

BAB II LANDASAN TEORI

A. *Efficient Market Hypothesis*

1. Pengertian *Efficient Market Hypothesis*

Efficient Market Hypothesis atau pasar modal efisien merupakan pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Dengan demikian akan sulit (atau bahkan hampir tidak mungkin) bagi para pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek.¹ Munculnya hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) digunakan oleh Fama di tahun 1970 yang menunjukkan bahwa dalam usaha untuk menguji apakah pasar saham efisien harganya, diperlukan dua definisi. Pertama, perlu untuk mendefinisikan apa yang dimaksud dengan harga-harga yang “sepenuhnya mencerminkan” informasi. Kedua, sekumpulan informasi relevan yang diasumsikan “tercermin seluruhnya” lewat harga-harga harus didefinisikan.²

Jika harga ditemukan secara rasional, maka informasi baru hanya akan mengakibatkan perubahan. Maka dari itu, langkah acak akan menjadi akibat alami dari harga yang selalu mencerminkan seluruh pengetahuan saat ini. Tentunya jika pergerakan harga saham dapat diramalkan, yang akan memberatkan bukti mengenai ketidakefisienan pasar saham, karena kemampuan untuk meramalkan harga yang menunjukkan bahwa seluruh informasi yang tersedia telah tercermin dalam harga saham. Maka dari itu, dugaan bahwa saham telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia disebut

¹ Suad Husnan, *Dasar-dasar Teori portofolio dan Analisis Sekuritas*, (Yogyakarta: UPP STIM YKPN), 232.

² Frank J.Fabozzi, *Manajemen Investasi*, terj. Tim Salemba Empat (Jakarta: Salemba Empat, 1999), 245.

dengan hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*).³

Konsep dasar yang menjadi proporsi teori pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) bahwa seluruh informasi yang tersedia dapat dengan mudah dan murah ditangkap oleh pasar. Karena dalam pasar efisien informasi dapat diperoleh tanpa halangan, maka harga-harga aset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut. artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau "*stock prices reflect all available information*". Dengan demikian, Suatu pasar dikatakan efisien, apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh return tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada.⁴

Dalam pasar efisien, informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi di masa lalu (misalkan laba perusahaan tahun lalu), informasi saat ini (misalkan rencana kenaikan dividen tahun ini), dan juga informasi yang bersifat sebagai pendapat/opini rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga (misal, jika banyak investor di pasar berpendapat bahwa harga saham akan naik, maka informasi tersebut nantinya akan tercermin pada perubahan harga saham yang cenderung naik).⁵

Konsep pasar efisien menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan baru sebagai respon atas informasi baru yang masuk ke pasar. Proses penyesuaian harga tidak harus berjalan dengan sempurna, tetapi yang terpenting adalah harga yang terbentuk tersebut tidak bias. Dengan demikian, pada waktu tertentu pasar bisa *overadjusted* atau

³ Zvi Bodie, dkk., *Manajemen Portofolio Dan Investasi*, terj. Romi Bhakti Hartarto dan Zuliani Dalimunthe (Jakarta: Salemba Empat, 2014), 360.

⁴ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 298.

⁵ Eduartus Tandelilin, *Portofolio dan Investasi*, 219.

underadjusted ketika bereaksi terhadap informasi baru, sehingga harga baru yang terbentuk tersebut bisa jadi bukan merupakan harga yang mencerminkan nilai intrinsik dari sekuritas tersebut. apabila pasar dalam bentuk efisien, maka informasi tersebut akan dengan cepat tercermin pada harga saham yang baru.⁶ Pasar akan *overadjusted* apabila investor akan dengan cepat menyesuaikan harga saham sesuai dengan nilai saham yang baru. Sebaliknya pasar *underadjusted* jika proses penyesuaian harga saham tersebut tidak berjalan dengan efisien yang akan menyebabkan *lag* meskipun harga akan menuju keseimbangan dengan memakan waktu tertentu. Oleh karena itu, hal penting yang perlu diperhatikan adalah bahwa lamanya waktu penyesuaian yang dibutuhkan untuk mencapai harga keseimbangan tidak dapat diperkirakan sebelumnya. Terdapatnya *lag* dalam penyesuaian harga akan menyebabkan terbukanya celah bagi investor untuk memperoleh keuntungan dengan memanfaatkan situasi *lag* tersebut.⁷

2. Alasan Pasar yang Efisien dan Tidak Efisien

Terdapat beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien, antara lain:

- a. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit. Investor tersebut akan menggunakan segenap potensinya untuk berpartisipasi di pasar dengan melakukan analisis, menilai, serta mengambil keputusan *trading*.
- b. Investor merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga dari sekuritas. Harga pasar sangat ditentukan oleh mekanisme pasar yang didalamnya terdapat banyak pembeli juga penjual.
- c. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah.

⁶ Andreas dan Ria Daswan, “January Effect Pada Perusahaan LQ-45 Bursa Efek Indonesia 2003-2008”, Jurnal Ekonomi 19, no.3, (2011): 11. <http://media.neliti.com>

⁷ Eduartus Tandellin, *Portofolio dan Investasi*, 219-221.

- d. Informasi yang terjadi bersifat random dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya random satu dengan yang lainnya sehingga investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
- e. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.⁸

Sebaliknya pasar dikatakan tidak efisien jika kondisi-kondisi berikut terjadi, yaitu :

- a. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas
- b. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya terhadap suatu informasi yang sama sehingga ada sebagian pelaku pasar yang menerima informasi tepat waktunya, sebagian menerima informasi dengan terlambat dan sisanya mungkin tidak menerima informasi sama sekali. Kondisi ini disebut sebagai penyebaran informasi yang tidak simetris (*information asymmetric*).
- c. Informasi yang disebarakan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian dari pelaku pasar
- d. Investor adalah individual-individual yang lugas (*naive investor*) dan tidak cangguh (*unsophisticated Investors*).⁹

3. Bentuk-bentuk Pasar Efisien

Fama dalam buku Nor Hadi mendefinisikan pasar yang efisien adalah pasar yang mengelola informasi, dimana harga-harga sekuritas yang diamati pada suatu waktu tertentu didasarkan pada evaluasi yang “benar” dari seluruh informasi yang tersedia pada saat itu.¹⁰ Kemudian Fama membagi efisiensi pasar menjadi tiga macam yaitu

⁸ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 298.

⁹ Desak Nyoman Sri Werastuti, “Anomali Pasar pada Return Saham: *The Day Of Effect, Week Four Effect, Rogalsky Effect, dan January Effect*”, *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika JINAH* 2, no.1 (2012): 7, diakses pada 15 Maret, 2019,

<https://datakata.files.wordpress.com/2015/09/desak-werastuti-2012.pdf>

¹⁰ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 299.

efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*), efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) dan efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*).

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

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) 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 investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

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

Pasar dikatakan efisien setengah kuat, jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa pengumuman laba, pengumuman pembagian dividen, pengumuman merger dan akuisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan yang harus dipenuhi oleh semua bank dan lain sebagainya. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.¹¹

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

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat bahwa harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan dan informasi yang tidak dipublikasikan (informasi privat).¹² Informasi privat adalah informasi yang hanya diketahui

¹¹ Jogyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 607-609.

¹² Nor Hadi, *Pasar Modal*, 300.

oleh orang dalam dan bersifat rahasia karena alasan strategi.¹³ Contoh informasi privat adalah hasil riset yang diterbitkan sendiri oleh unit kerja riset yang ada dalam perusahaan atau dibeli dari lembaga riset lainnya.¹⁴ Dalam keadaan semacam ini pasar modal akan seperti rumah lelang yang ideal: harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham. Pergerakan harga saham dapat dipengaruhi oleh banyak hal, beberapa contoh variabel yang mempengaruhi harga saham, diantaranya¹⁵:

1) Pengumuman pembagian deviden tunai

2) Pengumuman *stock split*

Stock split adalah pemecahan nilai nominal saham menjadi nilai nominal yang lebih kecil. *Stock split* pada prinsipnya tidak mempengaruhi modal disetor penuh, melainkan yang mengalami perubahan hanyalah nilai nominal saham, yaitu nilai nominal setelah *stock split* menjadi lebih kecil sehingga jumlah saham yang beredar menjadi lebih banyak.

3) Pengumuman *right issue*

Right juga sering disebut Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) adalah produk efek (sekuritas) yang diturunkan dari saham yang dikeluarkan oleh emiten yang memberikan hak kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang akan dikeluarkan oleh emiten dengan proporsi dan harga tertentu.

4) Pengumuman saham bonus atau saham deviden

Saham bonus adalah saham-saham baru yang dikeluarkan oleh emiten dan diberikan kepada pemegang saham lama yang berasal dari agio saham (selisih antara harga jual saham pada saat penawaran umum dengan nilai nominal saham). Saham deviden

¹³ Mohamad Cholil, *Pasar Modal dan Analisis Investasi Portofolio*, (Semarang: Studi Nusa, 2003), 7.

¹⁴ Mohamad Samsul, *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*, (Jakarta: Erlangga, 2006), 271.

¹⁵ Mohamad Samsul, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, 272.

adalah keuntungan yang diberikan kepada para pemegang saham yang bersumber dari kemampuan emiten mencetak laba bersih dari operasinya.

- 5) Pengumuman waran
Waran adalah pemberian hak kepada para pemilik untuk membeli saham biasa atas nama dengan harga yang ditentukan didalam waran (*exercise price*).
- 6) Rencana *merger* dan *akuisisi*
Merger atau penggabungan usaha adalah suatu tindakan menyatukan dua perusahaan dari industri yang sejenis menjadi satu perusahaan. *Akuisisi* adalah pembelian suatu perusahaan oleh perusahaan lain atau kelompok investor.
- 7) Rencana transaksi benturan kepentingan
- 8) Perubahan variabel makro dan mikroekonomi
Peristiwa-peristiwa ekonomi diantaranya peristiwa peledakan WTC New York pada tanggal 11 september 2001, peristiwa harga BBM naik pada tanggal 2 April 2002, peristiwa pengesahan Gubernur BI yang baru pada tanggal 14 Mei 2003, dan lain-lain.¹⁶
- 9) Peristiwa internasional
Peristiwa internasional contohnya harga minyak dunia anjlok pada pertengahan tahun 2014, terpilihnya Donal Trump sebagai presiden Amerika Serikat dengan kebijakan-kebijakannya yang dianggap nyeleneh yang berdampak signifikan terhadap perekonomian global.
- 10) Pergerakan indeks saham DJIA, Nikkei 225, Hang Seng
Indeks saham DJIA merupakan rata-rata indeks saham Amerika Serikat yang terbesar di dunia dan pergerakan indeks DJIA dapat mempengaruhi hampir seluruh indeks saham dunia terasuk IHSG. Nikkei 225 merupakan rata-rata aritmatika dari 225 saham yang aktif diperdagangkan di bursa saham Tokyo (*Tokyo Stock Exchange*). Hang Seng adalah indeks kumulatif dari 38 saham blue chip dari

¹⁶ Irham Fahmi, *Pengantar Pasar Modal*, 272.

Hongkong Stock Market yang merupakan salah satu indeks saham terpercaya yang digunakan para investor dan *fundmanager* untuk berinvestasi.¹⁷

11) Peristiwa politik nasional

Peristiwa politik nasional contohnya peristiwa peledakan bom Bali pada tanggal 12 Oktober 2001, peristiwa banjir melumpuhkan Jakarta pada tanggal 30 Januari 2002, peristiwa aksi damai 212 tahun 2016, dan lain-lain.¹⁸

12) *January effect*

January effect adalah kecenderungan naiknya harga saham antara tanggal 31 Desember sampai dengan akhir minggu pertama pada bulan januari

13) *Insider information* adalah dimana seorang investor mendapat informasi yang pasti perihal peluang keuntungan dalam transaksi jual beli saham yang berasal dari orang dalam di perusahaan terkait.

14) Perubahan siklus ekonomi melalui *leading indicator* yaitu rata-rata jam kerja pekerja pabrik, klaim dari asuransi pengangguran, indeks harga saham S&P 500, dan lain-lain.

4. Pengujian Hipotesis Pasar Efisien

Pada tahun 1991, fama mengemukakan penyempurnaan atas klasifikasi efisiensi pasar tersebut. Efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu klasifikasi yang lebih bersifat umum untuk menguji prediktabilitas return (*return predictability*). pada klasifikasi ini, informasi mengenai pola return sekuritas, seperti return yang tinggi di bulan januari dan hari jum'at, tidak dapat digubakan untuk memperoleh return tak normal. Sedangkan efisiensi bentuk setengah kuat diubah menjadi studi peristiwa (*event studies*), dan pengujian pasar dalam bentuk kuat disebut sebagai pengujian

¹⁷ Shelby Virby, "Pengaruh Indeks Dow Jones Industrial Average, Nikkei 225, Hangseng Index dan Shanghai Stock Exchange Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2008-2013", Jurnal Ilmiah Ilmu Manajemen, 84.

¹⁸ Irham Fahmi, *Pengantar Pasar Modal*, 270-271.

informasi privat (*privat information*).¹⁹ Untuk memberikan pola pengujian ketiga jenis teori pasar efisien tersebut dibahas sebagai berikut:

a. Pengujian Prediktabiliti Return (*Return Predictability*)

Pengujian ini merupakan pengembangan dari bentuk pasar lemah (*weak form*). Pengujian ini meliputi pengujian pola *return* (harian, mingguan, maupun bulanan), pengujian *predictability* return jangka pendek maupun jangka panjang serta pengujian hubungan antara karakteristik perusahaan dengan *return* sekuritas tertentu.²⁰

1) Pola *return* harian

Return sangat tergantung pada perilaku investor ketika melakukan trading di lantai bursa, karena *return* tidak lain adalah selisih antara harga beli dengan harga jual yang dilakukan investor. Dengan demikian *return* tidak dapat diakses dari ekspektasi yang dijadikan pijakan investor ketika mengambil keputusan. Karena itu, *return* memiliki pola tertentu sejalan dengan pola perilaku investor dalam mengambil keputusan investasi di lantai bursa.²¹

2) Pola *return* bulanan

Pola *return* saham tidak hanya terjadi secara harian. Pola *return* juga dapat terjadi secara bulanan, yaitu terdapat kecenderungan atau bahkan kejekan pola *return* tertentu untuk bulan-bulan tertentu seperti adanya pola kecenderungan *return* yang tinggi, kecenderungan *return* yang rendah, kecenderungan abnormal *return* yang tinggi dan sejenisnya. Munculnya pola *return* tersebut menunjukkan adanya pola *seasonality return* sebagai akibat perilaku investor untuk memanfaatkan moment tertentu untuk memprediksi dalam rangka dapat menghasilkan keuntungan dalam berinvestasi.

¹⁹ Eduartus Tandelilin, *Portofolio dan Invesatsi*, 224.

²⁰ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 305.

²¹ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 306.

Pada pasar yang efisien, pola seasonal tersebut seharusnya tidak terjadi. Investor yang melihat adanya *return* yang tinggi di bulan januari akan mulai melakukan pembelian di akhir bulan Desember untuk mendapatkan *return* tak normal. Perilaku pembelian investor tersebut akan menyebabkan pola seasonal yang ada menjadi hilang. Tetapi ternyata *return* tinggi di bulan Desember tidak dapat sepenuhnya dapat dijelaskan dengan baik, sehingga *january effect* merupakan suatu penyimpangan bagi pasar yang efisien.²²

3) Memprediksi jangka pendek

Prediksi jangka pendek berarti memanfaatkan data *return* sebelumnya untuk memprediksi *return* saham atau sekuritas lain untuk sehari atau beberapa berikutnya.

4) Memprediksi jangka panjang

Pengujian prediks jangka panjang maksudnya menguji pengaruh *return* dahulu terhadap *return* sekarang dalam masa yang panjang.

b. Pengujian Studi peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*informasi content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji afisiensi pasar bentuk setengah kuat.²³

c. Pengujian *Private Information*

Pengujian privat studi merupakan pengujian apakah pihak-pihak insider-insider (perusahaan) dan kelompok investor tertentu dianggap memiliki akses informasi lebih baik, dapat memperoleh abnormal *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan *return* pasar umumnya. Yang termasuk dalam insider adalah direktur, manajer, karyawan atau pemegang saham yang dianggap bisa mendapatkan informasi yang

²² Eduartus Tandelilin, *Portofolio dan Investasi*, 232.

²³ Jogiyanto hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 643.

sesungguhnya mengenai perusahaan yang tidak dapat dilakukan oleh pihak lainnya.

Pengujian teori efisiensi market menguji sejauhmana kemudahan dan kemurahan informasi privat dapat ditangkap (diperoleh) investor sehingga mencerminkan harga pasar. Pasar yang efisien bentuk kuat (*private studies*) akan memberikan kemudahan dan kemurahan akses private information sehingga tercermin dalam harga sekuritas.²⁴

5. Pentingnya pasar Efisien

Literatur-literatur akuntansi dalam decade enam puluhan beranggapan bahwa laporan keuangan merupakan satu-satunya sumber informasi mengenai perusahaan. Dewasa ini, laporan keuangan bukanlah satu-satunya sumber informasi dalam suatu perusahaan. Banyak faktor yang harus dipertimbangkan untuk melakukan penilaian kondisi suatu perusahaan yang tidak semata-mata terbentuk dari informasi keuangan. pertimbangan politis misalnya, akan mempengaruhi secara langsung terhadap perusahaan yang secara ekonomis dapat mempengaruhi kelangsungan operasi perusahaan tersebut.

Dengan begitu banyaknya informasi yang perlu dipertimbangkan, maka efisiensi pasar mempunyai arti penting sebagai berikut²⁵:

- a. Jika pasar efisien, para manajer perusahaan akan bekerja memperbaiki kinerja perusahaannya. Ini berarti bahwa perusahaan dengan prospek yang bagus akan mempunyai harga saham tinggi, sebaliknya perusahaan dengan prospek yang kurang baik sahamnya akan dinilai pada harga rendah. Tinggi rendahnya harga mencerminkan keyakinan investor pada perusahaan.
- b. Pasar efisien digunakan untuk memperoleh biaya modal. Ini berarti bahwa perusahaan dengan prospek tinggi akan memperoleh modal pada harga yang wajar. Harga saham merupakan cermin tentang kondisi perusahaan. Dengan harga saham yang tinggi dapat

²⁴ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 311.

²⁵ Mohamad Cholil, *Pasar Modal dan Analisis Investasi Portofolio*,

- digunakan sebagai ajang promosi tentang kondisi perusahaan.
- c. Jika pasar efisien, lembaga keuangan tidak akan khawatir tentang harga saham, dengan kata lain lembaga keuangan menaruh kepercayaan terhadap harga saham yang berlaku di pasar modal. Apabila terdapat kesalahan penetapan harga saham (*mispriced*) baik itu terlalu rendah atau terlalu tinggi (*under/over value*) adalah tugas para analis untuk menemukan kesalahan penetapan harga saham tersebut dan kemudian akan dikoreksi. Koreksi harga saham otomatis dilakukan JATS (*Jakarta Automated Trading System*) dengan melakukan *Auto Rejection* (satu bentuk mekanisme perlindungan dan pengawasan untuk menghindari permainan harga dilantai bursa).

Pelaksanaan perdagangan efek bersifat ekuitas akan melakukan *auto rejection* apabila:

- 1) Harga penawaran jual atau permintaan beli yang dimasukkan dalam JATS lebih kecil dari Rp. 50
- 2) Harga penawaran jual atau permintaan beli saham yang dimasukkan ke JATS:
 - a) Lebih dari 35% diatas atau dibawah acuan harga untuk saham rentang harga Rp 50 s/d Rp 200
 - b) Lebih dari 25% diatas atau dibawah acuan harga untuk saham dengan rentang harga lebih dari Rp. 200 s/d Rp 500
 - c) Lebih dari 20% diatas atau dibawah acuan harga untuk saham dengan harga diatas Rp. 5000.²⁶

Acuan harga yang digunakan untuk pembatasan harga penawaran tertinggi dan terendah atas saham yang dimasukkan dalam JATS ditetapkan berdasarkan pada:

- 1) Harga pembukaan di Pasar reguler untuk perdagangan saham di pasar reguler dan pasar tunai.

²⁶ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 98.

- 2) Harga *previous* apabila harga pembukaan tidak terbentuk.
- 3) Harga teoritis hasil tindakan korporasi untuk saham perusahaan diperdagangkan di bursa.²⁷
- d. Pada pasar efisien, biaya iklan untuk saham baru relative kecil. Biaya iklan diperlukan untuk melakukan penyebaran informasi mengenai saham di pasar, meskipun pada pasar efisien secara cepat informasi akan tersebar dan direfleksikan pada harga saham. Dalam kenyataannya, besarnya biaya iklan akan mempengaruhi kenaikan harga ataupun meningkatkan volume pembelian saham.²⁸
- e. Pada pasar efisien, para manajer tidak dapat memanipulasi teknik data akuntansi atau prosedur-prosedur, untuk member gambaran perusahaan yang berbeda. Mereka dapat memanipulasi dengan mengumumkan laba per lembar saham yang cenderung naik. Dengan laba yang meningkat, hal ini akan meningkatkan harga saham di pasar.
- f. Di pasar efisien para investor tidak memerlukan sumber informasi lain. Informasi direfleksikan pada harga saham. Para investor tidak khawatir membeli saham pada harga yang cukup optimistic. Mereka menilai harga yang benar adalah seperti yang mereka lihat.

B. Event Study Theory

Event Study merupakan pengujian teori pasar efisien yang mengkaitkan antara pengumuman informasi perusahaan terhadap harga sekuritas perusahaan yang bersangkutan. Inti dari even study adalah mengkaitkan kecepatan informasi yang diterbitkan perusahaan dan tercermin dalam harga pasar sekuritas.²⁹

Studi kejadian (*event Study*) menggambarkan teknik penelitian keuangan empiris yang memungkinkan peneliti untuk menilai dampak dari kejadian tertentu terhadap harga

²⁷ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 99.

²⁸ Mohamad Cholil, *Pasar Modal dan Analisis Investasi Portofolio*,

11.

²⁹ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 311.

saham perusahaan. Analisis pasar saham ingin meneliti dampak dari perubahan dividen terhadap harga saham, misalnya. Studi kejadian akan menghitung hubungan antara perubahan dividen dan imbal hasil saham.³⁰

Studi peristiwa (*even study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*even*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Even study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.³¹

Salah satu contoh penelitian mengenai event study yang pernah dilakukan adalah penelitian yang dilakukan oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll. Mereka meneliti dampak adanya pengumuman stock split oleh perusahaan terhadap perubahan harga saham. Stock split pada dasarnya merupakan tindakan perusahaan untuk memecah saham yang telah beredar dari satu saham menjadi kelipatan dua, tiga, ataupun sekian banyak saham. Secara teoritis, tindakan ini tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga pada pasar yang efisien adanya berita ini tidak akan diikuti oleh adanya perubahan harga yang signifikan. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa tingkat return di sekitar pengumuman stock split relatif

³⁰ Bodie, dkk., *Manajemen Portofolio dan Investasi: Investment*, (Jakarta: Salemba Empat, 2014), 369-370.

³¹ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio*, 643-644.

stabil, sehingga hasil tersebut mendukung adanya efisien pasar.³²

Sedangkan penelitian event study yang pernah dilakukan di Indonesia menunjukkan hasil yang kurang mendukung adanya efisiensi pasar. Husnan dalam penelitian tentang pengaruh pengumuman emisi saham baru oleh perusahaan terhadap perubahan harga sekuritas, dan ternyata hasilnya menunjukkan bahwa harga sekuritas di BEJ belum bisa mencerminkan informasi tersebut.

C. Pasar Modal Syariah

1. Pengertian Pasar Modal Syariah

Dalam islam, investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan juga mendatangkan manfaat bagi orang lain. Al-Qur'an dengan tegas melarang aktivitas penimbunan (iktinaz) terhadap harta yang dimiliki. Dalam sebuah hadits, Nabi Muhammad Saw bersabda, *“Ketahuilah, siapa yang memelihara anak yatim, sedangkan anak yatim itu memiliki harta, maka hendaklah ia menginvestasikannya (membisniskannya), janganlah ia membiarkan harta itu idle, sehingga harta itu uterus berkurang lantaran zakat”*.³³

Untuk mengimplementasikan seruan investasi tersebut, maka harus diciptakan suatu sarana untuk berinvestasi. Banyak pilihan orang untuk menanamkan modalnya dalam bentuk investasi. Salah satu bentuk investasi adalah menanamkan hartanya dipasar modal. pasar modal merupakan salah satu pilar penting dalam perekonomian dunia saat ini. Banyak industry dan perusahaan yang menggunakan institusi pasar modal sebagai media untuk menyerap investasi dan media untuk memperkuat posisi keuangannya.

³² Nissa Ardiyanti Rosita, *“Analisis Perbedaan Return Saham Antara Sebelum dan Sesudah Hari Libur Lebaran Pada Perusahaan Yang Terdaftar dalam Jakarta Islamic Index Periode 2011-2015”*, (Skripsi, STAIN Kudus, 2016), 17.

³³ Ingrid Tan, *Bisnis & Investasi Sistem Syariah*, 46.

Pasar modal menurut fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (fatwa Dewan Syariah Nasional: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah dibidang pasar modal).³⁴

Dalam pandangan islam, pasar modal syariah dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah Islam. Oleh karena itu, instrument yang diperdagangkan tidak boleh terkait dengan kegiatan bisnis yang diharamkan seperti riba (bunga/rente), perjudian, spekulasi, produsen minuman keras, produsen makanan yang mengandung babi dan lain-lain.

Pasar modal syariah di Indonesia secara resmi diluncurkan 14 Maret 2003 bersamaan dengan penandatanganan MOU antara Bapepam-Lk dengan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).³⁵ Walaupun diluncurkan sejak tahun 2003, namun instrument pasar modal syariah telah hadir di Indonesia pada tahun 1997. Hal ini ditandai dengan peluncuran Danareksa Syariah pada 3 juli 1997 oleh PT. Danareksa Investment Management. Pasar modal syariah didirikan tidak lain dengan tujuan meningkatkan kepercayaan para investor untuk mengembangkan investasi dalam *equity* secara syariah atau untuk memberikan kesempatan kepada investor yang ingin melakukan investasi sesuai dengan prinsip syariah.³⁶

Adapun dasar hukum pasar modal syariah di Indonesia berdasarkan Al-Qur'an Surah Al-Baqarah ayat 275:

³⁴ Ahmad Supriyadi, *Pasar Modal Syariah di Indonesia*, 30.

³⁵ Iswi hariyani dan R. Serfianto D.P, *Buku Pintar Hukum Bisnis Pasar Modal: Strategi Tepat Investasi Saham, Obligasi, Waran, Right, Opsi, Reksadana & Produk Pasar Modal Syariah*, (Jakarta: Transmedia Pustaka, 2010), 351-352.

³⁶ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah dan Praktik Pasar Modal Syariah*, (Bandung: Pustaka Setia, 2013), 122.

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي
 يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ۚ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ
 الرِّبَا ۗ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ۚ فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّنْ
 رَبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ ۗ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ
 أَصْحَابُ النَّارِ ۗ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ ﴿٢٧٥﴾

Artinya: “Orang-orang yang memakan riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan setan karena 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 didalamnya. (Q.S. Al-Baqarah: 275).

Dalam ayat tersebut dijelaskan bahwasanya Allah telah menegaskan tentang larangan riba untuk dijadikan tolak ukur dalam mencari keuntungan dalam kegiatan sosial maupun ekonomi. Allah menghalalkan jual beli sebagai salah satu jalan untuk memperoleh harta dengan cara yang baik. Dalam islam pelarangan terhadap riba mencerminkan asas keseimbangan dalam memikul suatu risiko atas kerugian usaha, sementara kreditur bebas dan akan mendapat presentase tertentu pada saat dananya mengalami kemerosotan. Islam sendiri sangat melarang dengan adanya praktik riba/bunga, karena disisi lain Islam

mendorong umatnya untuk melakukan investasi. Dalam hal ini, terdapat perbedaan mendasar antara investasi dan membungakan uang. Investasi adalah kegiatan usaha yang mengandung risiko karena berhadapan dengan unsur ketidakpastian. Dengan demikian, perolehan return-nya tidak pasti dan tidak tetap. Sedangkan membungakan uang adalah kegiatan usaha yang kurang mengandung risiko karena perolehan returnnya berupa bunga yang relatif pasti dan tetap.

2. Instrumen Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah bukanlah suatu sistem yang terpisah dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Secara umum kegiatan pasar modal syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, namun terdapat beberapa karakteristik khusus pasar modal syariah yaitu bahwa instrumen dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Berdasarkan peraturan Bapepam Nomor IX.A.13 (Kep-130/BL/2006) tentang Penerbitan Efek Syariah, instrumen yang dapat diperdagangkan di pasar modal syariah di Indonesia terdiri dari:

a. Saham syariah

Secara sederhana, instrumen saham syariah dapat diartikan sebagai saham perusahaan emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Saham merupakan surat berharga yang mempresentasikan penyertaan modal didalam suatu perusahaan. Berdasarkan prinsip syariah, penyertaan modal tidak boleh dilakukan pada perusahaan-perusahaan emiten yang dianggap melanggar prinsip syariah seperti perusahaan perjudian, perusahaan yang menerapkan riba, perusahaan yang memproduksi barang haram seperti bir dan lain-lain.³⁷

Terdapat dua jenis saham syariah yang diakui di Pasar modal Indonesia. Pertama, saham yang

³⁷ Ingrid Tan, *Bisnis & Investasi Sistem Syariah: Perbandingan dengan Sistem Konvensional*, (Yogyakarta: Universitas Atma Jaya Yogyakarta, 2009), 46.

dinyatakan memenuhi kriteria seleksi saham syariah berdasarkan peraturan OJK no.II.K.1 tentang penerbitan Daftar Efek Syariah, kedua, saham yang dicatatkan sebagai saham syariah oleh emiten atau perusahaan public syariah berdasarkan peraturan OJK no.17/PJOK.04/2015. Suatu saham dapat dikategorikan saham syariah apabila memenuhi kriteria seleksi saham syariah yang dilakukan OJK antara lain:

1. Emiten tidak melakukan kegiatan usaha sebagai berikut:
 - a) Perjudian dan permainan yang tergolong judi
 - b) Perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain:
 - 1) Perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa
 - 2) Perdagangan dengan penawaran /permintaan palsu
 - c) Jasa keuangan ribawi antara lain:
 - 1) Bank berbasis bunga
 - 2) Perusahaan pembiayaan berbasis bunga
 - d) Jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan atau judi (*maisir*), antara lain asuransi konvensional
 - e) Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan atau menyediakan antara lain:
 - 1) Barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*)
 - 2) Barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram lighairihi*) yang ditetapkan oleh DSN MUI
 - 3) Barang atau jasa yang merusak moral dan atau bersifat mudarat
 - f) Melakukan transaksi yang mengandung unsure suap (*riswah*) emiten.
2. Emiten memenuhi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:

- a. Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima perseratus) atau
- b. Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10% (sepuluh per seratus).³⁸

Selain keterangan kriteria dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK), fatwa DSN Nomor: 40/ DSN-MUI / X / 2003 juga menentukan kriteria produk-produk investasi yang sesuai dengan ajaran Islam. Produk tersebut harus memenuhi syarat, antara lain:

1. Jenis usaha, produk barang dan jasa yang diberikan serta cara pengelolaan perusahaan emiten tidak merupakan usaha yang dilarang oleh prinsip-prinsip syariah.
2. Jenis transaksi harus dilakukan menurut prinsip-prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi yang didalamnya mengandung unsur:
 - a) *Najsy*, yaitu penjualan atas barang yang belum dimiliki
 - b) *Insider Trading*, yaitu memakai informasi orang untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang.
 - c) Menimbulkan informasi yang menyesatkan.
 - d) *Margin trading*, yaitu melakukan transaksi efek syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga.
 - e) *Ihtikar*, yaitu penimbunan.³⁹

Pendapat para ulama yang menyatakan kebolehan jual beli saham pada perusahaan-perusahaan yang memiliki bisnis yang mubah, antara lain dikemukakan oleh Dr. Muhammad 'Abdul Ghaffar al-Syarif. Dr. Muhammad Yusuf Mansur, Dr.

³⁸ www.idx.co.id diakses 28 Maret 2019.

³⁹ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah & Praktik Pasar Modal Syariah*, (Bandung: Pustaka Setia, 2013), 124-125.

Muhammad Rawas Qal'ahji, Syaikh Dr. 'Umar bin 'Abdul 'Aziz al-Matruk menyatakan:

(الثاني) أسهم في مؤسسات مباحة كالشركات التجارية المباحة أو المؤسسات الصناعية المباحة فحده : المساهمة فيها والمشاركة فيها وبيع أسهمها, إذا كانت الشركة معروفة أو مشهورة وليس فيها غرر ولا جهالة فاحشة جائزة , لأنّ السهم جزء من رأس المال يعود على صاحبه بربح ناشئ من كسب التجارة والصناعة , وهذه حلال بلا شك.

Artinya: “(Jenis Kedua), adalah saham-saham yang terdapat dalam perseroan yang dibolehkan, seperti perusahaan dagang atau perusahaan manufaktur yang dibolehkan. Ber-Musahamah (saling bersaham) dan ber-Syarikah (berkongsi) dalam perusahaan tersebut serta tidak mengandung ketidakpastian dan ketidakjelasan yang signifikan, hukumnya boleh. Hal itu disebabkan karena saham adalah bagian dari modal yang dapat memberikan keuntungan kepada pemiliknya sebagai hasil dari usaha perniagaan dan manufaktur. Hal itu hukumnya halal, tanpa diragukan.⁴⁰”

Dari ayat diatas dapat dipahami bahwa jual beli saham diperbolehkan pada perusahaan yang memiliki bisnis yang mubah maksudnya bahwa perusahaan yang pengelolaan atau produknya tidak bertentangan dengan syariat islam atau bahwa perusahaan tersebut tidak termasuk pabrik makanan/minuman yang mengandung alcohol, daging babi, rokok dan tembakau, jasa keuangan konvensional, pertahanan dan persenjataan serta bisnis hiburan yang berbau maksiat. Jual beli diperbolehkan karena salah satu konsep dari saham adalah kegiatan *musyarakah* yaitu

⁴⁰ Ahmad Supriyadi, *Pasar Modal Syariah di Indonesia*, 28-29.

bekerja sama saling menyetorkan modalnya dan keuntungannya berdasarkan modal yang disetorkan dan sesuai kesepakatan kedua belah pihak yang melakukan kerjasama.

Selain itu Ibnu Qudamah mengatakan, “*Jika salah seorang dari yang berkongsi membeli bagian (saham) temannya dalam perkongsian, hukumnya boleh, karena ia membeli hak milik orang lain*”.⁴¹

Berdasarkan hadits Rasulullah SAW, yaitu:

إِنَّ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ نَهَى عَنِ النَّجْشِ (مُتَّفَقٌ عَلَيْهِ)

Artinya: “Rasulullah SAW melarang (untuk) melakukan penawaran palsu”. (Muttafaq ‘alaih)

Maksud dari ayat diatas penawaran atau pembelian palsu dalam investasi saham sering disebut dengan *Creating Fake Demand/Supply* yaitu adanya 1 (Satu) atau lebih pihak tertentu melakukan pemasangan order beli/jual pada level harga terbaik, akan tetapi jika order jual atau beli yang dipasang mencapai *best price* maka order tersebut di *delete* atau *diamond* (baik dalam jumlahnya dan/atau diturunkan level harganya) secara berulang kali. *Best price* atau harga terbentuk karena transaksi harga penawaran beli dan jual sama harganya (sesuai keinginan pembeli dan penjual).

Konsep saham merupakan konsep kegiatan musyarakah dan mudharabah yaitu penyertaan modal dengan hak bagi hasil usaha. Pada sistem mudharabah, pihak yang menyetorkan dana tidak terlibat dalam pengelolaan perusahaan. Investor (mudharib) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada pihak lain. Sementara pada sistem musyarakah, dua atau beberapa pihak bekerjasama saling menyetorkan modalnya. Bagi hasilnya

⁴¹ Veitzal Rivai dkk., *Islamic Finansial Management Jilid I* (Bogor: Ghalia Indonesia, 2010), 21.

disesuaikan secara proporsional dengan dana yang disetorkan. Dalam musyawarah, pihak-pihak yang terlibat boleh menjadi mitra diam (tidak ikut mengelola) atau menjadi mitra aktif (ikut mengelola perusahaan).⁴² Dengan demikian, saham tidak bertentangan dengan prinsip syariah, karena saham merupakan bukti penyertaan modal dari investor kepada perusahaan yang kemudian investor akan mendapatkan bagi hasil berupa dividen.

b. Sukuk

Kata sukuk berasal dari bahasa Arab *shukuk* bentuk jamak dari kata *shakk*, yang dalam peristilahan ekonomi berarti *legal instrumen, deed* atau *check*. Secara istilah sukuk didefinisikan sebagai surat berharga yang berisi kontrak (akad) pembiayaan berdasarkan prinsip syariah. Sukuk dikeluarkan oleh lembaga /institusi/ organisasi baik swasta maupun pemerintah kepada investor (sukuk holder). Penerbit sukuk wajib membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil atau marjin atau *fee* selama masa akad. Emiten wajib membayar kembali dana investasi kepada investor pada saat jatuh tempo.⁴³

Berdasarkan peraturan Bapepam LK Nomor IX.A.13 menyatakan bahwa sukuk merupakan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*Syuyu'undivided share*) atas: 1) aset berwujud tertentu (*ayyan maujudat*), 2) nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul ayyan*) tertentu, baik yang sudah ada maupun yang akan ada, 3) jasa (*al-khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada, 4) aset proyek tertentu (*maujudat masyru' muayyan*), 5) kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath intistmarin khashah*).

⁴² Muhamad Nafik HR, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, (Jakarta: Serambi Ilmu Semesta, 2009), 244-245.

⁴³ Muhamad Nafik HR, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, 246-247.

Sukuk berbeda dengan obligasi. Sukuk bukan merupakan surat utang. Melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*Underlying asset*). Aset yang dijadikan *underlying asset* dapat berupa barang berwujud seperti tanah, bangunan atau aset yang tidak berwujud seperti jasa, atau hak manfaat atas aset. Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada aset/proyek yang spesifik. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. Keuntungan bagi pemegang sukuk dapat berupa imbalan, bagi hasil atau marjin. Adapun perbedaan antara sukuk dengan obligasi adalah sebagai berikut⁴⁴:

Tabel 2.1.
Perbedaan Sukuk dengan Obligasi

No	Karakteristik	Sukuk	Obligasi
1.	Prinsip Dasar	Kepemilikan bersama atas suatu aset/manfaat atas aset / jasa / proyek / investasi tertentu	Utang piutang antara penerbit obligasi dan investor
2.	Penggunaan Dana	Penggunaan dana hanya untuk kegiatan usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah	Tidak terbatas pada kegiatan usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah
3.	Imbal Hasil	Bagi hasil, fee, margin	Bunga

⁴⁴ Muhamad Nafik HR, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, 247.

4.	<i>Underlying Asset</i>	Perlu	Tidak perlu
----	-------------------------	-------	-------------

Berdasarkan penerbitnya, sukuk terdiri dari dua jenis, antara lain:

- 1) Sukuk negara adalah sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia berdasarkan Undang-undang No.19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).
- 2) Sukuk korporasi adalah sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan, baik perusahaan swasta maupun Badan Umum Milik Negara (BUMN), berdasarkan peraturan OJK No. 18/POJK.04/2005 tentang penerbitan dan persyaratan sukuk.⁴⁵ Contoh yaitu sukuk mudharabah berkelanjutan Adira Dinamika Multi Finance I tahun 2013 Seri A.

c. Reksadana syariah

Berdasarkan peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13, Reksadana Syariah adalah reksadana sebagaimana di maksud dalam Undang-undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya yang pengelolaannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal. Reksadana syariah sebagaimana pada umumnya merupakan salah satu wadah investasi kolektif yang dikelola oleh manager investasi dengan cara menginvestasikan dana kelolaan pada efek syariah berupa saham syariah, sukuk atau instrumen syariah lainnya. Reksadana syariah, misalnya tidak menginvestasikan pada saham-saham atau obligasi dari perusahaan yang pengelolaan atau produknya bertentangan dengan syariat Islam. Seperti pabrik makanan/minuman yang mengandung alcohol, daging babi, rokok dan tembakau, jasa keuangan konvensional, pertahanan dan persenjataan serta bisnis hiburan yang berbau maksiat.⁴⁶

⁴⁵ www.idx.co.id diakses tanggal 28 Oktober 2018.

⁴⁶ Heri Sudarsono, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah : Deskripsi dan Ilustrasi*, (Yogyakarta : Ekonisia, 2008), 201.

Reksadana memiliki beberapa sifat yang tidak bisa dipisahkan, sifat-sifat tersebut adalah:

- 1) Reksadana Tertutup (*Closed-End Fund*). Reksadana yang tidak dapat membeli saham-saham yang telah dijual kepada pemodal. Artinya pemegang saham tidak dapat menjual kembali sahamnya kepada manajer investasi. Apabila pemilik saham hendak menjual saham, hal ini harus dilakukan melalui Bursa Efek tempat saham reksadana tersebut dicatatkan.
- 2) Reksadana Terbuka (*Open-End Fund*). Reksadana yang menawarkan dan membeli saham-sahamnya dari pemodal sampai sejumlah modal yang sudah dikeluarkan. Pemegang saham jenis ini dapat menjual kembali saham/unit penyertaan setiap saat apabila diinginkan manajer investasi reksadana, melalui Bank Kustodian wajib membelinya sesuai dengan NAB per saham/unit pada saat tersebut.⁴⁷

Reksadana yang berdasarkan prinsip syariah terkait dengan mekanisme operasional yang terdiri atas dua macam perbuatan hukum berupa perjanjian,⁴⁸ yaitu:

- 1) Antara pemodal dengan manajer investasi dilakukan dengan sistem *wakalah*. *Wakalah* yaitu perjanjian pemberian kuasa kepada manajer investasi untuk melaksanakan pengelolaan dana yang telah dipercayakan olehnya, dengan harapan pihak investor akan mendapatkan keuntungan dari dana yang diinvestasikan.
- 2) Antara manajer investasi dan pengguna investasi dilakukan dengan sistem *mudharabah*. *Mudharabah* dengan karakteristik keuntungan antara kedua belah pihak berdasarkan proporsi yang disepakati sebelumnya, pemodal hanya menanggung risiko sebesar dana yang telah

⁴⁷ Heri Sudarsono, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*, 203.

⁴⁸ Cita Sary Dja'akum, "Reksadana Syariah", *Az-Zarqa'* 6, no. 1 (2014), 95-96.

diberikan dan manajer investasi sebagai wakil tidak menanggung risiko kerugian selama bukan karena kelalaiannya.

Reksadana syariah berbeda dengan reksadana konvensional dalam operasinya. Hal yang paling tampak adalah proses *screening* dalam mengkonstruksi portofolio. *Screening* menurut prinsip syariah akan mengeluarkan saham yang memiliki aktivitas haram, seperti riba, minuman keras, judi, daging babi dan rokok.⁴⁹

d. Efek beragun aset syariah (EBA Syariah)

Efek beragun aset yang portofolionya terdiri dari aset keuangan berupa piutang, pembiayaan atau aset keuangan lainnya; akad dan cara pengelolannya tidak bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal.⁵⁰

Berdasarkan peraturan OJK No. 20/POJK.04/2015 tentang penerbitan dan persyaratan efek beragun aset syariah, bahwa efek beragun aset syariah adalah kontrak antara manajer investasi dan bank custodian yang mengikat pemegang efek beragun aset syariah dimana manajer investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan bank custodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif yang pelaksanaannya tidak bertentangan dengan prinsip syariah di Pasar Modal. Efek beragun aset syariah (EBA Syariah) yang diterbitkan di pasar modal Indonesia terdiri dari dua jenis,⁵¹ yaitu:

- 1) EBA Syariah berbentuk Kontrak Investasi Kolektif antara manajer investasi dan bank custodian (KIK- EBAS) adalah efek beragun aset yang portofolio (terdiri dari aset keuangan lainnya), akad dan cara pengelolannya tidak

⁴⁹ Cita Sary Dja'akum, "Reksadana Syariah", 100-101.

⁵⁰ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 20/POJK.04/2015 Tentang Penerbitan dan Persyaratan Efek Beragun Aset Syariah.

⁵¹ www.idx.co.id diakses tanggal 28 Oktober 2018.

bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal.

- 2) EBA Syariah berbentuk surat partisipasi (EBAS-SP) adalah efek beragun aset syariah yang diterbitkan oleh penerbit yang akad dan portofolionya (berupa kumpulan piutang atau pembiayaan pemilikan rumah) tidak bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal serta merupakan bukti kepemilikan secara proporsional yang dimiliki bersama oleh sekumpulan pemegang EBAS-SP.

3. Akad-akad Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah bukanlah suatu sistem yang terpisah dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Secara umum kegiatan pasar modal syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, namun terdapat beberapa karakteristik khusus pasar modal syariah yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Efek-efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah diterbitkan menggunakan akad-akad penerbitan efek syariah di pasar modal yang diatur dalam peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.53/POJK.04/2015. Akad-akad yang digunakan dalam penerbitan efek syariah di pasar modal adalah sebagai berikut:

- a. Ijarah adalah perjanjian (akad) antara pihak pemberi sewa atau pemberi jasa (*mu'jir*) dan pihak penyewa atau pengguna jasa (*musta'jir*) untuk memindahkan hak guna (manfaat) atau suatu objek ijarah yang dapat berupa manfaat barang dan/atau jasa dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa dan/atau upah (*ujrah*) tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan objek ijarah itu sendiri.
- b. Istishna adalah perjanjian (akad) antara pihak pemesan atau pembeli (*mustashni'*) dan pihak pembuat atau penjual (*shani'*) untuk membuat objek istishna yang dibeli oleh pihak pemesan atau pembeli (*mustashni'*) dengan kriteria, persyaratan, dan spesifikasi yang telah disepakati kedua belah pihak.

- c. Kafalah adalah perjanjian (akad) antara pihak penjamin (*kafiiil/guarantor*) dan pihak yang dijamin (*makfuul 'anhu/ashii/orang yang berutang*) untuk menjamin kewajiban pihak yang dijamin kepada pihak lain (*makfuul lahu/orang yang berpiutang*).
- d. Mudharabah (*qiradh*) adalah perjanjian (akad) kerjasama antara pihak pemilik modal (*shahib al-mal*) dan pihak pengelola usaha (*mudharib*) dengan cara pemilik modal (*shahib al-mal*) menyerahkan modal dan pengelola usaha (*mudharib*) mengelola modal tersebut dalam suatu usaha.
- e. Musyarakah adalah perjanjian (akad) kerjasama antara dua pihak atau lebih (*syarik*) dengan cara menyertakan modal baik dalam bentuk uang maupun bentuk aset lainnya untuk melakukan suatu usaha.
- f. Wakalah adalah perjanjian (akad) kerjasama antara pihak pemberi kuasa (*muwakkil*) dan pihak penerima kuasa (*wakil*) dengan cara pihak pemberi kuasa (*muwakkil*) memberikan kuasa kepada pihak penerima kuasa (*wakil*) untuk melakukan tindakan atau perbuatan tertentu.⁵²

4. Jenis Indeks Harga Saham

Indeks harga saham adalah indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indeks harga saham merupakan trend pasar yang menggambarkan kondisi pasar suatu saat apakah pasar sedang aktif atau lesu. Adapun indek saham dikelompokkan atas:

a. Indek Saham Individual

Indek harga saham individual (*individual stock price index*) merupakan indek yang menggunakan indek harga masing-masing saha terhadap harga dasarnya. Indek harga saham individual berfungsi untuk mengukur kinerja suatu saham tertentu. Indeks ini untuk pertama kalinya ditentukan sebesar 100%, dengan dasar harga pertama kalinya yaitu harga

⁵² Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 53/POJK.04/2015 Tentang Akad Yang Digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah Di Pasar Modal, 2-3.

perdana.⁵³ Untuk menentukan atau mengukur indeks harga saham individual dapat menggunakan formula:

$$SI = \frac{Ps}{PBase}$$

SI : *Stock individual index* (indeks individual saham)

Ps : Harga pasar saham

PBase : Harga dasar saham (*Stock Base Prince*)

b. Indeks Harga Saham Sektoral

Indeks-Indeks ini adalah bagian dari IHSG yang diklasifikasikan kedalam 9 sektor industry menurut JASICA (*Jakarta Stock Exchange Industrial Classification*). Indeks ini dikenalkan pada tanggal 2 januari 1996 dengan tanggal basis 28 Desember 1995. Nilai basis untuk masing-masing sektor adalah 100. Indeks ini dikaji setiap tahunnya pada awal bulan juli. Kesembilan sektor indeks ini adalah sebagai berikut:⁵⁴

- 1) Sektor-sektor utama: Penggalian (*extractive*)
 - a) Sektor Pertanian (*agriculture*)
 - b) Sektor Pertambangan (*Mining*)
- 2) Sektor-sektor kedua: Industri Pengolahan/Pabrikkan (*Procosessing/Manufacturing Industry*)
 - c) Sektor Industri dasar dan kimia (*Basic Industry and Chemicals*)
 - d) Sektor Aneka Industri (*Miscellaneous Industry*).
 - e) Sektor Industri Barang-barang Konsumen (*Consumer Goods Industry*)
- 3) Sektor-sektor Ketiga: Jasa (*Service*)
 - f) Sektor Properti, Estate Real dan Konstruksi Bangunan (*Property, Real Estate and Building Construction*)
 - g) Sektor Infrastruktur, Utiliti-utiliti dan Transportasi (*Infrastructure, Utilities and Transportation*)
 - h) Sektor Keuangan (*Finance*)

⁵³ Nor Hadi, Pasar Modal, 286.

⁵⁴ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio*, 172-173.

- i) Sektor Perdagangan, Jasa-jasa dan Investasi
(*Trade, Service and Investment*).

c. Indeks Harga Saham Gabungan

Indeks harga saham gabungan (IHSG) di BEI meliputi pergerakan-pergerakan harga untuk saham biasa dan saham preferen. IHSG mulai dikenalkan pertama kali pada tanggal 1 April 1983 dengan menggunakan landasan dasar (*baseline*) tanggal 10 Agustus 1982.⁵⁵ Rumus yang digunakan untuk menghitung IHSG adalah sebagai berikut:

$$\text{IHSG} = \frac{\text{Nilai Pasar (jumlah saham x harga terakhir)}}{\text{Nilai dasar x harga perdana}} \times 100$$

Makna gabungan (*composite*) disini berarti kinerja saham yang dimasukkan dalam hitungan jumlah sahamnya lebih dari satu, ada yang 20 saham, 30 saham, 40 saham 45 saham dan bahkan seluruh saham yang tercatat pada Bursa Efek tersebut. Saham-saham yang akan digunakan untuk menghitung indeks dipilih dan indeks diberi suatu nama sebagai pengenalan misalnya LQ-45.⁵⁶

d. Indeks Harga Saham LQ-45

Indek LQ-45 dimulai pada tanggal 13 juli 1994 dan mulai dikenalkan sebagai indeks alternative dari indeks IHSG pada tanggal 24 februari 1997. Pada tanggal 13 juli 1994 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 LQ-45 adalah liquiditas dan kapitalisasi pasar. LQ-45 diperbarui tiap 6 bulan sekali, yaitu pada awal bulan Februari dan Agustus.⁵⁷ Adapun kriteria saham yang dapat masuk di LQ-45 antara lain:

- 1) Saham tersebut berada di top 95% dari total rata-rata tahunan nilai transaksi saham di pasar reguler
- 2) Berada di top 90% dari rata-rata tahunan kapitalisasi pasar

⁵⁵ Jogyanto Hartono, *Teori Portofolio*, 167.

⁵⁶ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 289.

⁵⁷ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 294.

3) Tercatat di BEI minimum 30 hari bursa

Jika lolos seleksi tahap pertama, maka dilanjutkan dengan tahap berikutnya. Tahap kedua menyangkut kriteria sebagai berikut:

- 1) Merupakan urutan tertinggi yang mewakili sektornya dalam klasifikasi industry-BEI
- 2) Memiliki porsi yang sama dengan sektor-sektor lain
- 3) Merupakan urutan tertinggi berdasarkan frekuensi transaksi.⁵⁸

e. Indeks Harga Saham Syariah

Indeks syariah (*Jakarta Islamic Index*) adalah indeks yang terdiri atas 30 saham yang mengakomodasi syarat investasi dalam islam atau indeks yang berdasarkan syariah islam. JII dibuat oleh BEI bekerjasama dengan PT Danareksa Investment Management dan diluncurkan pada tanggal 3 juli 2000. JII menggunakan basis tanggal 2 Januari 1995 dengan nilai awal sebesar 100. JII diperbarui tiap 6 bulan sekali yaitu pada awal bulan Januari dan Juli.⁵⁹

Jakarta Islamic Index dimaksudkan untuk digunakan sebagai tolok ukur (*benchmark*) untuk mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah. Melalui indeks diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi dalam ekuiti secara syariah.

Perbedaan mendasar antara indeks konvensional dengan indeks islma adalah bahwa indeks konvensional memasukkan seluruh saham yang tercatat di bursa dengan mengabaikan aspek hala haram, asalkan saham emiten yang terdaftar (*listing*) sudah sesuai aturan yang berlaku.⁶⁰ Adapun Penentuan kriteria pemilihan saham dalam Jakarta Islamic Index melibatkan pihak Dewan Pengawas Syariah PT Danareksa Investment Mangement, Saham-saham yang akan masuk ke JII harus melalui filter syariah terlebih dahulu. Berdasarkan

⁵⁸ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 294.

⁵⁹ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio*, 173.

⁶⁰ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah*, 139.

arahan DPS PT Danareksa Investment Management, ada 4 syarat yang harus dipenuhi agar saham-saham tersebut dapat masuk ke JII, syarat tersebut adalah sebagai berikut:

- 1) Emiten tidak menjalankan usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- 2) Bukan lembaga keuangan konvensional yang menerapkan sistem riba, termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
- 3) Usaha yang dilakukan bukan memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan atau menyediakan:
 - a) Barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (haram li-dzatihi)
 - b) Barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (haram li-ghairihi) yang ditetapkan oleh DSN-MUI dan atau
 - c) Barang dan atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- 4) Tidak melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahannya oleh DSN-MUI.

Selain pemilihan emiten yang sesuai syariah, saham yang masuk kedalam JII harus melalui beberapa proses penyaringan (*filter*) terhadap saham yang *listing*, yaitu:

- 1) Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 (tiga) bulan Saham (kecuali saham yang masuk dalam 10 kapitalisasi besar).
- 2) Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tenaga tahun terakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal 90%..
- 3) Memilih 60 saham dari susunan saham diatas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun.

- 4) Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuidasi rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.⁶¹

Filter syariah bukanlah satu-satunya syarat untuk menjamin emiten tetap eksis menjadi bagian dari *Jakarta Islamic Index*. Disamping dengan melakukan filter syariah ada juga syarat yang harus dilakukan untuk menjangkau emiten masuk dalam *Jakarta Islamic Index* yaitu emiten haruslah sering ditransaksikan (*liquid*). Karena proses penyaringan ketat, tidak jarang emiten-emiten yang masuk kategori blue chip ditolak masuk JII. Contohnya adalah perusahaan rokok yang memiliki nilai kapitalisasi besar (mencapai 17-20% dari total kapitalisasi pasar BEJ). Ia tidak lolos uji syariah karena tergolong usaha produk barang yang bersifat mudharat.⁶²

Sedangkan kriteria saham yang masuk dalam kategori syariah adalah:

- 1) Tidak melakukan kegiatan usaha sebagaimana yang diuraikan diatas.
- 2) Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu.
- 3) Tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut:
 - a) Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%)
 - b) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.⁶³

Pengkajian ulang akan dilakukan 6 (enam) bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan januari dan juli setiap tahunnya. Sedangkan perubahan pada jenis usaha utama emiten

⁶¹ Ingrid Tan, *Bisnis & Investasi Sistem Syariah*, 51.

⁶² Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah*, 140.

⁶³ www.idx.co.id diakses 2 November 2019.

akan dimonitor secara terus menerus berdasarkan data publik yang tersedia. Perusahaan yang mengubah bisnisnya menjadi tidak konsisten dengan prinsip syariah akan dikeluarkan dari indeks. Sedangkan saham emiten yang dikeluarkan akan diganti oleh saham emiten lain. Semua prosedur tersebut bertujuan untuk mengeliminasi saham spekulatif yang cukup likuid. Sebagian saham-saham spekulatif memiliki tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler yang tinggi dan tingkat kapitalisasi pasar yang rendah. JII seperti indeks modern lainnya, bersifat dinamis dalam arti secara periodic diperbaharui agar senantiasa responsif dengan pergerakan pasar dan sesuai dengan syariah.⁶⁴

Tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah islam untuk melakukan investasi di bursa efek. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. JII menjadi jawaban atas keinginan investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain, JII menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Selain itu, JII menjadi tolak ukur kinerja (*benchmark*) dalam memilih portofolio saham yang halal.⁶⁵

5. Fungsi Pasar Modal

Fungsi adanya pasar modal diantaranya:

a. Sudut pandang negara

Pasar modal dibangun dengan maksud menggerakkan perekonomian suatu negara melalui kekuatan swasta dan mengurangi beban negara. Negara memiliki kekuatan dan kekuasaan untuk mengatur bidang perekonomian dan tidak harus memiliki perusahaan sendiri.

⁶⁴ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah*, 140.

⁶⁵ Ingrid Tan, *Bisnis & Investasi Sistem Syariah*, 49.

b. Sudut pandang emiten

Pasar modal merupakan sarana untuk mencari tambahan modal. Perusahaan berkepentingan untuk mendapatkan dana dengan biaya yang lebih murah dan hal itu hanya bisa diperoleh dipasar modal.⁶⁶

c. Sudut pandang masyarakat

Pasar modal merupakan sarana yang baik untuk melakukan investasi dalam jumlah yang tidak terlalu besar bagi kebanyakan masyarakat. Jika pasar modal itu berjalan dengan baik, jujur, pertumbuhannya stabil, dan harganya tidak terlalu bergejolak maka sarana itu akan mendatangkan kemakmuran masyarakat.

D. January Effect

1. Pengertian January Effect

January effect atau kadang disebut *January fever* merupakan istilah yang dimaksudkan untuk menggambarkan bahwa pada bulan januari setiap tahun umumnya menunjukkan tingkat pengembalian (*return*) yang tinggi dibandingkan bulan-bulan lainnya.⁶⁷ *January effect* merupakan kecenderungan naiknya harga saham antara tanggal 31 Desember sampai dengan akhir minggu pertama pada bulan januari. *January effect* biasanya terjadi pada 5 hari pertama bulan januari dan memang kebanyakan return tertinggi terjadi pada beberapa hari pada awal januari.⁶⁸

January effect merupakan fenomena yang berkaitan dengan adanya perubahan tahun yaitu pada bulan Desember sebagai akhir tahun pajak dan bulan januari sebagai awal tahun pajak. Meskipun laporan keuangan diterbitkan tidak pada akhir bulan Desember atau awal bulan Januari namun pada akhir tahun biasanya perusahaan melakukan perhitungan pembayaran pajak. Sehingga para

⁶⁶ Mohamad Samsul, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, 7.

⁶⁷ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia dan Pendekatan Tanya Jawab*, 118.

⁶⁸ Rommy Iman Sulaiman, "*January Effect Pada Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2011*", (Tesis, Universitas Terbuka Jakarta, 2014), 11-12.

investor lebih suka melepas sahamnya yang nilainya turun untuk menghindari kerugian pajak. Pada awal tahun investor akan kembali membeli saham yang akan mempengaruhi kenaikan harga saham.⁶⁹

Terjadinya *january effect* dapat dipahami dengan pemikiran berikut: pada pertengahan Desember, para *fund manager* mulai libur berkaitan dengan hari Natal dan tahun baru. Para *fund manager* baru masuk lagi pada bulan Januari dengan semangat optimisme dan dilengkapi dengan data-data yang akurat sehingga biasanya mereka melakukan pembelian besar-besaran dan tentu saja harga-harga saham akan terdongkrak naik. Tentu saja seorang pemodal dapat memetik keuntungan jika sebelumnya ia telah membeli saham pada harga yang lebih rendah dan menjualnya pada masa *january effect* tersebut. Dalam hal ini tentu saja diperlukan strategi tertentu agar pemodal dapat mengharapkan return yang maksimal, misalnya dengan memprediksikan kelompok mana saja yang dapat memberikan return yang lebih baik dibanding saham kelompok tertentu. Hal lain yang perlu dicatat adalah bahwa pola *january effect* adalah suatu pola yang sifatnya sering terjadi namun bukanlah sesuatu yang bersifat pasti (tidak selalu terjadi). Sebagai contoh pada tahun 2001, *january effect* tidak terjadi di pasar modal Indonesia.⁷⁰

2. Faktor-faktor terjadinya *January Effect*

Kecenderungan *return* yang tinggi secara konsisten pada bulan tertentu seperti *january effect* merupakan bukti empiris adanya anomali atau gangguan dari efisiensi pasar. Karena jika investor mengetahui adanya informasi tersebut, maka mereka dapat memanfaatkannya untuk memperoleh keuntungan. Sehingga melalui mekanisme pasar yang secara efektif akan menghilangkan pola musiman tersebut dan return akan kembali berfluktuasi secara random atau acak. Ada 3 penyebab yang

⁶⁹ Rommy Iman Sulaiman, “*January Effect Pada Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia*”, 12.

⁷⁰ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia*, 118.

memungkinkan terjadinya anomali harga saham pada bulan januari menurut Fama dan French,⁷¹ yaitu:

a. *Tax Loss Selling*

Hipotesis *tax-loss selling* dimana investor menjual saham yang nilainya turun. Sudah menjadi pendapat umum bila suatu saham perusahaan mempunyai kinerja yang buruk maka ada kemungkinan akan menjual saham (tekanan jual), tentunya dengan harga saham yang turun. Pada akhir tahun investor akan mengevaluasi saham-saham dalam portofolionya, yang dengan kecenderungan untuk menjual saham yang memiliki kinerja yang buruk.

Pada akhir tahun, saham yang harganya rendah akan mengalami tekanan menurun sehingga investor melepaskan saham tersebut untuk menghindari pajak. Kemudian pada awal tahun, harga tersebut akan mengalami koreksi menuju harga “wajar”.

b. *Window Dressing*

Window dressing yaitu terjadinya aksi jual pada saham-saham yang memiliki kinerja buruk di akhir tahun. *Window dressing* ini tidak jauh beda dengan *tax loss selling*. Perbedaannya hal ini dilakukan oleh manajer keuangan dengan tujuan agar laporan kinerja portofolio saham yang dilaporkan pada akhir tahun akan terlihat bagus kinerjanya. Harga saham akan kembali normal di bulan januari setelah berakhir aksi jual saham.

c. *Small Stock beta*

Sebagian analisis keuangan berpendapat bahwa pada bulan Januari saham-saham kecil memiliki faktor resiko yang lebih besar daripada bulan-bulan sebelumnya. Jika pernyataan analisis itu benar maka tentunya pada bulan januari *small stock beta* tersebut

⁷¹ Wiwit Rahayuningsih, “ *Pengaruh January Effect dan Size Effect terhadap Return Saham*”, (Skripsi, UIN Maulana Malik Ibrahim Malang, 2015), 32.

akan memiliki rata-rata *return* yang lebih tinggi daripada sebelumnya.⁷²

E. Return Saham

1. Pengertian Return Saham

Return (kembali) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukan. Tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi, tentunya pemodal tidak akan melakukan investasi. Oleh karena itu, setiap investasi baik jangka pendek maupun jangka panjang tujuan utamanya yaitu mendapatkan keuntungan (*return*), baik secara langsung maupun tidak langsung.⁷³ *Return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. R.J. Shook dalam bukunya Irham Fahmi mendefinisikan *return* sebagai laba investasi, baik melalui bunga ataupun dividen.⁷⁴

Setiap investasi mempunyai *return* yang berbeda, tergantung pada jenis instrument investasi yang diambil. *Return* investasi dapat berupa keuntungan atau tingkat kembali (*return*) bersifat tetap, sertifikat deposito, obligasi, sertifikat Bank Indonesia dan lainnya. akan tetapi adapula instrumen investasi yang tidak memberikan tingkat *return* tertentu secara tetap dan periodik yaitu saham. Saham juga tidak menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi para pemodal.⁷⁵ Saham dapat diperjualbelikan. Harga jual dapat berbeda dari harga belinya, sehingga ada potensi keuntungan dan kerugian dalam transaksi jual-beli saham tersebut. *Return* saham terdiri dari *capital gain* dan *dividen yield*. *Capital gain* adalah keuntungan/ kerugian (*capital loss*) investor yang diperoleh dari kelebihan harga jual diatas harga beli, sedangkan *dividen yield* adalah

⁷² Wiwit Rahayuningsih, “Pengaruh January effect dan size effect terhadap return saham”, 33.

⁷³ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 314.

⁷⁴ Irham Fahmi, *Pengantar Pasar Modal*, 189.

⁷⁵ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 314.

pendapatan atau aliran kas yang diterima investor secara periodic, misalnya berupa dividen atau bunga.⁷⁶ Dalam pembagian dividen, emiten akan membagikan dividen tunai dua kali setahun, dimana yang pertama disebut dividen interim yang dibayarkan selama tahun berjalan, sedangkan yang kedua disebut dividen final yang digikan setelah tutup tahun buku.⁷⁷

2. Komponen Return

Satu hal yang harus dimengerti oleh investor adalah jenis *return* yang ditawarkan oleh suatu instrument investasi sangat ditentukan oleh jenis instrument bersangkutan. Komponen *return* terdiri dari dua jenis yaitu⁷⁸:

a. *Current income* (keuntungan lancar)

Current income adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodic seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividen dan sebagainya. Keuntungan ini bersifat jangka pendek karena diterima dalam bentuk kas (misalnya: kupon bunga obligasi, giro/cek, dividen tunai dan sejenisnya), maupun setara kas yang mudah dicairkan (misalnya: saham bonus atau dividen saham yang mudah dicairkan lewat penjualan dipasar modal).

b. *Capital gain* (keuntungan selisih harga)

Capital gain yaitu keuntungan yang berupa selisih lebih antara harga jual dan harga beli suatu instrument investasi. Jika terjadi selisih kurang antara harga jual dengan harga perolehan suatu efek berarti terjadi kerugian (*capital loss*). *Capital gain/loss* hanya terjadi jika pemegang surat berharga (efek) menjual, karena dengan terjadinya penjualan berarti muncul selisih lebih atau kurang dari harga beli (perolehan).

Investasi dalam efek merupakan potensi masa datang, sehingga investor harus mampu memprediksi probabilita *return* masa datang. Sebelum memprediksi

⁷⁶ Zalmi Zubir, *Manajemen Portofolio Penerapannya Dalam Investasi Saham*, (Jakarta: Salemba Empat, 2011), 4.

⁷⁷ Mohammad Samsul, *Pasar Modal*, 201-202.

⁷⁸ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 314-315.

return masa datang, investor harus terlebih dahulu mengetahui return realisasian (*realized return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung menggunakan data historis. Salah satu pengukuran *return* realisasi yaitu return total (total return). Return total terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*.

Sedangkan return ekspektasi (*expected return*) merupakan return yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. Return ni penting dibandingkan dengan return historis karena return ekspektasi merupakan return yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan dan return tersebut akan diterima di masa datang.

3. Pengukuran Return

Dalam penelitian ini, *return* yang digunakan adalah *return* realisasi dimana return tersebut diperoleh dari selisih *return* saham pada bulan ini dikurangkan dengan *return* bulan sebelumnya dan dibagi dengan *return* saham bulan sebelumnya.

Secara sistematis, dapat dirumuskan dengan:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

R_t = *return* saham pada periode t

P_t = harga saham pada akhir periode t

P_{t-1} = harga saham pada akhir periode t-1

Apabila harga saham periode sekarang (P_t) lebih tinggi dari harga saham periode lalu (P_{t-1}) maka kita akan memperoleh *capital gain* (keuntungan) namun sebaliknya apabila harga saham periode lalu lebih tinggi daripada harga saham periode sekarang maka akan memperoleh *capital loss* (kerugian).⁷⁹

⁷⁹ Jogyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 284.

F. Penelitian Terdahulu

Tabel 2.2.
Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian dan Kesimpulan	Perbedaan	Persamaan
1	Nurul Susianti	Pengaruh <i>january effect</i> terhadap ukuran return dan abnormal return saham syariah dan konvensional di pasar modal Indonesia (saham bisnis-27 dan JII). Diperoleh kesimpulan bahwa terdapat perbedaan return saham dan abnormal return antara sebelum dan setelah <i>january effect</i> pada saham JII dan saham BISNIS 27. ⁸⁰	Penelitian ini menggunakan dua variabel dependent (Y) yaitu <i>return</i> dan <i>abnormal return</i> dan obyek penelitian pada saham JII dan BISNIS-27.	sama-sama menggunakan variabel independent (X) Yaitu <i>january effect</i> .
2	Wiwit Rahayuningsih	Pengaruh <i>january effect</i> Dan <i>size effect</i> terhadap return Saham Di	Penelitian ini menggunakan dua variabel	variabel dependent yang diteliti adalah

⁸⁰ Nurul Susianti, “Pengaruh January Effect Terhadap Ukuran Return dan Abnormal Return Saham Syariah dan Konvensional di Pasar Modal Indonesia (Saham Bisnis-27 dan JII)”, (Tesis, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, 2017), 3.

		<p><i>Jakarta Islamic Index (JII)</i> tahun 2010-2013. Dengan hasil bahwa <i>january effect</i> tidak berpengaruh terhadap <i>return</i> saham pada saham JII periode 2010-2013.⁸¹</p>	<p>independe nt yaitu <i>january effect</i> dan <i>size effect</i>.</p>	<p>tentang <i>return</i> saham dan obyek penelitian pada saham JII.</p>
3	Purnama Lubis	<p>Analisis <i>january effect</i> terhadap <i>return</i> saham pada indeks sektoral di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013. Diperoleh kesimpulan bahwa terjadi <i>january effect</i> di Bursa Efek Indonesia khususnya pada sektor konsumsi dimana terdapat <i>abnormal return</i> pada bulan januari yang positif dan signifikan sehingga</p>	<p>Objek penelitian yang digunakan adalah Bursa Efek Indonesia</p>	<p>Sama-sama menggunakan variabel independe nt (X) Yaitu <i>january effect</i> dan variabel dependent (Y) yaitu <i>return</i> saham.</p>

⁸¹ Wiwit Rahayuningsih, “*Pengaruh January effect dan size effect terhadap return saham di Jakarta Islamic Index (JII) tahun 2010-2013*”, (Skripsi, UIN Maulana Malik Ibrahim Malang, 2015), 84.

		<i>january effect</i> berpengaruh terhadap <i>return</i> saham. ⁸²		
4	Rudi Wahyu Jatmiko	Analisis <i>january effect</i> terhadap <i>return</i> saham di Bursa Efek Jakarta periode 2003-2007 (studi kasus pada 15 perusahaan besar dan 15 perusahaan kecil)” diperoleh kesimpulan bahwa tidak terjadi <i>january effect</i> di Bursa Efek Jakarta selama periode waktu 2003-2007. ⁸³	Obyek penelitian ini menggunakan kelompok saham di Bursa Efek Jakarta.	Sama-sama menggunakan variabel independent (X) yaitu <i>January Effect</i> dan variabel dependent (Y) yaitu <i>return</i> saham.
5	Siti Mardhiyah	Pengaruh bulan perdagangan terhadap <i>return</i> saham: Pengujian <i>january effect</i> di Indeks Harga Saham <i>Liquidity</i>	Obyek pada penelitian ini menggunakan kelompok saham	Sama-sama menggunakan variabel independent (X) yaitu

⁸² Purnama Lubis, "Analisis Pengaruh *January Effect* Terhadap *Return Saham* Pada Indeks Sektoral Di Bursa Efek Indonesia", (Skripsi, Universitas Sumatera Utara Medan, 2014): 65.

⁸³ Rudi Wahyu Jatmiko, "Analisis Pengaruh *January Effect* terhadap *Return Saham* di Bursa Efek Jakarta Periode 2003-2007 (Studi Kasus pada 15 Perusahaan Besar dan 15 Perusahaan Kecil)", (Skripsi, UII Yogyakarta, 2008), 45.

		<p>45 (studi pada perusahaan yang bergerak di bidang keuangan perbankan yang tercatat di LQ45 selama periode 2004-2012). Diperoleh kesimpulan bahwa return pada bulan januari mempunyai perbedaan dengan bulan lainnya tetapi tidak signifikan dan tidak terjadi fenomena <i>january effect</i> dikarenakan rata-rata <i>return</i> januari tidak menunjukkan <i>return</i> yang selalu positif dan menjadi <i>return</i> paling tinggi setiap tahunnya.⁸⁴</p>	<p>keuangan perbankan di LQ-45.</p>	<p><i>January Effect</i> dan variabel independen (Y) yaitu <i>return</i> saham.</p>
6	I Gusti Ayu Made Agung Mas Andriani	<p>Analisis <i>january effect</i> pada perusahaan BUMN di Bursa</p>	<p>Objek penelitian ini mengguna</p>	<p>Sama-sama ingin mengetah</p>

⁸⁴ Siti Mardhiyah. “Pengaruh Bulan Perdagangan Terhadap Return Saham : Pengujian *January Effect* Di Indeks Harga Saham Liquidity 45 (Studi Pada Perusahaan Yang Bergerak Di Bidang Keuangan Perbankan Yang Tercatat di Lq45 S)”. (Thesis, Universitas Brawijaya, 2014).

	Pratiwi, dkk.	Efek Indonesia pada bulan Februari 2017-Januari 2018. Diperoleh kesimpulan bahwa terdapat perbedaan return saham BUMN antara sebelum dan setelah <i>january effect</i> . Sehingga <i>january effect</i> terjadi pada perusahaan BUMN di Bursa Efek Indonesia pada Januari 2017-Januari 2018. ⁸⁵	kan perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	ui pengaruh <i>january effect</i> terhadap return saham.
7	Indah Fitriyani dan Maria M. Ratna Sari	Analisis <i>january effect</i> pada kelompok saham indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011. Diperoleh kesimpulan bahwa <i>january effect</i> berpengaruh terhadap return saham dan abnormal return.	Pada penelitian ini untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh <i>january effect</i> yaitu menggunakan return saham, abnormal return dan	Sama-sama menggunakan variabel <i>january effect</i> .

⁸⁵ I Gusti Ayu Made Agung Mas Andriani Pratiwi. dkk, "Analisis *January Effect* pada Perusahaan BUMN di Bursa Efek Indonesia", Majalah Ilmiah Untab 15, no.1 (2018): 35

		Dengan diperolehnya nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05. Sedangkan January effect tidak berpengaruh terhadap TVA. ⁸⁶	TVA. Sedangkan obyek yang digunakan yaitu kelompok saham indeks LQ-45.	
8	Yoga	Analisis fenomena January effect terhadap return pasar di Bursa Efek Indonesia (Studi pada indeks sektoral di Bursa Efek Indonesia periode 2001-2008). Dengan hasil penelitian bahwa January effect terjadi pada indeks sektoral Bursa Efek Indonesia untuk sektor konsumsi. ⁸⁷	Obyek penelitian ini menggunakan Indeks Sektoral di Bursa Efek Indonesia	Sama-sama menggunakan variabel January effect dan return saham.

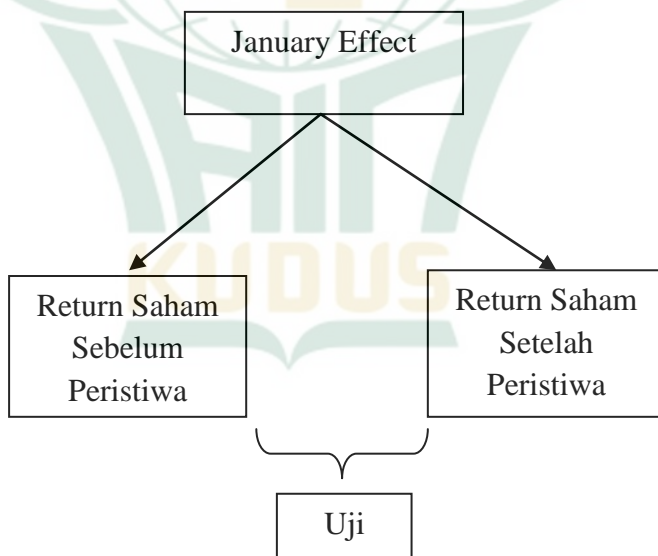
⁸⁶ Indah Fitriyani dan Maria M. Ratna Sari, “Analisis January Effect pada Kelompok Saham Indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2011”. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 4, no.2, (2013): 431.

⁸⁷ Yoga, *Analisis Fenomena January Effect Terhadap Return Pasar di Bursa Efek Indonesia*, Jurnal Riset Manajemen dan Akuntansi 1, No.2, (2010): 94.

G. Kerangka Berfikir

January effect dapat dipahami bahwa pada pertengahan Desember, para *fund manager* mulai libur berkaitan dengan hari Natal dan tahun baru. Para *fund manager* baru masuk lagi pada bulan januari dengan semangat optimisme dan dilengkapi dengan data-data yang akurat sehingga biasanya mereka melakukan pembelian besar-besaran dan tentu saja harga-harga saham akan terdongkrak naik. Tentu saja seorang pemodal dapat memetik keuntungan jika sebelumnya ia telah membeli saham pada harga yang lebih rendah dan menjualnya pada masa *january effect* tersebut. Dalam hal ini tentu saja diperlukan strategi tertentu agar pemodal dapat mengharapkan *return* yang maksimal, misalnya dengan memprediksikan kelompok mana saja yang dapat memberikan *return* yang lebih baik dibanding saham kelompok tertentu.⁸⁸

Gambar 2.1.
Paradigma Penelitian



⁸⁸ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia*, 118.

H. Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian. Dikatakan sementara, karena jawaban yang diberikan baru didasarkan pada teori yang relevan, belum didasarkan pada fakta-fakta empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data.⁸⁹ Berdasarkan landasan teori dan kerangka berfikir diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. Terdapat Perbedaan *Return Saham* antara sebelum dan setelah *January Effect* di *JII*

Dalam penelitian terdahulu terdapat perbedaan mengenai hasil penelitian tentang *January effect* terhadap *return saham*. Penelitian yang dilakukan oleh Wiwit Rahayuningsih tentang *January effect* di *Jakarta Islamic Index* periode 2010-2013. Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *January effect* tidak berpengaruh terhadap *return saham* di *JII* periode 2010-2013.⁹⁰ Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Nurul Susianti tentang pengaruh *January effect* terhadap ukuran *return* dan *abnormal return saham syariah* dan konvensional dipasar modal Indonesia (*saham Bisnis-27* dan *JII*). Hasil uji statistic menunjukkan bahwa *return* sebelum dan sesudah *January effect* menunjukkan nilai diterima karena dibawah 0,05. Sehingga sebelum dan sesudah *January effect* ada perbedaan *return* sebelum dan sesudah *January effect*.⁹¹

Dari perbedaan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H_0 : Tidak terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan setelah *January effect* pada kelompok saham di *Jakarta Islamic Index* (*JII*).

⁸⁹ Sugiyono, *Metodologi Penelitian Bisnis*, (Bandung: Alfabeta CV, 2004), 51.

⁹⁰ Wiwit Rahayuningsih, "*Pengaruh January effect dan size effect terhadap return saham di Jakarta Islamic Index (JII) tahun 2010-2013*", (Skripsi, UIN Maulana Malik Ibrahim Malang, 2015), 84.

⁹¹ Nurul Susianti, "*Pengaruh January Effect Terhadap Ukuran Return dan Abnormal Return Saham Syariah dan Konvensional di Pasar Modal Indonesia (Saham Bisnis-27 dan JII)*", (Tesis, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, 2017), 3.

H_1 : Terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan setelah *january effect* pada kelompok saham di *Jakarta Islamic Index* (JII).

2. Terdapat Perbedaan *Return* Saham antara sebelum dan Setelah *January effect* pada saham perusahaan industry penghasil bahan baku, perusahaan manufaktur dan perusahaan jasa

Penelitian yang telah dilakukan oleh Purnama Lubis tentang Analisis *january effect* terhadap *return* saham pada indeks sektoral di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013". Diperoleh kesimpulan bahwa terjadi *january effect* di Bursa Efek Indonesia khususnya pada sektor konsumsi dimana terdapat *abnormal return* pada bulan januari yang positif dan signifikan pada satu sektor tersebut dengan perolehan *p-value* untuk sektor konsumsi $0,040 < 0,05$ yang artinya *january effect* berpengaruh terhadap *return* saham.⁹²

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Siti Mardhiyah pada penelitian tentang pengujian *january effect* pada Indeks LQ45 studi pada perusahaan di bidang keuangan perbankan periode 2004-2012 menunjukkan bahwa tidak ditemukan perbedaan *return* yang signifikan pada bulan januari dengan bulan lainnya.⁹³

Berdasarkan perbedaan hasil penelitian diatas, maka hipotesis penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

H_0 : Tidak terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan setelah *january Effect* pada saham perusahaan industri penghasil bahan baku, perusahaan manufaktur dan perusahaan jasa yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII).

H_2 : Terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan setelah *january Effect* pada saham perusahaan industri

⁹² Purnama Lubis, "Analisis Pengaruh *January Effect* Terhadap *Return* Saham Pada Indeks Sektoral Di Bursa Efek Indonesia", (Skripsi, Universitas Sumatera Utara Medan, 2014): 65.

⁹³ Siti Mardhiyah. "Pengaruh Bulan Perdagangan Terhadap *Return* Saham : Pengujian *January Effect* Di Indeks Harga Saham Liquidity 45 (Studi Pada Perusahaan Yang Bergerak Di Bidang Keuangan Perbankan Yang Tercatat di Lq45 S)". Thesis, Universitas Brawijaya, 2014.

penghasil bahan baku, perusahaan manufaktur dan perusahaan jasa yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index (JII)*.

