modal

Informasi merupakan hal yang sangat mempengaruhi perdagangan surat berharga di pasar modal. Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal memberi batasan mengenai informasi (pasal 1 ayat 4) sebagai berikut: “informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga saham di bursa efek dan atau merupakan keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut”.

Pandji (2008:92) menjelaskan informasi sebagai data yang diolah menjadi bentuk yang berarti bagi penerimanya dan bermanfaat dalam mengambil keputusan saat ini atau masa yang akan datang.

Menurut Jogiyanto (2008:392) informasi yang dipublikasikan sebagai pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham. Informasi yang memiliki nilai (signal baik) merupakan kunci pokok dan sangat mempengaruhi dalam memutuskan tindakan atau sikap dalam seluruh aktivitas jual beli (perdagangan) saham di Bursa Efek. Informasi mutakhir (misal : profil baru perusahaan, informasi akuntansi atau peristiwa, dan sebagainya) sangat mempengaruhi jumlah transaksi saham dan sensitifitas terhadap terjadinya fluktuasi membuat para investor mampu mengantisipasi keadaan. Hal ini menyebabkan jumlah transaksi saham atau volume saham yang diperdagangkan mengalami perubahan.

Berdasarkan pengertian informasi di atas, tampak bahwa informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal berpengaruh dalam melakukan pengambilan keputusan investasi. Kecepatan reaksi antara suatu kejadian dengan pengaruhnya terhadap harga saham di bursa tergantung pada kekuatan efisiensi suatu bursa.

Informasi yang berkaitan erat dengan keputusan informasi di pasar modal tidak dapat diabaikan bagi pelaku pasar modal. Informasi yang menyangkut keuangan dan prestasi perusahaan agar bisa bermanfaat, maka harus memiliki sifat sebagai berikut (Pandji, 2008: 92):

1. Relevan

Informasi yang relevan adalah informasi yang berhubungan dengan tindakan yang direncanakan untuk dicapai.

2. Akurat

Sifat ini pada dasarnya berkaitan erat dengan pengukuran dan pemrosesannya. Informasi yang bebas dari kesalahan adalah informasi yang akurat, sehingga kualitas informasi sangat dipengaruhi oleh tingkat keakuratannya.

3. Konsistensi/Komparabilitas

Informasi diperlukan karena ketidakpastian. Ketidakpastian berkaitan dengan waktu sekarang dan waktu yang akan datang. Kualitas informasi akan bertambah jika informasi tersebut dapat dipertimbangkan dari waktu ke waktu atau dengan informasi yang lain.

4. Obyektivitas

Obyektivitas ini berkaitan dengan pengukuran yang dapat diulang oleh pihak yang independen dengan menggunakan metode pengukuran yang sama.

5. Ketepatan waktu

Ketepatan waktu ini berkaitan dengan umur informasi. Umur informasi sangat mempengaruhi kualitas informasi.

6. Dapat dimengerti

Sifat ini berhubungan dengan kemampuan pemakai untuk dapat menangkap pesan yang disampaikan. Informasi akan bermanfaat kalau pemakai dapat mengerti makna yang terkandung didalamnya.

2.2.5 Expected Return

Expected return merupakan return yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. *Expected return* penting jika dibandingkan dengan return historis karena *expected return* merupakan return yang diharapkan dari investasi yang akan dilanjutkan (Jogiyanto, 2000). Dengan kata lain, *expected return* adalah return yang diharapkan investor yang akan diperoleh dimasa yang akan datang dimana sifatnya belum terjadi.

Pendapatan saham dibedakan atas pendapatan sesungguhnya, (*realized return*) dan pendapatan yang diharapkan (*expected return*). Pendapatan sesungguhnya adalah pendapatan yang telah diterima investor, sedangkan pendapatan yang diharapkan adalah pendapatan yang diinginkan bisa diterima oleh investor pada masa yang akan datang. Seorang investor melakukan investasi untuk pendapatan yang akan datang. Untuk menghitung pendapatan yang diharapkan dapat digunakan model indeks tunggal (*single index model*) yang dirumuskan sebagai berikut: (Bodie, Kane, 2005:781)

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

Keterangan :

R_{it} = pendapatan saham i pada periode t

R_{mt} = pendapatan pasar pada periode t

a_i = pendapatan konstan dari saham i

b_i = kepekaan pendapatan saham dengan indeks pasar

ϵ_{it} = kesalahan residu pada periode t

Menurut Jogyanto (2008: 550-560) terdapat tiga model dalam mengestimasi expected return, yaitu sebagai berikut:

1. Model Disesuaikan Rata-rata (Mean Adjusted-Model)

Model ini beranggapan bahwa return ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi.

$$E[R_{it}] = \frac{\sum_j^{t_2} R_{ij}}{T}$$

Dimana:

$E[R_{i,t}]$ = Expected return sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,j}$ = Return realisasi sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-j

T = Lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum peristiwa. Periode peristiwa (*event periode*) disebut juga periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*).

2. Model Pasar (Market Model)

Perhitungan *return ekspektasi* dengan model ini dilakukan melalui dua tahapan yaitu ; (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$R_{i,j} = a_i + b_i * RM_j + e_{i,j}$$

Dimana:

$R_{i,j}$ = Return realisasi sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-j

a_i = Intercept untuk sekuritas ke-i

b_i = Koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

RM_j = Return indeks pasar pada periode estimasi ke-j

$e_{i,j}$ = Kesalahan residu sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-j

3. Model Disesuaikan Pasar (Market Adjusted Model)

Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar.

$$E [R_{i,t}] = RM_{i,t}$$

Dimana:

$E [R_{i,t}]$ = Expected return sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t

$RM_{i,t}$ = Return pasar dari sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-t

Dalam penelitian ini, *expected return* dihitung dengan menggunakan *Market Adjusted-Model* karena model ini mengestimasi return sekuritas sebesar return indeks pasarnya sehingga tidak perlu menggunakan periode estimasi. Hal ini dilakukan untuk meyakinkan peneliti bahwa reaksi yang terjadi adalah akibat dari peristiwa yang diamati dan bukan karena peristiwa lain yang bisa mempengaruhi peristiwa yang akan diamati tersebut. Dengan menggunakan

model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar. Selain itu, pemilihan *expected return* yang dihitung dengan menggunakan *Market Adjusted-Model* ini untuk menghindari semakin berkurangnya pemilihan sample karena penelitian ini menggunakan metode purposive sampling dengan menetapkan kriteria sample.

2.2.6 Actual Return (Return Saham yang Sesungguhnya)

Dalam melakukan investasi dalam saham, seorang investasi selalu mengharapkan adanya return/ keuntungan. Return saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukan (Ghonyah, 2009)

Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima oleh seseorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal (saham perusahaan *go public*) bisa diistilahkan dengan return. Dalam pasar saham tidak selalu menjanjikan suatu return yang pasti bagi investor. Namun beberapa komponen return saham yang memungkinkan pemodal meraih keuntungan adalah deviden, dalam bonus, dan capital gain. Investasi yang dapat memberikan capital gain seperti obligasi dan saham, sedangkan yang tidak memberikan komponen *return capital gain* seperti sertifikat deposito, tabungan, dan sebagainya.

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa return realisasi (*realized return*) dan return ekspektasi (*expected return*). Return realisasi merupakan return yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data histories dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. Return realisasi ini

juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasi (*expected return*) yang merupakan return yang diharapkan oleh investor dimasa mendatang.

Return realisasi diukur dengan menggunakan return total (*total return*), relative return (*return relative*), kumulatif return (*return cumulative*), return total merupakan return keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu yang terdiri dari capital gain (*loss*) dan yield. Capital gain (*loss*) merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang relative dengan harga periode yang lalu (Jogiyanto, 2000).

Return saham sesungguhnya ($R_{i,t}$) diperoleh dari harga saham harian sekuritas i pada waktu ke- t ($P_{i,t}$) dikurangi harga saham harian sekuritas i pada waktu ke $t-1$ ($P_{i,t-1}$) dibagi harga saham harian sekuritas i pada waktu $t-1$ ($P_{i,t-1}$) atau dengan rumus:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Dimana:

$R_{i,t}$ = Pendapatan aktual return untuk saham i pada bulan t

$P_{i,t}$ = Harga saham i pada bulan t

$P_{i,t-1}$ = Harga saham i pada bulan $t-1$

Sedangkan untuk mendapatkan return atau keuntungan tertentu seseorang investor juga harus memperhatikan resiko yang akan ditanggungnya jika ingin memperoleh return tertentu. Resiko merupakan kemungkinan perbedaan antara return aktual yang diterima dengan return yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaan, berarti semakin besar resiko investasi tersebut. Resiko terdiri dari bermacam-macam sebab, antara lain adalah resiko suku bunga, resiko

pasar, resiko inflasi, resiko bisnis, resiko financial, resiko likuiditas, resiko nilai tukar mata uang, adapun resiko dibagi menjadi dua jenis resiko, yaitu resiko umum (*general risk*) yang merupakan resiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Dan yang satu adalah resiko spesifik (resiko perusahaan) adalah resiko yang tidak berkaitan dengan perubahan pasar secara keseluruhan.

2.2.7 *Abnormal return*

Abnormal return atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan investor). Dengan demikian *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih *return* sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi (Farid, 2008). *Abnormal return* dapat terjadi karena adanya kejadian-kejadian tertentu, misalnya hari libur nasional, awal bulan, suasana politik yang tidak menentu, kejadian-kejadian yang luar biasa, *stock split*, penawaran perdana saham, dan lain-lain.

Studi peristiwa menganalisis *return* tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi, sebagai berikut (Jogiyanto, 2008:433):

$$ARI_{i,t} = R_{i,t} - E [R_{i,t}]$$

Dimana:

$ARI_{i,t}$ = *Abnormal return* sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$ = Return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t

$E [R_{i,t}]$ = Return ekspektasi sekuritas ke-I untuk periode peristiwa ke-t

Return sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya, sedangkan return ekspektasi merupakan return yang diharapkan (diestimasi) dengan menggunakan persamaan return ekspektasi.

2.2.8 Aktivitas Volume Perdagangan (*Trading volume activity*)

Trading volume activity merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan saham di pasar (Suryawijaya, 1998:42). Ditinjau dari fungsinya, maka dapat dikatakan bahwa TVA merupakan variasi lain dari *event study*. Perbedaan dari keduanya adalah pada parameter yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu event.

Pendekatan TVA digunakan untuk menguji hipotesis pasar efisien dalam bentuk lemah (*weak-form efficiency*). Hal ini karena pada pasar yang belum efisien atau efisien dalam bentuk lemah, perubahan harga belum dengan segera mencerminkan informasi yang ada, sehingga peneliti hanya dapat mengamati reaksi pasar modal melalui pergerakan volume perdagangan saham pada pasar yang diteliti (Asri, 1998). Menurut Ghoniyah (2009) dalam dokumentasi penelitiannya, harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham merupakan joint product dari keseluruhan mekanisme pasar dan volume transaksi dipengaruhi kegiatan perekonomian secara keseluruhan dan akan berdampak pada harga saham.

Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan yang dijadikan batasan dalam pengambilan sampel didasarkan pada nilai kapitalisasi yang merupakan proxy ukuran saham. Selain itu kapitalisasi juga dapat dilihat sebagai proxy ketidakpastian informasi karena saham dengan kapitalisasi besar merupakan saham yang lebih banyak diperhatikan oleh pasar. Semakin besar kapitalisasi, maka akan semakin baik informasi yang diberikan ke pasar. Pasar mempunyai akses informasi yang lebih baik terhadap perusahaan besar. Sebaliknya untuk perusahaan yang relatif kecil, umumnya kurang mendapat perhatian dari masyarakat dan belum cukup dipercaya oleh calon investor mengenai prospek perusahaan sehingga agar penjamin emisi tidak mendapatkan resiko karena saham tidak terjual maka ada kecenderungan untuk menjual sahamnya dengan harga yang terlalu rendah.

Ditinjau dari fungsinya TVA merupakan suatu variasi dari *event study*. Hasil perhitungan TVA mencerminkan perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham yang beredar dalam suatu periode tertentu.

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{Saham } i \text{ ditransaksikan waktu } t}{\sum \text{Saham } i \text{ beredar waktu } t}$$

2.2.9 Studi Peristiwa (*Event study*)

Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Jogiyanto, 2008:529). Setyawan

(2006) juga mendefinisikan *Event study* sebagai suatu pengamatan mengenai pergerakan saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa.

Selain itu *event study* dapat diartikan sebagai suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu dan bertujuan mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi peristiwa surat berharga dan pendapatan (return) dari surat berharga (Asri, 1998).

Berdasarkan pengertian tersebut, tampak bahwa sebenarnya *event study* dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal dengan pendekatan pergerakan harga saham terhadap suatu peristiwa tertentu.

Event study memiliki jangkauan yang luas, namun sebagian besar dari penelitian-penelitian yang ada meneliti kaitan antara pergerakan harga saham dengan peristiwa ekonomi seperti *stock splits*, pengumuman deviden, merger, tingkat bunga tabungan dan lainnya. Baru sekitar dua dekade terakhir ini banyak dilakukan *event study* terhadap peristiwa-peristiwa di luar isu-isu ekonomi.

2.2.10 Indeks Harga Saham

Indeks harga saham menurut Darmadji (2001: 95) merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Di pasar modal sebuah indeks diharapkan memiliki lima fungsi :

1. Sebagai indikator trend pasar
2. Sebagai indikator tingkat keuntungan
3. Sebagai tolak ukur kinerja suatu portofolio

4. Memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif
5. Memfasilitasi berkembangnya produk derivatif.

PT. Bursa Efek Indonesia memiliki 8 macam indeks harga saham yang secara terus menerus disebarluaskan melalui media cetak maupun elektronik, sebagai salah satu pedoman bagi investor untuk berinvestasi di pasar modal. Ke delapan macam indeks tersebut adalah :

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), menggunakan semua emiten yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks.
2. Indeks Sektoral, menggunakan semua emiten yang termasuk dalam masing-masing sektor.
3. Indeks LQ45, menggunakan 45 emiten yang dipilih berdasarkan kriteria likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan.
4. Jakarta Islamic Index (JII), menggunakan 30 emiten yang masuk dalam kriteria syariah dan termasuk saham yang memiliki kapitalisasi besar dan likuiditas tinggi.
5. Indeks Kompas 100, menggunakan 100 saham yang dipilih berdasarkan kriteria likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan.
6. Indeks Papan Utama, menggunakan emiten yang masuk dalam kriteria papan utama.
7. Indeks Papan Pengembangan, menggunakan emiten yang masuk dalam kriteria papan pengembangan.
8. Indeks Individual, yaitu indeks harga saham masing-masing emiten.

Seluruh indeks yang ada di BEI menggunakan metode perhitungan yang sama, yaitu metode rata-rata tertimbang berdasarkan jumlah saham tercatat. Perbedaan utama pada masing-masing indeks jumlah emiten dan nilai dasar yang digunakan untuk penghitungan indeks. Misalnya untuk Indeks LQ45 menggunakan 45 saham untuk perhitungan indeks sedangkan Jakarta Islamic Index (JII) menggunakan 30 saham untuk perhitungan indeks.

Pasar modal di Indonesia masih tergolong pasar modal yang transaksinya tipis (*thin market*), yaitu pasar modal yang sebagian besar sekuritasnya kurang aktif diperdagangkan. IHSG yang mencakup semua saham yang tercatat (sebagian besar saham tidak aktif) dianggap kurang tepat sebagai indikator kegiatan pasar modal. Oleh karena itu, pada tanggal 24 Februari 1997 dikenalkan alternatif indeks yang lain, yaitu indeks likuid 45 (ILQ-45).

Indeks LQ-45 dimulai pada tanggal 13 Juli 1994 dan tanggal ini merupakan hari dasar indeks dengan nilai awal 100. Indeks ini dibentuk hanya dari 45 saham yang paling aktif diperdagangkan. Pertimbangan-pertimbangan yang mendasari pemilihan saham yang masuk di ILQ-45 adalah likuiditas dan kapitalisasi pasar dengan kriteria sebagai berikut (Jogiyanto, 2000):

1. Selama 12 bulan terakhir, rata-rata transaksi saham masuk dalam urutan 60 terbesar dari total transaksi saham di pasar regular.
2. Selama 12 bulan terakhir, rata-rata nilai kapitalisasi pasarnya masuk dalam urutan 60 terbesar di pasar regular.
3. Telah tercatat di BEI paling tidak selama 3 bulan.

Pembobotan dalam perhitungan indeks LQ-45 sama dengan perhitungan pada IHSG dalam indeks sektoral, yaitu sebagai berikut (Jogiyanto, 2000):

$$\text{Indeks LQ-45} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$$

Dimana:

Indeks LQ-45_t = Indeks LQ-45 hari ke-t

Nilai Pasar = Rata-rata tertimbang nilai pasar (jumlah lembar tercatat di bursa dikalikan dengan harga pasar perlembarannya) dari saham umum dan saham preferen pada hari ke-t

Nilai Dasar = Sama dengan nilai pasar tetapi di mulai dari tanggal 13 Juli 1994.

Bursa Efek Indonesia secara rutin membantu perkembangan kinerja komponen saham yang masuk dalam perhitungan indeks LQ-45. setiap 3 bulan review pergerakan ranking saham akan digunakan dalam kalkulasi indeks LQ-45, sedangkan pergantian saham akan dilakukan setiap 6 bulan sekali , yaitu pada bulan Februari dan Agustus. Apabila terdapat saham yang tidak memenuhi kriteria seleksi indeks LQ-45, maka saham tersebut dikeluarkan dari perhitungan indeks dan diganti dengan saham lain yang lebih memenuhi kriteria (Setyawan, 2006).

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis

Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis



2.4 Hipotesis

Hipotesis menurut Nurhaeni (2009) adalah suatu persyaratan mengenai konsep-konsep yang dapat dinilai benar atau salah untuk diajukan secara empiris. Jadi Hipotesis merupakan suatu perumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu dalam artian dapat diganti dengan hipotesis yang lebih tepat atau lebih benar berdasarkan pengujian.

Berdasarkan kerangka berfikir diatas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pasar Modal bereaksi terhadap peristiwa pengumuman stimulus The Fed 19 september 2013 yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* dan adanya perubahan *trading volume activity* pada perusahaan yang tergabung dalam LQ 45.
2. Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* dan *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan setelah peristiwa pengumuman stimulus The Fed