

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Deskripsi Teori

1. *Efficient Market Hypothesis (EMH)*

Teori *Efficient Market Hypothesis* yang dikenal juga *Random Walk Theory* ini dipopulerkan oleh Fama pada tahun 1970. Fama menegaskan bahwa harga saham yang terbentuk akan mencerminkan semua informasi yang tersedia. Diperlukan dua definisi yang digunakan Fama untuk menentukan apakah pasar saham efisien harganya. Pertama, menentukan apa yang dimaksud dengan harga yang “sepenuhnya mencerminkan” informasi. Kedua, informasi akan “tercermin seluruhnya” oleh harga yang ditentukan tersebut.¹

Konsep tentang pasar efisien didasarkan pada aspek informasi yaitu pasar yang efisien adalah pasar dimana semua harga sekuritas yang ada didalamnya mencerminkan semua informasi yang dipublikasi meliputi seluruh informasi di masa sekarang ataupun masa lalu, dan berita yang opini berbagai tokoh berpengaruh dan penyebarannya di pasar mempengaruhi perubahan harga.²

Fama mengategorikan tiga hipotesis pasar efisien yaitu *weak form*, *semi strong form*, dan *strong form* berikut ini:³

a. Pasar Efisien dalam Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Ketika semua informasi di masa lalu (*historis*) tercermin dalam harga saat ini, pasar dikatakan efisien bentuk lemah. Informasi ini mencakup harga dan volume perdagangan, peristiwa serta informasi di masa lalu lainnya. Informasi historis ini tidak dapat digunakan untuk meramalkan harga di masa mendatang karena tercermin dalam harga yang berlaku sekarang. Akibatnya, investor tidak dapat meramalkan tren pasar di masa depan dengan menggunakan informasi dari masa lalu, seperti yang dilakukan dalam analisis teknikal.

¹ Frank J. Fabozzi, *Manajemen Investasi* (Jakarta: Salemba Empat, 1999), 245.

² Eduardus Tandelilin, *Portofolio Dan Investasi: Teori Dan Aplikasi*, 218.

³ Nor Hadi, *Pasar Modal Edisi 2* (Yogyakarta: Graha Ilmu, 2015), 299.

- b. Pasar Efisien dalam Bentuk Setengah Kuat (*Semi Strong Form*)

Dikatakan bahwa pasar efisien dalam bentuk setengah kuat apabila harga pasar sekarang mencerminkan informasi dari masa lalu serta informasi yang dipublikasi di masa sekarang. Informasi tersebut dapat berupa informasi yang dipublikasi oleh suatu perusahaan yang hanya berpengaruh pada perusahaan tersebut, informasi yang berupa peraturan pemerintah atau regulator yang berdampak pada perusahaan tertentu, dan informasi yang berupa peraturan pemerintah atau regulator yang berdampak pada seluruh perusahaan.

- c. Pasar Efisien dalam Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Dikatakan bahwa pasar efisien dalam bentuk kuat apabila harga pasar saat ini mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan sebelumnya serta semua informasi yang dipublikasikan pada saat ini bersama dengan informasi yang tidak dipublikasikan. Pada pasar bentuk ini, investor akan kesulitan mendapatkan return abnormal karena terdapat informasi yang tidak dipublikasikan.

Fama mencoba menyempurnakan pasar efisien dalam seperti yang telah dijelaskan diatas dalam beberapa hal berikut:⁴

- a. Efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu klasifikasi yang bersifat umum untuk menguji prediktabilitas return (*return predictability*).
- b. Efisiensi bentuk setengah kuat disempurnakan menjadi studi peristiwa (*event study*).
- c. Efisiensi pasar bentuk kuat untuk menguji informasi yang bersifat privat (*private Information*).

2. *Event Study* (Studi Peristiwa)

Studi peristiwa dapat disebut dengan analisis residual (*residual analysis*) atau uji indeks kinerja tak normal atau juga disebut pengujian reaksi pasar (*market reaction test*). Menurut Bowman pada tahun 1983, *event study* adalah studi yang berfokus pada analisis harga sekuritas di seputar waktu peristiwa atau informasi yang dipublikasi.⁵ Studi peristiwa

⁴ Eduardus Tandelin, *Portofolio Dan Investasi: Teori Dan Aplikasi*, 223-224.

⁵ Jogyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 4.

digunakan untuk mempelajari dampak suatu peristiwa terhadap harga saham di pasar pada saat peristiwa terjadi dan beberapa saat setelah peristiwa.⁶

Metode studi peristiwa ini juga banyak digunakan untuk menguji reaksi pasar dari suatu peristiwa atau informasi contohnya untuk menguji reaksi pasar dari peristiwa meledaknya bom Bali, peristiwa pemilu presiden, pengumuman merger, pengumuman pemecahan saham dan sebagainya.⁷ Adapun beberapa jenis dari studi peristiwa diantaranya:⁸

a. Studi Peristiwa Konvensional

Studi peristiwa ini digunakan untuk menganalisis respon pasar pada berbagai peristiwa (*event*) yang sering terjadi bersifat umum dan dipublikasi secara luas oleh emiten di pasar modal.

b. Studi Peristiwa Kluster

Studi tentang peristiwa kluster sering disebut sebagai studi peristiwa kelompok. Studi ini bertujuan untuk menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman suatu peristiwa pada periode waktu yang sama dan memiliki pengaruh pada kelompok perusahaan tertentu.

c. Studi Peristiwa Tak Terduga

Studi peristiwa tak terduga merupakan variasi dari studi peristiwa kluster untuk menganalisis bagaimana pasar merespon suatu pengumuman terjadinya peristiwa yang tidak dapat diprediksi sebelumnya.

d. Studi Peristiwa Berurutan

Studi peristiwa berurutan merupakan bagian dari studi peristiwa kluster yang mengkaji bagaimana pasar merespon peristiwa-peristiwa yang terjadi pada periode berurutan dengan adanya ketidakpastian situasi.

Event study ini dibagi menjadi empat kategori yang diuraikan sebagai berikut:⁹

⁶ Mohamad Samsul, *Pasar Modal & Manajemen Portofolio Edisi 2* (Surabaya: Erlangga, 2015), 229.

⁷ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 3.

⁸ Eduardus Tandelilin, *Portofolio Dan Investasi: Teori Dan Aplikasi*, 566-569.

⁹ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 7-9.

- a. Kandungan Informasi (*Information Content*)
 Penelitian ini dimaksudkan untuk mengkaji kandungan informasi suatu peristiwa. Apabila peristiwa mengandung informasi maka akan menghasilkan return tak normal (*abnormal return*).
- b. Efisiensi Pasar (*Market Efficiency*)
 Pengujian pasar efisien ini merupakan kelanjutan dari pengujian kandungan informasi. Pasar dinyatakan efisien secara informasi ketika pasar merespon dengan cepat dan penuh terhadap peristiwa.
- c. Evaluasi Model (*Model Evaluation*)
 Kategori ini merupakan penelitian untuk mengevaluasi model yang digunakan dalam studi peristiwa guna menentukan model mana yang paling tepat untuk kondisi tertentu.
- d. Penjelasan Metrik (*Metric Explanation*)
 Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan penyebab respon pasar lebih secara lebih rinci. Return tak normal digunakan sebagai variabel terikat dalam penelitian ini. Salah satu aplikasi untuk penelitian ini yaitu ERC (*earnings response coefficient*). Penelitian ERC menggunakan return tak normal sebagai variabel dependen dan laba tidak ekspektasian (*unexpected earnings*) sebagai variabel independen. Koefisien hasil regresi ini disebut dengan ERC.

Studi peristiwa memiliki struktur atau bentuk yang terdiri dari periode jendela (*window period*) dan periode estimasi (*estimation period*) sebagai berikut:¹⁰

- a. Periode Jendela
 Periode jendela merupakan waktu terjadinya peristiwa serta pengaruh yang ditimbulkan dari peristiwa tersebut. Secara umum, periode jendela terjadi dalam waktu yang sangat singkat. Penelitian dengan periode jendela yang singkat ini mampu merangkum dampak dari suatu peristiwa yang terjadi. Namun periode jendela yang terlalu pendek memungkinkan tidak akan menangkap peristiwa secara utuh. Sedangkan periode jendela yang terlalu panjang dapat bermasalah dikarenakan bercampurnya informasi-informasi lainnya. Waktu periode

¹⁰ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 28-29.

jendela sebaiknya reaktif singkat dan relatif panjang dalam menangkap seluruh informasi pada suatu peristiwa beserta pengaruhnya.

b. Periode Estimasi

Waktu penelitian yang umumnya terjadi sebelum periode peristiwa disebut dengan periode estimasi. Walaupun ada juga penelitian yang menggunakan periode estimasi dalam periode jendela dan setelah periode jendela.

Gambar 2.1
Periode Estimasi dan Periode Peristiwa



Gambar 2.1 tersebut menunjukkan periode t_3 sampai t_4 adalah panjang dari periode estimasi, sedangkan periode t_1 sampai t_2 adalah panjang periode jendela dan pada t_0 adalah hari terjadinya peristiwa.

3. Abnormal Return

a. Return Sesungguhnya (*Actual Return*)

Hasil yang didapat dari kegiatan investasi disebut sebagai return atau pengembalian. Terdapat dua pengembalian dalam investasi yaitu pengembalian sesungguhnya dan pengembalian yang diharapkan. Return sesungguhnya dihitung menggunakan data historis dan berfungsi sebagai dasar untuk menghitung return yang diharapkan (*expected*) dan resiko di masa mendatang. Sedangkan return yang diharapkan (*expected return*) merupakan return yang belum terjadi dan diharapkan terjadi di masa mendatang.

Return total adalah seluruh return dari suatu investasi dalam periode tertentu. Return total ini biasanya disebut dengan return. Return total terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*. *Capital gain* adalah keuntungan yang diperoleh investor dari investasinya atau selisih antara harga jual dan harga beli dimana harga jual lebih tinggi dari harga beli. Sedangkan *capital loss* adalah kerugian yang dialami investor dari investasinya atau dari selisih harga beli dan harga jual dimana harga beli lebih tinggi dari harga jual.¹¹

¹¹ Nor Hadi, *Pasar Modal Edisi 2*, 124.

Yield dalam saham merupakan persentase nilai dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. Pada obligasi *yield* merupakan persentase bunga pinjaman diperoleh terhadap harga obligasi periode sebelumnya. Dengan demikian, return dapat dirumuskan sebagai berikut:¹²

$$\text{Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \text{Yield}$$

b. Return Ekspektasian (*Expected Return*)

Return ekspektasian merupakan return yang seharusnya diperoleh apabila tidak terdapat peristiwa apapun yang dapat mempengaruhi return. Jika terjadi peristiwa, maka return yang terjadi bukan return ekspektasian tetapi return sesungguhnya. Karena return ekspektasian tidak terjadi maka perlu diestimasi atau diekspektasi. Oleh sebab itu return normal disebut juga dengan return ekspektasian (*expected return*) dan return estimasian (*estimated return*). Model perhitungan return ekspektasian yang biasa digunakan dalam penelitian terdapat tiga kategori yaitu model tanpa sesuaian risiko, model sesuaian risiko dan model portofolio kontrol (*control portofolio model*).¹³

Model tanpa penyesuaian risiko dikelompokkan menjadi tiga yaitu model penyesuaian rata-rata (*mean-adjusted model*), model penyesuaian pasar (*market adjusted model*), dan model jalan acak (*random walk model*) sebagai berikut:¹⁴

1) Model penyesuaian rata-rata (*mean-adjusted model*)

Model perhitungan ini berasumsi bahwa return ekspektasian bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasian sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*).

2) Model penyesuaian pasar (*market adjusted model*)

Model perhitungan ini berasumsi bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu

¹² Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 64.

¹³ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 70.

¹⁴ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 73-77.

sekuritas yaitu return indeks pasar pada saat tersebut. jika menggunakan model ini maka tidak perlu menggunakan periode estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi sama dengan return indeks pasar.

3) Model jalan acak (*random walk model*)

Model perhitungan ini berasumsi bahwa distribusi data return adalah acak (*random*) tidak mempunyai pola yang jelas sehingga sulit digunakan untuk mengekspektasi. Oleh karena itu dalam model ini perlu dipilih suatu nilai yang paling mempunyai kesempatan untuk berulang kembali dimasa depan sebagai nilai ekspektasinya.

Sementara model sesuaian risiko yaitu model pasar (*market model*), model CAPM (*capital asset pricing model*), model beta nol (*zero beta model*), model varian (*variance model*), model indeks jamak (*multi index model*) sebagai berikut:¹⁵

1) Model Pasar (*Market Model*)

Model perhitungan ini menggunakan risiko pasar untuk menyesuaikan return ekspektasian sesuai dengan tingkat risikonya. Model pasar sering disebut juga dengan model indeks tunggal (*single index model*) karena menggunakan sebuah indeks yaitu index pasar. Model ekspektasian dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*ordinary least square*) dengan persamaan berikut:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{M,t}$$

Notasi:

$R_{i,t}$ = return realisasian sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t.

α_i = intersep untuk sekuritas ke-i.

β_i = koefisien slop yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i.

$R_{M,t}$ = return indeks pasar pada periode estimasi ke-t yang dapat dihitung dengan rumus $R_{M,t} = (IHS G_t - IHS G_{t-1}) / IHS G_{t-1}$

¹⁵ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 78-90.

2) Model Indeks Jamak (*Multi Index Model*)

Model perhitungan ini merupakan pembaruan dari model indeks tunggal dengan mengganti suatu return pasar dengan banyak return pasar dari beberapa indeks sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1i} I_{1t} + \beta_{2i} I_{2t} + \beta_{ni} I_{nt} + \varepsilon_{i,t}$$

Indeks I_{1t} sampai dengan I_{nt} adalah indeks jamak, misalnya return dari indeks-indeks sektoral seperti BEI.

3) Model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

Model perhitungan ini banyak digunakan untuk mengestimasi return suatu sekuritas karena model ini menggunakan risiko pasar untuk penyesuaian return yang diekspektasikan. Risiko yang digunakan pada model CAMP yaitu risiko pasar atau risiko sistematis yang diukur dengan beta, sebagai berikut:

$$E(R_{i,t}) = R_{BR,t} + \beta_{i,t} (R_{M,t} - R_{BR,t})$$

Notasi:

$E(R_{i,t})$ = return ekspektasian perusahaan ke-i pada periode estimasi ke-t.

$R_{BR,t}$ = return bebas risiko periode ke-t

$\beta_{i,t}$ = Beta dari perusahaan ke-i periode ke-t

$R_{M,t}$ = return indeks pasar pada periode estimasi ke-t yang dapat dihitung dengan rumus $R_{M,t} = (IHSg_t - IHSg_{t-1}) / IHSg_{t-1}$

c. Return Tak Normal (*Abnormal Return*)

Studi peristiwa meneliti return tak normal dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar peristiwa. Return tak normal merupakan kelebihan dari return yang terjadi terhadap return ekspektasian. *Abnormal return* perlu dihitung setiap tanggal atau setiap hari pada periode jendela di setiap sekuritas. Return abnormal setiap sekuritas tersebut kemudian perlu di rata-rata secara *cross-sectional* agar mendapatkan return abnormal setiap tanggal selama periode jendela.¹⁶ Selisih antara return sesungguhnya dan

¹⁶ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 93.

return ekpektasian menyebabkan adanya return tak normal yang dirumuskan sebagai berikut:¹⁷

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Notasi:

$AR_{i,t}$ = return tak normal sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = return sesungguhnya untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$E(R_{i,t})$ = return ekpektasia ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

d. Rata-rata return tak normal

Penelitian adanya return abnormal umumnya tidak dilakukan untuk setiap sekuritas, namun dilakukan pengumpulan dengan menguji rata-rata return abnormal untuk semua sekuritas secara *cross-sectional* untuk setiap hari selama periode peristiwa. Rata-rata return tak normal dapat dirumuskan sebagai berikut:¹⁸

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N}$$

Notasi:

AAR_t = rata-rata return abnormal (*average abnormal return*) pada hari ke-t.

$AR_{i,t}$ = return abnormal pada sekuritas ke-i pada hari ke-t.

N = jumlah sekuritas yang dipengaruhi oleh pengumuman peristiwa

4. Trading Volume Activity

Jumlah saham atau efek yang diperdagangkan selama periode tertentu di pasar modal disebut dengan volume perdagangan. Volume perdagangan ini menjelaskan jumlah aktivitas perdagangan, oleh karena itu menjadi salah satu variabel dari harga. Terdapat beberapa prinsip dalam menginterpretasikan volume perdagangan, yaitu pertama, volume perdagangan sejalan dengan trend, ketika pasar terjadi uptrend maka aktivitas perdagangan akan meningkat dan ketika pasar terjadi downtrend maka aktivitas perdagangan akan menurun. Kedua, harga saham dapat dipengaruhi oleh aktivitas

¹⁷ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 94-95.

¹⁸ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 96.

perdagangan. Ketiga, kenaikan harga dan penurunan volume perdagangan merupakan kondisi tidak normal dan trennya tidak cukup kuat untuk berbalik arah. Hal tersebut terjadi karena volume perdagangan tidak sesuai dengan minat pembeli dan penjual.¹⁹

Aktivitas volume perdagangan merupakan indikator yang digunakan untuk mengamati dan mengukur bagaimana pasar modal bereaksi terhadap informasi atau peristiwa yang terjadi di pasar modal. Informasi atau peristiwa tertentu dapat menyebabkan pergerakan harga saham di pasar modal, yang dapat berdampak pada penawaran dan permintaan saham. Aktivitas volume perdagangan merupakan penjualan dari setiap transaksi yang terjadi di bursa saham pada waktu tertentu untuk saham tertentu. Aktivitas volume perdagangan sering digunakan untuk mengukur likuiditas saham. Apabila volume saham yang diperdagangkan lebih besar dari pada volume saham yang diterbitkan, maka semakin likuid saham tersebut sehingga aktivitas volume perdagangan meningkat.²⁰

Perhitungan *Trading Volume Activity* yaitu dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan pada periode penelitian dengan jumlah saham beredar keseluruhan dari suatu emiten pada waktu yang sama, seperti rumus berikut ini:²¹

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{Saham yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Saham yang beredar pada waktu } t}$$

5. Pasar Modal Syariah Indonesia

a. Pasar Modal Indonesia

Pasar modal berperan sebagai media atau tempat bertemunya penjual dan pembeli instrumen keuangan sebagai investor. Pasar modal memberikan ruang dan peluang bagi penjual dan pembeli bertemu dan bertransaksi dalam pertukaran komoditas dan kelompok komoditas

¹⁹ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah Dan Praktik Pasar Modal Syariah* (Bandung: Pustaka Setia, 2013), 115-116.

²⁰ Tarsisius Renald Suganda, *Event Study: Teori Dan Pembahasan Reaksi Pasar Modal Indonesia* (Malang: CV Seribu Bintang, 2018), 17-18.

²¹ I Gede Andika S Wibawa and Ni Putu Santi Suryantini, "Perbedaan Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Right Issue Di Bei," *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana* 8, no. 4 (2019): 2394, <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i04.p18>.

modal, modal tersebut dapat berbentuk hutang (obligasi) maupun modal ekuitas (*equity*). Pasar modal secara umum merupakan suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk didalamnya yaitu bank-bank komersil dan semua lembaga perantara di bidang keuangan beserta surat-surat berharga yang beredar.²²

Pasar modal berperan penting dalam pertumbuhan investasi sehingga terjadi pergerakan ekonomi mulai dari sektor keuangan sampai dengan sektor riil yang merupakan satu putaran ekonomi negara. Pada perputaran perekonomian, sumber-sumber pembiayaan menjadi hal yang utama dalam pengembangan suatu usaha atau bisnis. Oleh karena itu, dibutuhkan solusi sumber dana yang memiliki resiko rendah dan pilihan-pilihan instrumen yang memiliki jangka waktu panjang. Pasar modal dapat menjadi alternatif solusi pembiayaan jangka panjang, sehingga perusahaan pengguna dana dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi.²³

Perkembangan pasar modal di Indonesia sendiri memiliki sejarah yang panjang. Bursa efek di Indonesia telah berdiri tahun 1912, perkembangan bursa efek di Indonesia tidak terlepas dari pengaruh iklim politik, ekonomi dan keuangan negara. Bursa efek Indonesia mengalami kemunduran aktivitasnya pada tahun 1940. Setelah itu muncul lagi di tahun 1952 dan seolah-olah menghilang pada tahun 1958, kemudian bangkit kembali pada tanggal 10 Agustus 1977. Sejak saat itu pasar modal diawasi dan dilaksanakan oleh Bapepam, (Badan Pelaksana Pasar Modal). Perkembangan pasar modal begitu cepat sehingga meningkatkan efisiensi kerja dan bursa yang diotomatisasi. Sehingga dilahirkan JATS (*Jakarta Automated Trading System*) yang diperkuat dengan adanya undang-undang tahun 1995.²⁴

²² Nor Hadi, *Pasar Modal: Acuan Teoritis Dan Praktis Investasi Di Instrumen Keuangan Pasar Modal* (Yogyakarta: Graha Ilmu, 2013), 10.

²³ Nor Hadi, *Pasar Modal: Acuan Teoritis Dan Praktis Investasi Di Instrumen Keuangan Pasar Modal*, 9.

²⁴ Irham Fahmi, *Pengantar Pasar Modal* (Bandung: Alfabeta, 2017), 55-56.

b. Konsep Pasar Modal Syariah Indonesia

Kegiatan pasar modal dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang termasuk dalam kegiatan muamalah, yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan perniagaan. Menurut kaidah fiqih, hukum asal dari kegiatan muamalah adalah mubah (boleh), kecuali ada dalil yang jelas melarangnya.

الأَصْلُ فِي الْمُعَامَلَاتِ الْإِبَاحَةُ إِلَّا أَنْ يَدُلَّ دَلِيلٌ عَلَى تَحْرِيمِهَا

Artinya : “Prinsip dasar muamalah adalah boleh kecuali ada dalil yang melarangnya.”²⁵

Hal ini berarti suatu kegiatan muamalah, seperti pembiayaan dan investasi di pasar modal baru dikenal saat ini, dianggap dapat diterima kecuali jika terdapat larangan dalam Al Qur'an dan hadist yang secara implisit maupun eksplisit.²⁶

Kegiatan pembiayaan dan investasi keuangan dari aspek syariah pada prinsipnya merupakan kegiatan yang dilakukan oleh pemilik harta (investor) terhadap pemilik usaha (emiten) untuk memberdayakan pemilik usaha dalam melakukan kegiatan usahanya dan pemilik harta (investor) berharap untuk memperoleh manfaat tertentu. Oleh sebab itu, kegiatan investasi keuangan termasuk kegiatan usaha dari pemilik harga, tetapi secara pasif. Prinsip-prinsip syariah dalam investasi dan pembiayaan keuangan pada dasarnya sama dengan kegiatan usaha lainnya, yaitu prinsip kehalalan dan keadilan. Secara umum, prinsip tersebut adalah sebagai berikut:²⁷

- 1) Investasi hanya dapat dilakukan pada aset atau kegiatan usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah, dan kegiatan usaha tersebut adalah spesifik dan bermanfaat sehingga atas manfaat yang timbul dapat dilakukan bagi hasil.

²⁵ Saleha Madjid, “Prinsip-Prinsip (Asas-Asas) Muamalah,” *Jurnal Hukum Ekonomi Syariah* 1, no. 2 (2018), <https://doi.org/10.26618/jhes.v2i1.1353>.

²⁶ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah Dan Praktik Pasar Modal Syariah*, 85.

²⁷ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah dan Praktik Pasar Modal Syariah*, 86.

- 2) Akad yang terjadi antara pemilik harta (investor) dan pemilik usaha (emiten) dan tindakan ataupun informasi yang diberikan pemilik usaha serta mekanisme pasar (bursa dan *self regulating organization* lainnya) tidak boleh menimbulkan kondisi keraguan yang dapat menyebabkan ketidakpastian (*gharar*).
 - 3) Pemilik harta (investor) dan pemilik usaha (emiten) tidak boleh mengambil resiko yang melebihi kemampuan (*maysir*) yang dapat menimbulkan kerugian yang sebenarnya dapat dihindari.
 - 4) Pemilik harta investor pemilik usaha ataupun bursa dan *self regulating organization* lainnya tidak boleh melakukan hal-hal yang menyebabkan gangguan yang disengaja atas mekanisme pasar, baik dari segi penawaran atau *supply* maupun dari segi permintaan atau *demand*.
- c. Praktik Pasar Modal Syariah di Indonesia

Sejarah pasar modal syariah Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksadana Syariah oleh PT Danareksa Investment Manajemen pada 3 Juli 1997. Kemudian, Bursa Efek Indonesia (Bursa Efek Jakarta) bekerjasama dengan PT Danareksa meluncurkan *Jakarta Islamic Index* pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk membantu investor yang ingin menginvestasikan dananya dengan prinsip syariah. Pada tanggal 18 April 2001, untuk pertama kalinya, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) mengeluarkan fatwa yang berkaitan langsung dengan pasar modal, yaitu fatwa nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah. Instrumen pasar modal syariah terus bertambah dengan adanya obligasi syariah oleh PT Indosat Tbk pada September 2002 yang menjadi instrumen obligasi syariah pertama dengan menggunakan akad mudharabah. Perkembangan pasar modal syariah terus berlanjut dengan adanya kerjasama MoU antara Bapepam dan DSN-MUI pada 14 Maret 2003 untuk mengembangkan pasar modal syariah di Indonesia.²⁸

Pasar modal syariah di Indonesia dalam pelaksanaannya berlandaskan prinsip-prinsip syariah.

²⁸ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah dan Praktik Pasar Modal Syariah*, 94-95.

Berdasarkan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13, prinsip-prinsip syariah di pasar modal adalah prinsip hukum Islam dalam kegiatan pasar modal yang berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), sepanjang fatwa dimaksud tidak bertentangan dengan peraturan ini dan atau Peraturan Bapepam-LK yang didasarkan pada fatwa DSN-MUI. Menurut Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13, efek syariah adalah efek seperti yang dimaksud dalam Undang-undang Pasar Modal dimana dalam pelaksanaannya yaitu akad, cara dan kegiatan usaha yang menjadi landasan penerbitannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal. Efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah tersebut dimasukkan dalam kumpulan efek syariah yang disebut dengan Daftar Efek Syariah (DES).²⁹

Jenis-jenis efek yang masuk dalam Daftar Efek Syariah menurut Peraturan Bapepam-LK Nomor II.K.1 adalah sebagai berikut:

- 1) Surat Berharga Syariah yang diterbitkan oleh Negara Republik Indonesia.
- 2) Efek yang diterbitkan oleh emiten atau perusahaan publik yang kegiatan usaha serta pengelolaannya dilaksanakan berdasarkan prinsip syariah.
- 3) Sukuk yang diterbitkan oleh emiten termasuk obligasi syariah yang telah diterbitkan oleh emiten sebelum ditetapkan peraturan ini.
- 4) Saham dan Reksadana Syariah.
- 5) Unit Penyertaan Kontrak Investasi Kolektif Reksadana Syariah.
- 6) Efek Beragun Aset Syariah.
- 7) Efek berupa saham, termasuk Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) syariah dan waran syariah
- 8) Efek syariah yang memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal yang diterbitkan oleh Lembaga Internasional dimana pemerintah Indonesia menjadi salah satu anggotanya.
- 9) Efek Syariah lainnya.

²⁹ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah dan Praktik Pasar Modal Syariah*, 91-92.

- 10) Saham/Sukuk yang memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal yang diperdagangkan di bursa efek di luar negeri.
- 11) Surat berharga komersial syariah (*sharia commercial paper*) yang memenuhi prinsip syariah di pasar modal dan sudah mendapatkan peringkat dari perusahaan pemeringkat efek.

6. Indeks Saham Syariah Indonesia

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan indeks saham yang mencerminkan keseluruhan saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Konstituen ISSI yaitu keseluruhan saham syariah yang tercatat di BEI dan masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES). ISSI diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011 dan konstituennya direview setiap 6 bulan sekali pada bulan Mei dan November. Namun perubahan konstituen ISSI tidak selalu terjadwal setiap 6 bulan sekali seperti indeks-indeks di BEI lainnya, penyesuaian konstituen ISSI dapat dilakukan setiap saat apabila terdapat saham syariah baru yang tercatat dari Dewan Efek Syariah.³⁰

Saham-saham yang masuk dalam indeks syariah ini merupakan emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip syariah dengan kualifikasi antara lain:³¹

- a. Spekulasi dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- b. Usaha lembaga keuangan konvensional yang mengandung riba termasuk perbankan dan asuransi syariah.
- c. Usaha yang memproduksi, mendistribusikan serta memperdagangkan makanan yang tergolong haram.
- d. Usaha yang memproduksi dan memperdagangkan barang-barang atau jasa yang dapat merusak moral dan bersifat mudarat.

B. Penelitian Terdahulu

Adapun beberapa penelitian yang berkaitan dengan penelitian ini antara lain:

³⁰ Oktavia Setyani, "Pengaruh Inflasi Dan Nilai Tukar Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia," *Islamiconomic* 8, no. 2 (2017): 221, <https://doi.org/10.32678/ijej.v8i2.76>.

³¹ Nor Hadi, *Pasar Modal Edisi 2*, 294.

Tabel 2.1
 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti dan Tahun	Judul Penelitian	Hasil Penelitian	Perbedaan Penelitian	Persamaan Penelitian
1.	I Ketut Gede Saputra, I B Anom Purbawangsa, dan Luh Gede Sri Artini (2017)	Reaksi Pasar Sekitar Kenaikan Harga BBM Pada Return Saham IDX30 Di Bursa Efek Indonesia	Tidak terdapat perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> positif yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa kenaikan BBM.	Peristiwa pada penelitian ini adalah kenaikan harga BBM tahun 2014 - 2015. Obyek penelitian ini merupakan perusahaan yang masuk dalam IDX30. Penentuan sampel penelitian ini menggunakan metode <i>sampling</i> jenuh atau sensus. Periode peristiwa penelitian ini adalah 5 hari sebelum dan sesudah peristiwa.	Menggunakan tema penelitian yang sama yaitu menguji reaksi pasar terhadap kenaikan harga BBM.

No	Peneliti dan Tahun	Judul Penelitian	Hasil Penelitian	Perbedaan Penelitian	Persamaan Penelitian
2.	Stesia Juliana Liogu Dan Ivonne S Saerang (2015)	Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Kenaikan Harga BBM Atas Saham LQ45 Pada Tanggal 1 November 2014	Terdapat perbedaan yang signifikan pada <i>abnormal return</i> , <i>trading volume</i> dan <i>activity</i> kapitalisasi pasar antara sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM.	Peristiwa pada penelitian ini adalah kenaikan harga BBM tahun 2014. Objek penelitian ini merupakan perusahaan yang masuk dalam indeks LQ45.	Menggunakan tema penelitian yang sama yaitu menguji reaksi terhadap kenaikan harga BBM. Menggunakan periode peristiwa yang sama yaitu 10 hari sebelum dan sesudah peristiwa.
3.	Siti Choriliyah, Himawan Arif Sutanto, dan Dwi Suryanto Hidayat (2016)	Reaksi Pasar Modal Terhadap Penurunan Harga Bahan Bakar Minyak (BBM) Atas Saham Sektor Industri Transportasi Di Bursa Efek Indonesia	Terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata <i>abnormal return</i> dan <i>trading volume activity</i> antara sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM.	Peristiwa pada penelitian ini adalah penurunan harga BBM tahun 2016. Objek penelitian ini merupakan perusahaan sektor transportasi yang terdaftar di BEI.	Menggunakan tema penelitian yang sama yaitu menguji reaksi pasar. Menggunakan teknik pengambilan sampel yang sama yaitu <i>purposive sampling</i> .

No	Peneliti dan Tahun	Judul Penelitian	Hasil Penelitian	Perbedaan Penelitian	Persamaan Penelitian
4.	Wiwik Tiswiyanti dan Asrini (2015)	Reaksi Investor Atas Kenaikan Harga BBM Terhadap <i>Abnormal Return</i> , <i>Security Return Variability</i> dan <i>Trading Volume</i> Saham Perusahaan Transportasi Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata <i>abnormal return</i> , <i>security return variability</i> dan <i>trading volume activity</i> antara sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM.	Periode peristiwa penelitian ini adalah 5 hari sebelum dan sesudah peristiwa. Peristiwa pada penelitian ini adalah kenaikan harga BBM tahun 2014. Objek penelitian ini merupakan perusahaan sektor transportasi yang terdaftar di BEI.	Menggunakan tema penelitian yang sama yaitu menguji reaksi pasar. Menggunakan teknik pengambilan sampel yang sama yaitu <i>purposive sampling</i> .
5.	Anita (2016)	Analisis Perbandingan Kinerja Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kenaikan BBM	Terdapat perbedaan yang signifikan pada <i>abnormal return</i> sebelum dan	Periode peristiwa penelitian ini adalah 3 hari sebelum dan sesudah peristiwa. Peristiwa pada penelitian ini adalah kenaikan harga BBM tahun 2015.	Menggunakan tema penelitian yang sama yaitu menguji reaksi pasar.

No	Peneliti dan Tahun	Judul Penelitian	Hasil Penelitian	Perbedaan Penelitian	Persamaan Penelitian
			<p>sesudah pengumuman kenaikan BBM.</p>	<p>Objek penelitian ini merupakan perusahaan sektor pertambangan yang terdaftar di ISSI.</p> <p>Periode peristiwa penelitian ini adalah 3 hari sebelum dan sesudah peristiwa.</p>	

C. Kerangka Berpikir

Kerangka berpikir merupakan sekumpulan model konseptual yang mencakup bagaimana sebuah teori dapat bergantung pada faktor-faktor yang telah diidentifikasi sebagai sebuah permasalahan yang penting.³² Kerangka pemikiran dapat didefinisikan secara luas sebagai cara berpikir yang menjelaskan hubungan antara variabel yang diteliti dan sekaligus mencerminkan jenis dan jumlah rumusan masalah yang perlu diangkat dalam penelitian, teknik analisis statistik yang digunakan dalam penelitian, dan sejumlah hipotesis yang didukung oleh teori.³³

Penelitian ini menggunakan studi peristiwa (*event study*) untuk menguji reaksi pasar dari suatu peristiwa atau informasi yaitu pengumuman kenaikan harga BBM pada 3 September 2022. Apabila pengumuman kenaikan BBM mengandung informasi, pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.³⁴ Reaksi pasar ini dapat diukur menggunakan *abnormal return*, reaksi pasar ditujukan dengan adanya perubahan harga sekuritas yang bersangkutan. Dari perubahan harga tersebut dapat memberikan keuntungan diatas normal atau yang disebut *return abnormal*. Selain menggunakan *abnormal return* reaksi pasar juga dapat diukur menggunakan *trading volume activity*. Aktivitas volume perdagangan merupakan indikator yang digunakan untuk mengamati dan mengukur bagaimana pasar modal bereaksi terhadap informasi atau peristiwa yang terjadi di pasar modal. Informasi atau peristiwa tertentu dapat menyebabkan pergerakan harga saham di pasar modal, yang dapat berdampak pada penawaran dan permintaan saham.

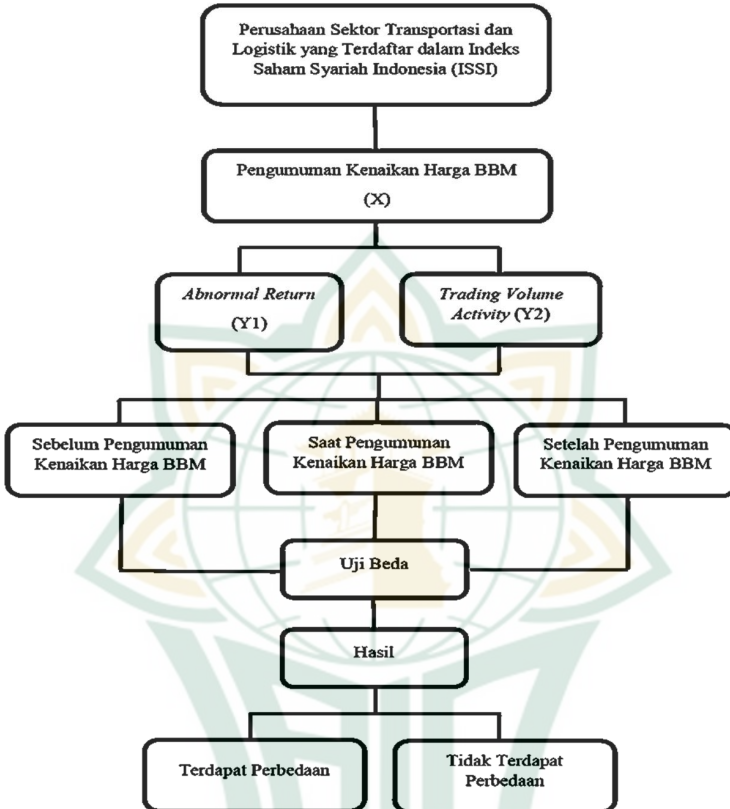
Berdasarkan uraian tersebut kerangka pemikiran dapat digambar sebagai berikut:

³² Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis: Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, Dan R&D* (Bandung: Alfabeta, 2013), 88.

³³ Sugiyono, *Statistika Untuk Penelitian* (Bandung: Alfabeta, 2019), 8.

³⁴ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 3.

Gambar 2.2
Kerangka Berpikir



D. Hipotesis

Hipotesis merupakan tanggapan sementara terhadap masalah yang diangkat dalam penelitian.³⁵ Suatu tanggapan sementara, dikarenakan jawaban yang diberikan hanya didasarkan pada teori dan bukan pada kebenaran empiris yang ditemukan melalui analisis data. Sehingga hipotesis dapat dirumuskan sebagai tanggapan teoritis terhadap masalah penelitian.³⁶

³⁵ Sugiyono, *Statistika Untuk Penelitian*, 84.

³⁶ Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis: Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, Dan R&D*, 93.

Berdasarkan landasan teori dan kerangka berpikir diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. Terdapat Perbedaan *Average Abnormal Return*

Analisis reaksi pasar terhadap suatu peristiwa umumnya menggunakan metode studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa ini digunakan untuk mempelajari dampak dari suatu peristiwa terhadap harga saham seperti ada tidaknya *abnormal return*. Return tak normal merupakan kelebihan dari return yang terjadi terhadap return ekspektasian. Selisih antara return sesungguhnya dan return ekpektasian menyebabkan adanya return tak normal.³⁷

Penelitian terdahulu yang telah dilakukan menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Peristiwa pengumuman kenaikan harga BBM pada tanggal 15 Mei 2015 ternyata berdampak pada saham sektor pertambangan syariah dan menunjukkan bahwa pasar modal syariah Indonesia bereaksi terhadap peristiwa tersebut.³⁸ Hasil yang sama juga diperoleh dari studi peristiwa penurunan harga BBM pada 1 April 2016 terhadap saham sektor transportasi bahwa peristiwa pasar bereaksi terhadap peristiwa.³⁹ Sedangkan penelitian lain pada peristiwa kenaikan harga BBM pada tahun 2015 terhadap saham IDX30 menunjukkan tidak terjadi reaksi pasar disekitar peristiwa tersebut dan investor tidak *abnormal return*.⁴⁰

Hipotesis pertama dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H_0 1 : Tidak ditemukan perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* antara sebelum dengan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 3 September 2022 pada saham sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di ISSI.

³⁷ Jogiyanto Hartono, *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*, 93-94.

³⁸ Anita, "Analisis Perbandingan Kinerja Saham Syariah Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Kenaikan BBM," 29.

³⁹ Chorilyah, Sutanto, and Hidayat, "Reaksi Pasar Modal Terhadap Penurunan Harga Bahan Bakar Minyak (Bbm) Atas Saham Sektor Industri Transportasi Di Bursa Efek Indonesia," 1.

⁴⁰ I Ketut Gede Saputra, dkk, "Reaksi Pasar Di Sekitar Peristiwa Kenaikan Harga BBM Pada Return Saham IDX30 Di Bursa Efek Indonesia," 986.

H_{a1} : Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* antara sebelum dengan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 3 September 2022 pada saham sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di ISSI.

2. Terdapat Perbedaan *Trading Volume Activity*

Aktivitas volume perdagangan merupakan indikator yang digunakan untuk mengamati dan mengukur bagaimana pasar modal bereaksi terhadap informasi atau peristiwa yang terjadi di pasar modal. Informasi atau peristiwa tertentu dapat menyebabkan pergerakan harga saham di pasar modal, yang dapat berdampak pada penawaran dan permintaan saham. Aktivitas volume perdagangan merupakan penjualan dari setiap transaksi yang terjadi di bursa saham pada waktu tertentu untuk saham tertentu.

Studi pernah dilakukan pada peristiwa pengumuman kenaikan harga BBM di tahun 2014 atas saham LQ45 menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman tersebut yang diukur dengan *abnormal return*, *trading volume activity* dan kapitalisasi pasar.⁴¹ Hasil yang sama juga diperoleh pada studi peristiwa pengumuman kenaikan harga BBM di tahun 2014 terhadap perusahaan yang listing di BEI, menunjukkan hasil adanya perbedaan yang signifikan pada *abnormal return* dan *trading volume activity* antara sebelum dan sesudah pengumuman.⁴² Sedangkan penelitian lain diperoleh hasil yang berbeda pada *event study* pengumuman kenaikan harga BBM di tahun 2017, bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *abnormal return* dan *trading volume activity* antara sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM.⁴³

Hipotesis kedua dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

⁴¹ Stesia Juliana Liogu and Ivonne S Saerang, "Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Kenaikan Harga BBM Atas Saham LQ 45 Pada Tanggal 1 November 2014," 1280.

⁴² Riskhy Tia Femianita and Nadia Asandimitra, "Reaksi Pasar Sebelum Dan Sesudah Kenaikan Harga BBM Pada Perusahaan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia (BEI)," *BISMA (Bisnis Dan Manajemen)* 7, no. 1 (2014): 53, <https://doi.org/10.26740/bisma.v7n1.p53-62>.

⁴³ Ni Made Ardani, "Studi Komparatif Reaksi Pasar Sebelum Dan Sesudah Kenaikan Harga Bbm Atas Saham Lq-45 Di Bei (Even Study Pada Peristiwa Kenaikan Bbm Tanggal 5 Januari 2017)," 624.

- H_0 2 : Tidak ditemukan perbedaan yang signifikan rata-rata *trading volume activity* antara sebelum dengan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 3 September 2022 pada saham sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di ISSI.
- H_a 2 : Terdapat perbedaan rata-rata *trading volume activity* antara sebelum dengan sesudah pengumuman kenaikan harga BBM 3 September 2022 pada saham sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di ISSI.

