

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penelitian ini, yaitu:

1. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Luluk Roihanah (2007) yang berjudul “Analisis pengaruh agresi militer Israel ke Libanon terhadap reaksi harga saham (studi pada indeks LQ-45 di BEJ)”, dengan variabel AAR (*Average Abnormal Return*) CAAR (*Cumulative Average Abnormal Return*) Uji Standarized Abnormal Return, dan menggunakan metode dokumentasi dalam penelitiannya dan pendekatan penelitian yaitu pendekatan kuantitatif, menghasilkan bahwa terdapat pengaruh sebelum dan sesudah adanya peristiwa terhadap variabel CAAR. Dalam uji sampel t-test tidak terdapat pengaruh sebelum dan sesudah adanya peristiwa terhadap variabel return dan AAR. Tidak ada pengaruh signifikan terhadap pasar modal Indonesia khususnya terhadap indeks LQ-45.
2. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Muhammad Hamidi (2008) yang berjudul “Analisis sekuritas saham sebelum, saat dan sesudah bencana banjir antara tahun 2007-2008 di ibukota Jakarta (studi pada industri dasar dan kimia di BEI)” dengan variabel *Bid Ask Spread*, volume penjualan, AVP, dan *Market width Resiliency* dan menggunakan metode teknik analisis. Dalam penelitiannya, menghasilkan bahwa variabel terikat dari indikator likuiditas

saham (*AVP, Bid Ask Spread, dan market width resiliency*) tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Pada saat dan sesudah juga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Untuk penilaian individu ada beberapa saham yang dipengaruhi.

3. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Fitria (2009) yang berjudul “Analisis Harga Saham Sebelum, Saat dan Setelah Pemilihan Presiden Amerika (study pada perusahaan energy yang listing di BEI)”, dengan variabel AR, AAR, dan CAAR, dan menggunakan metode Dokumentasi dalam penelitiannya, dan pendekatan penelitian yaitu kuantitatif, menghasilkan bahwa pada variabel CAAR terdapat pengaruh yang signifikan. Pada variabel AAR tidak terdapat pengaruh yang signifikan. Pada uji t terdapat banyak nilai yang positif pada variabel AR baik sebelum maupun sesudah peristiwa.
4. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Inna Fiena Nurahman (2009) yang berjudul “Reaksi Pasar Modal Indonesia sebelum, saat, dan setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008. (Studi pada sektor farmasi BEI)”, dengan variabel *Bid Ask Spead*, volume Perdagangan, AR (*abnormal return*), dan SRV dan menggunakan metode studi kepustakaan (*Library Research*) dan Studi Lapangan (*Field Research*) dalam penelitiannya, menghasilkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum, saat dan setelah antara semua variabel.
5. 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.

6. Penelitian yang dilakukan oleh Adler Hayman Manunurung & Cahyanti Ira K (2007), “Pengaruh peristiwa politik terhadap transaksi saham di Bursa Efek Jakarta”. Variable yang digunakan dalam penelitian ini adalah Abnormal Return, Average Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return Metode Uji Beda t. Dari penelitian tersebut ditemukan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum, dan setelah antara semua variabel pada peristiwa politik terhadap transaksi saham
7. Penelitian yang dilakukan oleh Suwaryo 2008, Dampak pemilu presiden dan wakil presiden terhadap abnormal return investor. Variable yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel Ekspected Return, Abnormal Return, Actual Return Metode Uji beda rata-rata. Dari penelitian tersebut ditemukan bahwa terdapat *abnormal return*, namun rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pemilu secara uji statistik tidak terdapat perbedaan

yang signifikan. Hal ini bisa disimpulkan bahwa peristiwa tersebut merupakan peristiwa yang sudah dapat diantisipasi pelaku pasar modal

Tabel 2.1

Penelitian Terdahulu

| No | Nama Peneliti | Variabel | Hasil |
|----|--|---|--|
| 1. | Luluk Roihanah (2007), Analisis pengaruh agresi militer Israel ke Libanon terhadap reaksi harga saham (studi pada indeks LQ-45 di BEJ) | Variable AAR (Average Abnormal Return), CAAR (Cumulative Average Abnormal Return), Uji Standarized Abnormal Return Metode: Uji paired sample t-test, uji t | Terdapat pengaruh sebelum dan sesudah adanya peristiwa terhadap variabel CAAR. Dalam uji sampel t-test tidak terdapat pengaruh sebelum dan sesudah adanya peristiwa terhadap variabel return dan AAR. Tidak ada pengaruh signifikan terhadap pasar modal Indonesia khususnya terhadap indeks LQ-45. |
| 2. | Inna Fiena Nurahman (2009), Reaksi Pasar Modal Indonesia sebelum, saat, dan setelah Pelaksanaan Pekan Olahraga Olimpiade Beijing-China 2008. (Studi pada sektor farmasi BEI) | Variable: variabel Bid Ask Spead, volume Perdagangan, AR (abnormal return), SRV Metode: Uji Beda, Uji Normalitas, Uji Asumsi Klasik | tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum, saat dan setelah antara semua variabel |
| 3 | Muhammad Hamidi (2008), Analisis sekuritas saham sebelum, saat dan sesudah bencana banjir antara tahun 2007-2008 di ibukota Jakarta (studi pada industri dasar dan kimia di BEI) | Variable: Bid Ask Spread, Volume perdagangan, market width resiliency Metode: Uji t dua sisi (paired sample t test) | Hasil dari variabel terikat dari indikator likuiditas saham (AVP, Bid Ask Spread, dan market width resiliency) tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Pada saat dan sesudah juga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Untuk penilaian individu ada beberapa saham yang dipengaruhi |
| 4 | Nunung Nurhaeni, (2009,)Dampak Pemili-han Umum Legis-latif Indonesia Tahun 2009 Terhadap <i>Abnormal return</i> dan | Variable: Tingkat keuntungan saham dan Volume Perdagangan Saham Metode: <i>Event study, Paired</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) |

| | | | |
|---|---|--|---|
| | Aktivitas Volume Perdagangan Saham Di BEI (Uji Kasus Pada Saham Yang Terdaftar Dalam Kelompok Perusahaan LQ 45) | <i>Sample t-Test</i> | 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. |
| 5 | Fitria (2009), Analisis Harga Saham Sebelum, Saat dan Setelah Pemilihan Presiden Amerika (study pada perusahaan energy yang listing di BEI) | Variabel: AR, AAR, dan CAAR Metode: Uji t | variabel CAAR terdapat pengaruh yang signifikan. Pada variabel AAR tidak terdapat pengaruh yang signifikan. Pada uji t terdapat banyak nilai yang positif pada variabel AR baik sebelum maupun sesudah peristiwa. |
| 6 | Adler Hayman Manunurung & Cahyanti Ira K (2007), Pengaruh peristiwa politik terhadap transaksi saham di Bursa Efek Jakarta | Variable: Abnormal Return, Average Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return Metode: Uji Beda t | terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum, dan setelah antara semua variabel |
| 7 | Suwaryo 2008, Dampak pemilu presiden dan wakil presiden terhadap abnormal return investor | Varibel: Ekspected Return, Abnormal Return, Actual Return Metode: Uji beda rata-rata | Terdapat <i>abnormal return</i> , namun rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah peristiwa pemilu secara uji statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hal ini bisa disimpulkan bahwa peristiwa tersebut merupakan peristiwa yang sudah dapat diantisipasi pelaku pasar modal |

Sumber: Roichanah, Nur Rahman, Hamidi, Nuraeni, Fitria, Manurung & Ira K, Suwaryo (Sumber Diolah)

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Luluk Roichanah (2007) adalah penggunaan alat analisa yang sama, yaitu *uji paired t-test*. Sedangkan perbedaannya adalah variabel penelitian. Pada penelitian sebelumnya, peneliti menggunakan *Average Abnormal Return*, *Cumulative Abnormal Return*, dan *Uji Standarized Abnormal Return*. Sedangkan peneliti yang sekarang menggunakan variabel *Actual Return*, *Abnormal Return*, *Market Adjusted Model*, *Cumulative Abnormal Return* dan *Trading Volume Activiy*.

Persamaan penelitian ini dengan Inna Fienna Nur Rahman (2009) terletak pada variabel yang digunakan yakni sama-sama menggunakan *Abnormal Return*, *Volume Perdagangan*. Namun, peneliti sekarang menambahkan variable *Cumulative Abnormal Return*

Persamaan dengan penelitian Muhamad Hamidi (2008) terletak pada alat analisisnya, yakni *Paired Sample T-Test*. Perbedaannya terdapat pada variabel yang digunakan masing-masing peneliti. Peneliti sebelumnya menggunakan variabel *Bid Ask Speed* dan *Volume Penjualan*, *AVP*, *Market Width Resiliency*. Peneliti saat ini menggunakan variabel *Actual Return*, *Abnormal Return*, *Market Adjusted Model*, dan *Trading Volume Activity*

Persamaan penelitian ini dengan Fitria (2009) terletak pada beberapa variable yakni abnormal return, dan perbedaannya terletak pada variable lain yang mendukung penelitian ini. Peneliti sebelumnya menggunakan variabel *Average Abnormal Return* dan *Cumulative Average Abnormal Return*, sedangkan peneliti sekarang menggunakan variabel *Trading Volume Activity*, *Actual Return*, dan *Cumulative Abnormal Return*

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Nurhaeni (2009) adalah terletak pada penggunaan metode penelitian, yaitu menggunakan metode *event study* dan *paired 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 tambahan dari variabel yang digunakan *Cumulative Abnormal Return* yang digunakan peneliti saat ini.

Persamaan Adler Hayman Manunurung & Cahyanti Ira K (2007), dan suwaryo adalah menganalisis dampak dari peristiwa politik. Sedangkan perbedaannya terletak pada variabel yang digunakan antara *trading volume activity* dengan *average abnormal return*

2.2 Kajian Teori

2.2.1. Pasar Modal

Sebagai salah satu elemen ekonomi, maka aspek untuk memperoleh keuntungan yang optimal adalah tujuan yang menjiwai pasar modal sebagai lembaga jual beli efek. Di pasar modal, perusahaan mengharapkan akan memperoleh modal dengan biaya murah melalui penjualan dari sahamnya.

Ada tiga definisi pasar modal:

1. Definisi yang luas

Pasar modal adalah kebutuhan sistem keuangan yang teroganisasi, termasuk bank-bank komersial dan semua perantara dibidang keuangan, serta surat-surat kertas berharga/klaim, jangka panjang dan jangka pendek, primer dan yang tidak langsung.

2. Definisi Dalam arti menengah

Pasar modal adalah semua pasar yang terorganisasi dan lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat-warkat kredit (biasanya yang berjangka waktu lebih dari satu tahun) termasuk saham-saham, obligasi, pinjaman berjangka hipotek, dan tabungan serta deposito berjangka

3. Definisi dalam arti sempit

Pasar modal adalah tempat pasar terorganisasi yang memperdagangkan saham-saham dan obligasi dengan memakai jasa dari makelar, komisioner dan para underwriter.

Secara umum pengertian pasar modal adalah pasar abstrak, sekaligus pasar konkret dengan barang yang diperjualbelikan adalah dana yang bersifat abstrak, dan bentuk konkretnya adalah lembar surat-surat berharga di bursa efek. (Kamruddin, 2004:17-18)

Pasar modal di Indonesia sejak tahun 1977 hingga sekarang telah menunjukkan perkembangan yang menggembirakan, terutama dilihat dari jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang selalu menunjukkan peningkatan, meskipun saat ini sempat mengalami penurunan akibat krisis moneter. Pasar modal mempunyai peranan yang penting dalam kehidupan ekonomi, terutama dalam proses alokasi dana masyarakat. Pasar modal memberikan kepada pihak yang mempunyai surplus dana dalam masyarakat. Keputusan investasi oleh investor (pihak yang memiliki kelebihan dana) ditentukan oleh pengharapan masa yang akan datang mereka atas kesuksesan

suatu usaha. Mereka bersedia menanamkan dana jika mereka menganggap prospek suatu investasi menguntungkan.

Masa yang akan datang penuh dengan ketidakpastian, oleh karena itu investor memerlukan informasi untuk mengurangi ketidakpastian yang mereka hadapi. Sebelum memutuskan portofolio suatu investasi, mereka menganalisis berbagai macam kejadian dan keadaan masa kini dan masa lalu yang diharapkan dapat digunakan untuk memprediksi kejadian di masa yang akan datang. Husnan (2005:3) mendefinisikan pasar modal sebagai pasar untuk berbagai instrument keuangan (*sekuritas*) jangka panjang yang bisa diperjual-belikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, otoritas publik, maupun perusahaan swasta. Melalui berbagai macam instrumen keuangan tersebut, para investor dapat melakukan portofolio investasi sesuai dengan tingkat keuntungan yang diharapkan dan resiko yang harus ditanggung. Berdasarkan informasi yang ada, para investor dapat mengambil keputusan yang tepat dalam berinvestasi dengan resiko tertentu. Diantara surat-surat berharga yang dapat diperdagangkan di pasar modal, saham adalah yang paling dikenal di masyarakat luas.

Investasi saham di pasar modal mampu memberikan keuntungan yang tidak terhingga bagi para investor. Apabila perusahaan penerbit saham atau emiten mampu menghasilkan laba besar, maka ada kemungkinan para pemegang sahamnya akan menikmati keuntungan besar yang akan dibagikan dalam bentuk *dividen*. Selain itu keuntungan dari investasi saham adalah *capital gain* atau selisih harga saat menjual dan harga saat membeli.

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 يَفُومُونَ إِلَّا كَمَا يَفُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ
 ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ
 مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ
 النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ

Artinya: “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 dihalkkan 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 أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ

مِنْكُمْ ۚ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ ۚ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

Artinya: *“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 untuk memakan harta sebagian mereka terhadap sebagian lainnya dengan cara yang batil. Yaitu dengan 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 dengan penuh kesombongan & kecongkakan. Rasulullah saw juga bersabda:

فَأَجْمِلُوا فِي الطَّلَبِ: أَخَذَ الْحَلَالَ وَتَرَكَ الْحَرَامَ

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

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 Pasar Modal Efisien

Efisiensi pasar adalah suatu gambaran bagaimana harga dalam pasar-pasar kompetitif beraksi terhadap informasi baru. Pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harganya dapat menyesuaikan diri dengan cepat kepada informasi baru dan harga-harganya yang ada sekarang sepenuhnya menggambarkan informasi yang tersedia. Pasar modal yang efisien bagi pelaku bursa ditekankan pada minimalisasi biaya transaksi, artinya bahwa pasar modal yang bisa menyediakan jasa-jasa yang diperlukan oleh para pemodal dengan biaya minimal (Husnan, 2005:259).

Efisiensi dibedakan dalam efisiensi internal dan eksternal, efisiensi eksternal menunjukkan bahwa pasar modal tidak hanya menunjukkan harga yang benar, tetapi memberikan jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan para penjual dengan biaya serendah mungkin. Efisiensi internal menunjukkan bahwa pasar berada dalam keadaan keseimbangan, sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan informasi yang tersedia dipasar tidak bisa memberikan *abnormal return*. Efisiensi seperti ini sesuai dengan efisiensi mikro pasar modal, yaitu pasar modal yang efisien secara informasional (Husnan, 2005:259).

Konsep pasar modal yang efisien adalah pasar modal dimana ada sejumlah pelaku yang rasional dan aktif selalu mengejar keuntungan maksimal, bersaing satu sama lain dalam semua pelaku dibursa.pasar modal dikatakan efisien bila harga pasa betul-betul segera merefleksikan semua informasi yang relevan.

Tandelilin (2001:114) membagi efisiensi pasar modal dalam tiga tingkatan, yaitu :

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah, jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang.

Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Implikasinya adalah tidak ada investor atau grup dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh semua informasinya yang tersedia termasuk informasi yang privat. Salah satu jenis informasi privat adalah jenis informasi yang berasal dari orang dalam. Mereka mempunyai akses atas informasi berharga mengenai keputusan penting bersifat taktis dan strategis yang telah

direncanakan oleh perusahaan. Sehingga dengan modal informasi privat yang demikian mampu memberikan keuntungan abnormal yang konsisten bagi para pemodal yang memiliki informasi tersebut.

Hubungan ketiga pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Hubungan tersebut menunjukkan bahwa bila ada sangkalan dari efisiensi pasar bentuk lemah maka sangkalan tersebut berlaku juga baik pada efisiensi pasar bentuk semi-kuat maupun pasar efisien bentuk kuat. Jika pasar tidak efisien dalam bentuk lemah, dengan sendirinya pasar tidak efisien dalam bentuk semi-kuat ataupun bentuk kuat maupun dalam bentuk lemah.

2.2.3 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

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.

2.2.4 Saham

Menurut Tandelilin (2001:18) saham merupakan surat bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham. Saham juga dapat didefinisikan sebagai sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan, dan pemegang saham memiliki hak klaim atas penghasilan dan aktiva perusahaan. Dalam praktiknya terdapat beberapa saham yang diperdagangkan dibedakan menurut cara peralihan dan manfaat yang diperoleh oleh pemegang saham. Nilai saham dapat dibedakan menjadi tiga jenis, yaitu:

1. Nilai Nominal (Nilai Pari), merupakan nilai yang tercantum dalam sertifikat saham yang bersangkutan.
2. Nilai Dasar, merupakan nilai yang ditentukan dari harga perdana saat saham tersebut diterbitkan.
3. Nilai Pasar, merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung.

Dalam perdagangan saham, tentu saja terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham. Tidak hanya faktor internal tetapi juga faktor eksternal. Faktor eksternal yang mempunyai pengaruh seperti tingkat suku bunga, kondisi ekonomi, nilai tukar, harga minyak dunia, sosial politik, dan lain sebagainya. Sedangkan faktor internal seperti manajemen perusahaan, operasional perusahaan, jenis produk dan lain sebagainya.

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.

2.2.4.1 Keuntungan dan Resiko dalam Investasi Saham

Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2001:9) ada keuntungan dan risiko dalam investasi saham. Adapun keuntungan dalam investasi saham yaitu:

1. Dividen

Dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. *Dividen* diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai dan dividen saham. Dividen tunai yaitu kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham. Dividen saham yaitu kepada setiap pemegang saham diberikan dividen sejumlah saham, sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang investor akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut.

2. Capital gain

Capital gain merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. *Capital gain* terbentuknya dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder. Umumnya investor dengan orientasi jangka pendek mengejar keuntungan melalui *capital gain*.

Disamping dua keuntungan tersebut, maka pemegang saham juga dimungkinkan untuk mendapatkan saham bonus. Saham bonus adalah saham yang

dibagikan perusahaan kepada para pemegang saham yang diambil dari agio saham. Agio saham adalah selisih antar harga jual terhadap harga nominal saham tersebut pada saat perusahaan melakukan penawaran umum di pasar perdana.

Investasi saham dikenal dengan karakteristik *high risk - high return*, artinya saham merupakan surat berharga yang memberikan peluang keuntungan tinggi namun juga berpotensi resiko tinggi. Pemodal bisa mendapatkan keuntungan tinggi dalam waktu yang singkat dan dapat juga mengalami kerugian besar dalam waktu yang singkat pula. Dalam kajian fikih muamalah, Risiko secara sederhana disamakan dengan ketidakpastian (*uncertainty*), dan ketidakpastian ini dianggap *gharar*, sehingga diharamkan dalam segi keislaman. *Gharar* adalah sesuatu yang akibatnya tidak dapat diprediksi. Disamping itu pengharamannya dikuatkan oleh hadis dari,

Ibnu‘Umar.Ra:

نَهَى النَّبِيُّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَعَلَى آلِهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ حَبْلِ الْحَبَلَةِ

Artinya: “Nabi shallallahu ‘alaihi wa ‘ala alihi wa sallam melarang dari menjual anak dari anak yang berada dalam perut onta” (*Muttafaqun Alaih*).

Hadist diatas menjelaskan bahwa larangan mentransaksikan sesuatu yang belum jelas wujudnya. Harus diakui bahwa unsur ketidakpastian hampir tidak mungkin diprediksi. Begitu juga dalam transaksi pasar modal, risiko yang akan terjadi bisa saja diluar kendali pelaku saham.

Larangan ini tentunya karena ada *gharar* dalam muamalat seperti itu. tidak diketahui dalam perut Unta ini jantan atau betina, hidup atau mati, kembar

atau tidak dan berapa jumlah anaknya kelak. Namun menurut manajemen keuangan, risiko yang tidak dapat diperkirakan sebelumnya (*unexpected risk*) disebut sebagai ketidakpastian. Jenis risiko inilah yang dimaksudkan sebagai *gharar*. Sedangkan risiko dalam pasar investasi adalah jenis risiko yang dapat diprediksi.

Oleh karena itu, sebelum berinvestasi, calon investor harus mempertimbangkan faktor-faktor risiko sebagai berikut:

1. Tidak Mendapat Dividen

Investor harus menyadari bahwa dengan berinvestasi dalam reksa dana, tidak ada jaminan untuk mendapatkan pembagian dividen, keuntungan, ataupun kenaikan modal investasi.

2. Risiko Umum Pasar Modal

Setiap pembelian efek akan melibatkan beberapa unsur risiko pasar. Oleh karena itu, reksa dana rentan terhadap perubahan kondisi pasar yang merupakan hasil dari; perkembangan ekonomi nasional, kebijakan pemerintah atau kondisi politik, *development in regulatory framework, law and legal issues*, pergerakan suku bunga secara umum, dan guncangan eksternal (misalnya: bencana alam, perang dan lain-lain).

3. Risiko Efek

Terdapat banyak risiko efek yang dapat terjadi pada setiap efek. Misalnya adalah kemungkinan default perusahaan penerbit pada pembayaran kupon atau pokok obligasi, dan implikasi dari peringkat kredit perusahaan yang *downgrade*.

4. Risiko Likuiditas

Risiko likuiditas dapat didefinisikan sebagai seberapa mudah sebuah efek dapat dijual dengan nilai tertentu pada volume yang diperdagangkan di bursa.

5. Risiko Inflasi

Risiko tingkat inflasi adalah risiko potensi kerugian daya beli investasi karena terjadinya kenaikan rata-rata harga konsumsi.

6. Risiko Ketidakpatuhan

Hal ini mengacu pada risiko terhadap reksadana dan keuntungan investor yang dapat timbul karena ketidaksesuaian terhadap hukum, aturan, peraturan, etika dan prosedur internal dari manajer investasi.

7. Risiko Manajer Investasi

Kinerja setiap reksa dana sangat bergantung antara lain pada, pengalaman, pengetahuan, keahlian, dan teknik / proses investasi yang diterapkan oleh manajer investasi, dan setiap kekurangan dari syarat tersebut akan berdampak buruk pada kinerja reksa dana sehingga akan merugikan investor.

2.2.5 Saham LQ-45

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-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, 2008):

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 IHSIG dan indeks sektoral, yaitu sebagai berikut (Jogiyanto, 2008):

$$\text{Indeks LQ-45} = \frac{\text{Nilai Pasar } t \times 100}{\text{Nilai Dasar}} \dots\dots\dots(1)$$

Dimana:

$$\text{Indeks LQ-45}_t = \text{Indeks LQ-45 hari ke-}t$$

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

2.2.6 Study Peristiwa (*Event Study*)

Tandelilin (2001:126) mendefinisikan *event studies* merupakan penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas. Penelitian *event studies* umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham.

Event study dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan.(Jogiyanto,2007:410)

Standar metodologi yang biasanya digunakan dalam *event studies* ini adalah (Tandelilin, 2001:127) :

1. Mengumpulkan sampel, yaitu perusahaan-perusahaan yang mempunyai pengumuman yang mengejutkan pasar (*event*).
2. Menentukan hari pengumuman atau *event*.
3. Menentukan periode pengamatan.
4. Menghitung return masing-masing sampel setiap hari selama periode pengamatan.
5. Menghitung return abnormal.
6. Menghitung rata-rata return abnormal semua sampel setiap hari.
7. Terkadang return abnormal harian tersebut digabungkan untuk menghitung return abnormal kumulatif selama periode tertentu.
8. Mempelajari dan mendiskusikan hasil yang diperoleh.

Adapun proses penelitian studi kasus (*event study*) meliputi sebagai berikut:

1. Menentukan dengan membatasi kasus. Tahapan ini adalah upaya untuk memahami kasus, atau dengan kata lain membangun konsep tentang obyek penelitian yang diposisikan sebagai kasus. Dengan mengetahui dan memahami kasus yang akan diteliti, peneliti tidak akan salah atau tersesat di dalam menentukan kasus penelitiannya. Pada proposal penelitian, bentuknya adalah latar belakang penelitian.
2. Memilih fenomena, tema atau isu penelitian. Pada tahapan ini, peneliti membangun pertanyaan penelitian berdasarkan konsep kasus yang diketahuinya dan latar belakang keinginannya untuk meneliti. Pertanyaan penelitian dibangun dengan sudah mengandung fenomena, tema atau isu penelitian yang dituju di dalam proses pelaksanaan penelitian.

3. Memilih bentuk-bentuk data yang akan dicari dan dikumpulkan. Data dan bentuk data dibutuhkan untuk mengembangkan isu di dalam penelitian. Penentuan data yang dipilih disesuaikan dengan karakteristik kasus yang diteliti. Pada umumnya bentuk pengumpulan datanya adalah wawancara baik individu maupun kelompok, pengamatan lapangan, peninggalan atau artefak, dan dokumen.
4. Melakukan kajian triangulasi terhadap kunci-kunci pengamatan lapangan, dan dasar-dasar untuk melakukan interpretasi terhadap data. Tujuannya adalah agar data yang diperoleh adalah benar, tepat dan akurat.
5. Menentukan interpretasi-interpretasi alternatif untuk diteliti. Alternatif interpretasi dibutuhkan untuk menentukan interpretasi yang sesuai dengan kondisi dan keadaan kasus dengan maksud dan tujuan penelitian. Setiap interpretasi dapat menggambarkan makna-makna yang terdapat di dalam kasus, yang jika diintegrasikan dapat menggambarkan keseluruhan kasus.

Membangun dan menentukan hal-hal penting dan melakukan generalisasi dari hasil-hasil penelitian terhadap kasus. Dan selalu menekankan tentang pentingnya untuk mengeksplorasi dan menjelaskan hal-hal penting yang khas yang terdapat di dalam kasus. Karena pada dasarnya kasus dipilih karena diperkirakan mengandung kekhususannya sendiri. Sedangkan generalisasi untuk menunjukkan posisi hal-hal penting atau kekhususan dari kasus tersebut di dalam peta pengetahuan yang sudah terbangun.

2.2.8 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 Jogiyanto (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.

$$E[R_{it}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{ij}}{T}$$

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:

$$R_{i,j} = a_i + \beta_i * R_{Mj} + e_{i,j}$$

Dimana:

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

a_i = Intercept untuk sekuritas ke-i

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

RM_j = Return indeks pasar pada periode estimasi ke-j

ei,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.

2.2.9 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 (Ghoniya, 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.

2.2.10 *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):

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

Dimana:

$AR_{i,t}$ = *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.

2.2.11 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.

2.2.12 Cumulative Abnormal Return

Cumulative abnormal return adalah penjumlahan *abnormal return* harian dari tiap-tiap saham selama periode kejadian (*return window*). Dalam penelitian ini CAR dihitung harian selama 7hari penelitian. Secara matematis *cumulative abnormal return* dinyatakan sebagai:

$$CAR_t = \sum_{t=t-3}^{t+3} AR_{it}$$

Dimana:

CAR_t : Cumulative Actual Return

AR_{it} : Abnormal Return saham i pada saat t

2.2.13 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.

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan kesimpulan di atas dan hasil-hasil penelitian terdahulu, serta sesuai dengan tujuan penelitian yang telah disebutkan di atas, maka dibangun kerangka pemikiran teoritis seperti terlihat pada gambar 2.1 sebagai berikut:

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

2.4 Hipotesis

Hipotesis merupakan suatu perumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu dalam artian dapat diganti dengan hipotesis yang lebih tepat atau lebih benar berdasarkan pengujian.

Peristiwa-peristiwa politik dalam negeri, seperti adanya pemilu legislative, pemilu presiden, pergantian pemerintahan, pengumuman kabinet menteri, kerusuhan politik, peperangan dan peristiwa lainnya sangat mempengaruhi harga dan volume perdagangan di bursa efek karena peristiwa-peristiwa politik berkaitan erat dengan kestabilan perekonomian negara.

Peristiwa-peristiwa politik tersebut kerap kali menjadi faktor pemicu fluktuasi harga saham di bursa efek seluruh dunia khususnya di Indonesia dimana para investornya cenderung merupakan investor jangka pendek. Makin pentingnya peran bursa saham dalam kegiatan ekonomi, membuat bursa semakin sensitif terhadap berbagai peristiwa disekitarnya, baik berkaitan atau tidak berkaitan secara langsung dengan isu ekonomi.

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

Pengujian Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini adalah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* yang diperoleh para investor sebelum dan setelah peristiwa Pengumuman Pencalonan Jokowi.

Nunung Nurhaeni (2009) yang melakukan penelitian tentang Dampak Pemilihan Umum Legislatif Indonesia Tahun 2009 Terhadap *Abnormal return* dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham Di BEI. Menyimpulkan 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.

Fitria (2009) yang melakukan penelitian tentang Analisis Harga Saham Sebelum, Saat dan Setelah Pemilihan Presiden Amerika (study pada perusahaan energy yang listing di BEI) dengan menggunakan Variabel CAAR, AR, AAR. Yang menggunakan variabel CAAR terdapat pengaruh yang signifikan. Pada variabel AAR tidak terdapat pengaruh yang signifikan. Pada uji t terdapat banyak nilai yang positif pada variabel AR baik sebelum maupun sesudah peristiwa.

Suwaroyo (2008) yang melakukan penelitian tentang dampak pemilu presiden dan wakil presiden terhadap abnormal return investor. Menyimpulkan bahwa terdapat *abnormal return*, namun rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pemilu secara uji statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hal ini bisa disimpulkan bahwa peristiwa tersebut merupakan peristiwa yang sudah dapat diantisipasi pelaku pasar modal.

Menurut hasil penelitian tersebut disusun hipotesis alternatif yaitu:

1. Pasar Modal bereaksi terhadap peristiwa Pengumuman Pencapresan Jokowi Maret 2014 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 Pencapresan Jokowi

