

BAB II LANDASAN TEORI

A. *Efficient Market Hypothesis*

1. *Pengertian Efficient Market Hypothesis*

Teori *Efficient Market Hypothesis* atau dikenal sebagai *Random Walk Theory* menyatakan bahwa harga saham yang terbentuk merupakan refleksi dari seluruh informasi yang ada. 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.¹

Jika harga ditentukan 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 dalam hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis-EMH*).²

Konsep dasar yang menjadi proporsi teori Pasar Efisien (*Efficient Market*) bahwa seluruh informasi yang tersedia dapat dengan mudah dan murah ditangkap oleh pasar. Karena dalam pasar efisien

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

² Zvi Bodie, dkk., *Manajemen Portofolio dan Investasi*, terj. Romi Bhakti Hartarto dan Zuliani Dalimunthe (Jakarta: Salemba Empat, 2014), 360.

informasi dapat diperoleh tanpa halangan, maka harga-harga asset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang asset atau sekuritas tersebut. Artinya harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau “*stock price sreflect 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.

Efficient Market maksudnya adalah efisiensi perolehan informasi di pasar, baik di pasar modal maupun di pasar uang. Konsep efisiensi pasar membahas tentang bagaimana pasar merespon informasi yang mempengaruhi pergerakan harga sekuritas menuju ke arah keseimbangan yang baru. Pasar yang efisien adalah pasar yang mengelola informasi, dimana harga-harga sekuritas yang diamati pada suatu waktu tertentu didasarkan pada evaluasi yang “benar” dan seluruh informasi yang tersedia pada saat itu.³

2. Alasan Pasar Efisien dan Tidak Efisien

Parameter penting untuk menilai sejauh mana suatu pasar dikatakan efisien adalah seberapa cepat informasi baru (*new release*) dapat ter-*capture* oleh pasar sehingga memunculkan penyesuaian menuju keseimbangan (ekuilibrium) harga sekuritas baru di pasar. Pasar efisien, harga sekuritas akan dengan cepat terevaluasi akibat adanya informasi penting baru terkait dengan sekuritas.⁴ Beberapa alasan yang menyebabkan pasar menjadi efisien adalah sebagai berikut:⁵

- a. Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar investor

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

⁴ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 299.

⁵ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Kesebelas* (Yogyakarta: BPFE, 2017), 627-628.

seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas.

- b. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah.
- c. Informasi yang dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya *random* satu dengan yang lainnya sehingga investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
- d. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru.

Kondisi akan berbeda pada pasar yang tidak efisien, agar sekuritas akan lamban atau kurang bisa mencerminkan semua informasi yang ada. Di sini terjadi *lag* informasi karena adanya penghambat atau *barrier* dalam mengakses informasi. *Lag* informasi pada pasar yang tidak efisien ini akan mudah dimanfaatkan investor untuk memperoleh keuntungan di atas rata-rata (*abnormal return*). Adapun ciri-ciri dari pasar yang tidak efisien yaitu jika kondisi-kondisi berikut terjadi:

- a. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang tidak 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.

3. Bentuk-bentuk Pasar Efisien

Hasil pengujian empiris efisiensi pasar menunjukkan bahwa terdapat tiga kategori berdasarkan sifat informasi yaitu *strong-form test*, *semi-strong-form-test*, dan *weak form test*.⁶

- a. Pasar efisien bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat

⁶ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 300-301.

jika harga pasar saham yang terbentuk sekarang mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan dan informasi yang tidak dipublikasikan. Pada pasar jenis ini investor akan sulit memperoleh *abnormal return* karena mempunyai informasi yang tidak dipublikasikan.

b. Pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi strong*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat berarti harga pasar saham yang berbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis dan ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut:⁷

- 1) Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*).
- 2) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut.
- 3) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten.

Pada pasar setengah kuat (*semi strong*) *abnormal return* ada potensi terjadi, yaitu biasanya

⁷ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Kesebelas*, 607-608.

terjadi pada sekitar pengumuman informasi. Pasar bentuk setengah kuat ini, informasi terserap secara cepat dalam satu hingga dua spot/hari. Implikasinya adalah tidak ada investor atau group dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan abnormal return dalam jangka waktu yang lama.

Efisiensi pasar secara keputusan juga merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat menurut versi Fama yang didasarkan pada informasi yang didistribusikan. Perbedaannya adalah, jika efisiensi pasar secara informasi yang didistribusikan (*informationally efficient market*) hanya mempertimbangkan sebuah faktor saja, yaitu ketersediaan informasi, maka efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*) mempertimbangkan dua buah factor, yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar.⁸

c. Pasar efisien bentuk lemah (*weak form*)

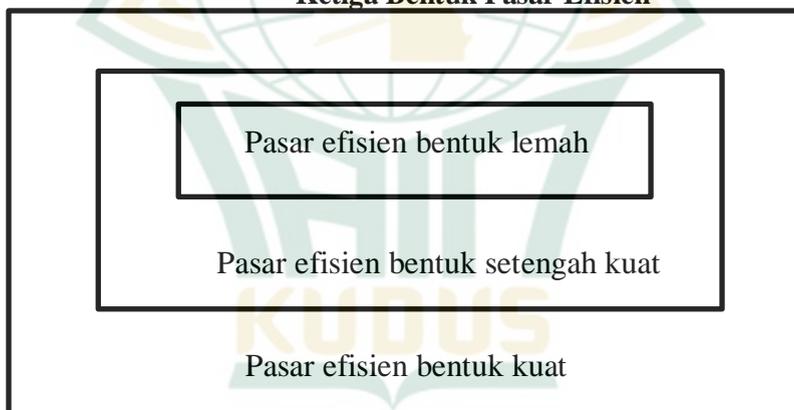
Pasar dikatakan efisien bentuk lemah apabila semua informasi masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang. Informasi di sini meliputi harga dan volume perdagangan, peristiwa di masa lalu, dan informasi masa lalu lainnya. Karena informasi historis tersebut telah tercermin pada harga sekuritas sekarang maka sudah tidak dapat digunakan untuk memproyeksikan harga di masa yang akan datang.

Pada tahun 1991, Fama, mengemukakan tentang penyempurnaan atas klasifikasi efisiensi pasar. Efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu klasifikasi yang lebih bersifat umum untuk menguji prediktabilitas *return* (*return predictability*). Efisiensi bentuk setengah kuat diubah menjadi studi peristiwa (*event studies*) yaitu

⁸ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Kesebelas*, 613.

pengujian teori pasar efisien yang mengkaitkan antara pengumuman informasi perusahaan terhadap harga sekuritas perusahaan yang bersangkutan.⁹ Sedangkan pengujian efisiensi pasar dalam bentuk kuat diubah sebagai pengujian informasi privat (*private information*).¹⁰ Tujuan dari Fama membedakan ke dalam tiga macam bentuk pasar efisien ini adalah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar. Ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat, seperti yang diperlihatkan dalam gambar 2.1.

**Gambar 2.1. Tingkat Kumulatif
Ketiga Bentuk Pasar Efisien**



abnormal return maka pasar harus bereaksi secara cepat untuk menyerap *abnormal return* dan menuju ke harga keseimbangan yang baru.

B. Even Study (Identifikasi Peristiwa)

Penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas sering disebut dengan *event studies*. *Even studies* diartikan

⁹ Nor Hadi, 311.

¹⁰ Eduardus Tandelilin, *Portofolio & Investasi Teori dan Aplikasi Edisi Pertama* (Yogyakarta: Kanisius IKAPI, 2010), 224.

mempelajari pengaruh suatu peristiwa terhadap harga saham di pasar pada saat peristiwa terjadi dan beberapa saat setelah peristiwa terjadi.¹¹ Apakah harga saham meningkat atau menurun setelah peristiwa terjadi ataukah harga saham sudah terpengaruh sebelum peristiwa itu terjadi secara resmi.

Event studies diartikan mempelajari pengaruh suatu peristiwa terhadap harga saham di pasar pada saat sebelum peristiwa terjadi atau pada saat peristiwa terjadi dan beberapa saat setelah peristiwa terjadi. Hasil analisis tersebut sangat penting sebagai suatu pelajaran dan pengalaman sehingga dapat mengambil keputusan untuk membeli ataupun menjual saham ketika suatu peristiwa yang bersifat sama terjadi berulang di kemudian hari. Apabila suatu peristiwa bersifat negatif terhadap harga saham di pasar berarti itu tidak dikehendaki oleh investor. Reaksi negatif berarti harga saham akan turun setelah pengumuman diterbitkan. Jika penurunan harga saham terjadi sebelum tanggal pengumuman resmi, berarti telah terjadi kebocoran informasi.¹²

Besar dampak suatu peristiwa terhadap setiap jenis saham tidaklah sama. Besarnya dampak suatu peristiwa terhadap harga saham tentu berbeda-beda. Mungkin sebagian jenis saham terkena dampak negative dan sebagian lagi berdampak positif. Akan tetapi sangat mungkin semua jenis saham terkena dampak negatifnya. Investor selalu menggunakan tolok ukur “*return*” yaitu suatu perbandingan antara harga sekarang dengan harga sebelumnya. Khusus dalam *event studies* yang mempelajari “peristiwa spesifik”, yang diukur bukanlah *return* yang biasa dalam keadaan normal. Tetapi selisih dari “*return* dalam keadaan tidak normal” dikurangi “*return* dalam keadaan normal” atau disebut sebagai *abnormal return*.¹³

¹¹ Mohamad Samsul, *Pasar Modal & Manajemen Portofolio Edisi 2* (Surabaya: Erlangga, 2015), 229.

¹² Mohamad Samsul, *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*, 230-231.

¹³ Arum Mediyawati, “Dampak Peristiwa Aksi Bela Islam 2 Desember (Aksi 212) Tahun 2016 Terhadap *Abnormal Return* Dan *Trading Volume Activity* Pada Saham Syariah yang Terdaftar di *Jakarta Islamic Index*”, (skripsi, IAIN KUDUS, 2019), 18.

Penelitian *event studies* umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham. Standar metodologi yang biasanya digunakan dalam *event studies* ini adalah sebagai berikut:

1. Mengumpulkan sampel. Yaitu perusahaan-perusahaan yang mempunyai pengumuman yang mengejutkan pasar (*event*). Perubahan harga dapat terjadi jika ada *event* yang mengejutkan pasar, misalnya adanya pengumuman perusahaan yang akan melakukan merger, *stock split*, penerbitan saham baru atau pengumuman mengenai *erning* perusahaan.
2. Mengidentifikasi hari pengumuman atau *event*.
3. Menentukan periode analisis. Periode analisis dibagi menjadi 2, yaitu: (1) periode estimasi untuk menghitung *return* harapan $E(R_i)$ dan (2) periode pengamatan (jendela) untuk menghitung *return* aktual dan *return* tak normal. Periode estimasi biasanya berkisar 30 hingga 100 hari sebelum periode pengamatan. Periode pengamatan biasanya dihitung dalam hari. Jika penelitian menggunakan periode pengamatan 21 hari sekitar pengumuman, maka 10 hari sebelum pengumuman ditandai dengan hari ke -10, -9, -8, ..., -1. Hari ke-0 mencerminkan hari pengumuman peristiwa. Sedangkan hari setelah pengumuman akan ditandai dengan hari ke +1, +2, +3, ..., +10.
4. Menghitung *return* aktual masing-masing sampel setiap hari selama periode pengamatan.
5. Menghitung *return* tak normal, yang dihitung dengan mengurangi *return* aktual yang sebenarnya terjadi dengan *return* harapan. Beberapa penelitian menggunakan model *equilibrium market* untuk menghitung *return* harapan, sedangkan penelitian lainnya biasanya menggunakan indeks pasar:

Abnormal *Return*: $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$

Dalam hal ini:

AR_{it} = tingkat *return* tak normal sekuritas i pada waktu t .

R_{it} = *return* aktual sekuritas i pada waktu t .

$E_{(R_{it})}$ = *return* harapan pada sekuritas i dalam periode t dengan menggunakan model keseimbangan.

6. Menghitung rata-rata *return* taknormal semua sampel setiap hari. Dari data yang diperoleh, kita dapat menggambarkan adanya pengaruh *event* terhadap perubahan harga selama periode pengamatan yang ditentukan.
7. Terkadang *return* taknormal harian tersebut digabungkan untuk menghitung *return* taknormal kumulatif selama periode tertentu. Misalnya dihitung *return* taknormal kumulatif selama 15 hari sebelum pengumuman, kemudian dibandingkan dengan *return* taknormal 15 hari sesudah pengumuman.
8. Mempelajari dan mendiskusikan hasil yang diperoleh. Data yang diperoleh kemudian diolah menjadi informasi dan disimpulkan untuk mengetahui dampak pengumuman terhadap perubahan harga yang terjadi.¹⁴

C. Pemecahan Saham (*Stock Split*)

Menurut kamus istilah keuangan dan investasi, pemecahan saham merupakan pemecahan sejumlah saham yang beredar dari suatu perusahaan tanpa penambahan apapun dalam ekuitas pemegang saham. Pemecahan saham (*stock split*) adalah memecah selembarnya menjadi n lembar saham sehingga harga per lembar saham baru setelah *stock split* adalah sebesar $1/n$ dari harga sebelumnya.¹⁵

Pemecahan juga diartikan sebagai tindakan memecah nilai nominal saham menjadi pecahan yang lebih kecil dan jumlah lembar saham menjadi banyak. Pemecahan saham dikatakan tidak mempunyai nilai ekonomis dan hanya memberi efek fatamorgana bagi investor karena pemecahan saham tidak menambah nilai dari perusahaan. Pemecahan saham hanya mengganti saham yang beredar dengan jumlah lembar saham yang lebih banyak dengan cara menurunkan nilai per saham. Alasan perusahaan melakukan pemecahan saham adalah untuk meningkatkan

¹⁴ Eduardus Tandelilin, *Portofolio & Investasi Teori dan Aplikasi Edisi Pertama*, 240-241.

¹⁵ Jogyanto Hartono, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, 649.

likuiditas dan menciptakan sinyal yang akan disampaikan oleh perusahaan kepada publik.¹⁶

Pemecahan saham biasanya dilakukan saat harga saham dinilai terlalu tinggi. Jika harga saham terlalu tinggi maka investor menjadi enggan untuk membelinya, sehingga likuiditas saham menurun. Adanya publikasi *stock split* cukup mengatasi masalah tersebut. Peristiwa *stock split* membuat harga saham menjadi tidak terlalu tinggi, sehingga akan semakin banyak investor yang mampu bertransaksi.¹⁷

1. Teori Pemecahan Saham

Secara teoritis, motivasi yang melatar belakangi perusahaan yang melakukan pemecahan saham serta dampak yang telah ditimbulkan tertuang dalam beberapa teori, antara lain *Signaling Theory* dan *Trading Range Theory*.

- a. *Signaling Theory* menyatakan bahwa pemecahan saham memberikan sinyal yang informatif pada investor mengenai prospek peningkatan return masa depan yang substansial. Pemecahan saham memerlukan biaya oleh karena itu hanya perusahaan yang mempunyai prospek yang bagus saja yang mampu melakukannya. Pasar akan merespon sinyal secara positif jika pemberi sinyal kredibel, dan sebaliknya jika sinyal yang diberikan oleh perusahaan yang kinerja masa lalunya tidak bagus, maka tidak akan dipercaya oleh pasar.
- b. *Trading Range Theory* menyatakan bahwa pemecahan saham akan meningkatkan likuiditas perdagangan saham. Menurut teori ini, harga saham yang terlalu tinggi menyebabkan kurang aktifnya saham tersebut diperdagangkan. Pemecahan saham

¹⁶ Andi Pramana, “Analisis Perbandingan Trading Volume Activity Dan Abnormal Return Saham Sebelum Dan Sesudah Pemecahan Saham (Studi kasus pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011)”, (skripsi, Univertas Diponegoro Semarang, 2012), 18.

¹⁷ Artiza Brilian Sari, “Pengaruh Stock Split Terhadap Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia”, (skripsi, Universitas Negeri Semarang, 2011), 15.

merupakan upaya manajemen untuk menata kembali harga saham pada rentang harga tertentu.¹⁸

2. Jenis *Stock Split*

Terdapat dua jenis *stock split* yang dapat dilakukan oleh perusahaan yang sudah go public, yaitu:

a. *Split Up* (Pemecahan Saham Naik)

Split Up adalah penurunan nilai nominal per lembar saham yang mengakibatkan bertambahnya jumlah lembar yang beredar. Misalnya pemecahan saham dengan faktor pemecahan 3:1. Pada awalnya nilai nominal per lembar saham sebelum *stock split* sebesar seribu lima ratus rupiah, maka setelah dilakukan *split up* dengan perbandingan 3:1, nilai nominal per lembar saham yang baru adalah lima ratus rupiah, sehingga awalnya satu lembar menjadi tiga lembar.

b. *Split Down* (Pemecahan Saham Turun)

Split Down adalah peningkatan nilai nominal per lembar saham yang mengakibatkan berkurangnya jumlah lembar saham yang beredar. Misalnya *split down* dengan factor pemecahan 1:3 yang merupakan kebalikan dari *split up*. Awalnya nilai nominal per lembar saham seribu rupiah, kemudian dilakukan *split down* dengan perbandingan 1:3, maka nilai nominal per lembar saham baru adalah tiga ribu rupiah dan jumlah lembar saham yang pada awalnya tiga lembar saham menjadi satu lembar saham.¹⁹

D. Pasar Modal Syariah

1. Pengertian Pasar Modal Syariah

Pasar modal secara umum merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang

¹⁸ I Gusti Ayu Mila W, “Analisis Pengaruh Pemecahan Saham (Stock Split) Terhadap Volume Perdagangan Saham Dan Abnormal Return Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2007-2009”, (skripsi, Universitas Diponegoro Semarang, 2010), 11-12.

¹⁹ Artiza Brilian Sari, “Pengaruh Stock Split Terhadap Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia”, (skripsi, Universitas Negeri Semarang, 2011), 18-19.

yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksadana, instrument derivatif maupun instrument lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya.²⁰

Secara sederhana, 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 di Indonesia secara resmi diluncurkan 14 Maret 2003 bersamaan dengan penandatanganan MOU antara Bapepam-LK dengan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).²¹ Pasar modal syariah bukanlah suatu system yang terpisah dari system 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. Adapun jenis transaksi yang dilarang adalah sebagai berikut:

- a. Pemilihan dan pelaksanaan transaksi harus dilaksanakan menurut prinsip kehati-hatian (*prudential management/ihtiyath*), serta tidak

²⁰ Veithzal Rivai dkk, *Islamic Financial Management Jilid I* (Bogor: Ghalia Indonesia, 2010), 531.

²¹ Iswi Hariyani dan Serfianto Dibyo Purnomo, *Buku Pintar Hukum Bisnis Pasar Modal Strategi Tepat Investasi Saham, Obligasi, Waran, Right, Opsi Reksadana & Produ Pasar Modal Syariah* (Jaka rta: Transmedia Pustaka, 2010), 351.

diperbolehkan melakukan spekulasi yang didalamnya mengandung unsur *gharar*.²²

- b. Tindakan yang dimaksud poin a, meliputi:
- 1) *Najsy*, melakukan penawaran palsu.
 - 2) *Bai al-Ma'dum* yaitu melakukan penjualan atas barang yang belum dimiliki (*short selling*).
 - 3) *Insider Trading* yaitu menyebarkan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang.
 - 4) Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi ingkat (nisbah) hutangnya lebih dominan dari modalnya.

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

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 مِّن
 رَبِّهِ فَاتْتَهَىٰ 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. Yang demikian itu karena mereka berkata bahwa jual beli sama dengan riba. Padahal, Allah telah menghalalkan jual-beli dan mengharamkan riba. Barang siapa mendapat peringatan dari Tuhannya, lalu dia berhenti, maka apa yang telah diperolehnya dahulu

²² Fatwa Dewan Syariah Nasional, "Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah", No. 20/DSN-MUI/IV/2001 (Sekretariat Dewan Syariah Nasional MUI Jakarta Pusat, April 2001).

menjadi miliknya dan urusannya (terserah) kepada Allah. Barang siapa mengulangi, maka mereka itu penghuni neraka, mereka kekal di dalamnya.” (Q.S. Al-Baqarah: 275)²³

Khusus mengenai jual beli pemilikan sebagian syarikat (saham) antar pemilik syarikat, Ibnu Qudamah mengatakan, “*jika salah seorang dari yang berkongsi membeli bagian (saham) temannya dalam perkongsian, hukumnya boleh, karena ia membeli hak milik orang lain.*”²⁴

Berdasarkan hadits Rasulullah SAW, yaitu:

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

Artinya: “Rasulullah SAW melarang (untuk) melakukan penawaran palsu.” (Muttafaq ‘alaih).²⁵

Maksud dari ayat di atas 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.

2. Fungsi Pasar Modal

a. Fungsi pasar modal:

1) 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

²³ Ahmad Hatta, *Tafsir Qur'an Per Kata Dilengkapi dengan Asbabun Nuzul & Terjemah* (Jakarta: Maghiroh Pustaka, 2009), 47.

²⁴ Veithzal Rival, dkk., *Financial Institution Management*, 443.

²⁵ Veithzal Rival, dkk., *Financial Institution Management*, 444.

perusahaan sendiri.

2) 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 di pasar modal.²⁶

3) 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.

E. Investasi

1. Pengertian Investasi

Investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang. Umumnya investasi dibedakan menjadi dua, yaitu: investasi pada *financial assets* dan investasi pada *real assets*. Investasi pada *financial assets* dilakukan di pasar uang, misalnya berupa sertifikat deposito, *commercial paper*, surat berharga pasar uang, dan lainnya. Atau dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, waran, opsi dan lainnya. Sedangkan investasi pada *real assets* diwujudkan dalam bentuk pembelian *assets* produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, pembukaan perkebunan dan lainnya.

Untuk melakukan investasi di pasar modal diperlukan pengetahuan yang cukup, pengalaman, serta naluri bisnis untuk menganalisis efek-efek mana yang akan dibeli, mana yang akan dijual, dan mana yang akan tetap dimiliki. Mereka yang ingin berkecimpung dalam jual beli saham harus meninggalkan budaya ikut-ikutan, gamblang, dan sebagainya yang tidak rasional. Sebagai

²⁶ Mohamad Samsul, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, 7.

investor harus rasional dalam menghadapi pasar jual beli saham. Selain itu, investor harus mempunyai ketajaman perkiraan masa depan perusahaan yang sahamnya akan dibeli atau dijual.

2. Proses Investasi

Proses investasi menunjukkan bagaimana seharusnya seorang investor membuat keputusan investasi pada efek-efek yang bisa dipasarkan, dan kapan dilakukan. Untuk itu perlu dilakukan tahapan sebagai berikut:

a. Menentukan tujuan investasi

Ada tiga hal yang perlu dipertimbangkan dalam tahap ini, yaitu: (1) tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*), (2) tingkat risiko (*rate of risk*), dan (3) ketersediaan jumlah dana yang akan diinvestasikan. Apabila dana cukup tersedia, maka investor menginginkan penghasilan yang maksimal dengan risiko tertentu. Umumnya hubungan antara *risk* dan *return* bersifat linear, artinya semakin besar *rate of risk*, maka semakin besar pula *expected rate of return*.

b. Melakukan analisis

Dalam tahap ini investor melakukan analisis terhadap suatu efek atau sekelompok efek. Salah satu tujuan penilaian ini adalah untuk mengidentifikasi efek yang salah harga (*mispriced*), apakah harganya terlalu tinggi atau terlalu rendah. Untuk itu, ada dua pendekatan yang dapat dipergunakan, yaitu:

1) Pendekatan fundamental

Pendekatan ini didasarkan pada informasi-informasi yang diterbitkan oleh emiten maupun oleh administrator bursa efek. Karena kinerja emiten dipengaruhi oleh kondisi sektor industri di mana perusahaan tersebut berada dan perekonomian secara makro, maka untuk memperkirakan prospek harga sahamnya di masa mendatang harus dikaitkan dengan faktor-faktor fundamental yang mempengaruhinya. Jadi analisis ini dimulai dari siklus usaha

perusahaan secara umum, selanjutnya ke sektor industrinya, akhirnya dilakukan evaluasi terhadap kinerjanya dan saham yang diterbitkannya.

2) Pendekatan teknikal

Pendekatan ini didasarkan pada data (perubahan) harga saham di masa lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga saham di masa mendatang. Dengan analisis ini para analis memperkirakan pergeseran *supply* dan *demand* dalam jangka pendek, serta mereka berusaha untuk cenderung mengabaikan risiko dan pertumbuhan *earning* dalam menentukan barometer dari *supply* dan *demand*. Namun demikian, analisis ini lebih mudah dan cepat dibanding analisis fundamental, karena dapat secara simultan diterapkan pada beberapa saham.

c. Melakukan pembentukan portofolio

Dalam tahap ini dilakukan identifikasi terhadap efek-efek mana yang akan dipilih dan berapa proporsi dana yang akan diinvestasikan pada masing-masing efek tersebut. Efek yang dipilih dalam rangka pembentukan portofolio adalah efek-efek yang mempunyai koefisien korelasi negative (mempunyai hubungan berlawanan). Hal ini dilakukan karena dapat memperkecil risiko.

d. Melakukan evaluasi kinerja portofolio

Dalam tahap ini dilakukan evaluasi atas kinerja portofolio yang telah dibentuk, baik terhadap tingkat keuntungan yang diharapkan maupun terhadap tingkat risiko yang ditanggung. Sebagai tolok ukur digunakan dua cara, yaitu: pertama *measurement* adalah penilaian kinerja portofolio atas dasar *assets* yang telah ditanamkan dalam portofolio tersebut, misalnya dengan menggunakan *rate of return*. Kedua *comparison* adalah penilaian atas dasar perbandingan atas dua set portofolio yang memiliki risiko yang sama.

- e. Melakukan revisi kinerja portofolio
Tahap ini merupakan tindak lanjut dari tahap evaluasi kinerja portofolio. Dari hasil evaluasi inilah selanjutnya dilakukan revisi (perubahan) terhadap efek-efek yang membentuk portofolio tersebut jika dirasa bahwa komposisi portofolio yang sudah dibentuk tidak sesuai dengan tujuan investasi, misalnya *rate of return*-nya lebih rendah dari yang disyaratkan. Revisi tersebut bila dilakukan secara total, yaitu dilakukan likuidasi atas portofolio yang ada, kemudian dibentuk portofolio yang baru. Atau dilakukan secara terbatas, yaitu dilakukan perubahan atas proporsi/komposisi dana yang dialokasikan dalam masing-masing efek yang membentuk portofolio tersebut.²⁷

F. Saham Syariah

1. Pengertian Saham Syariah

Berdasarkan peraturan Bapepam Nomor IX.A.13 (Kep-130/BL/2006) tentang penerbitan efek syariah, instrument yang dapat diperdagangkan di pasar modal syariah di Indonesia terdiri dari saham syariah, obligasi syariah, (sukuk), reksadana syariah, dan efek beragun asset syariah (EBA Syariah).²⁸ Secara sederhana, instrument saham syariah dapat diartikan sebagai saham perusahaan emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Saham merupakan surat bukti kepemilikan atas sebuah perusahaan yang melakukan penawaran umum (*go public*) dalam nominal ataupun persentase tertentu. Menurut Jogiyanto, saham dibagi menjadi 3 jenis yaitu saham biasa, saham preferen, dan saham treasury.²⁹ Berdasarkan prinsip syariah, penyertaan modal tidak boleh dilakukan pada perusahaan-perusahaan emiten yang dianggap melanggar prinsip syariah seperti

²⁷ Abdul halim, *Analisis Investasi* (Jakarta: Salemba Empat, 2003), 2-4.

²⁸ Iswi Hariyani dan Serfianto Dibyo Purnomo, *Buku Pintar Hukum Bisnis Pasar Modal*, 353.

²⁹ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 189-190.

perusahaan perjudian, perusahaan yang menerapkan riba, perusahaan yang memproduksi barang haram, dan lain-lain.

Dalam bukunya Nurul dan Mustofa, menurut Subagyo, saham merupakan tanda penyertaan modal pada suatu Perseroan Terbatas (PT). Para pemegang andil merupakan pemilik perusahaan yang bisa menikmati keuntungan perusahaan sebanding dengan modal yang disetorkannya.³⁰ Ada dua keuntungan yang diperoleh pemodal dengan membeli atau memiliki saham, yaitu: *dividend* dan *capital gain* (selisih harga jual dengan harga beli).³¹ Selain keuntungan yang dapat diperoleh oleh pemodal dengan membeli atau memiliki saham, pemilik saham juga memiliki risiko-risiko yang dihadapi, yaitu: tidak mendapat dividen, *capital loss*, perusahaan bangkrut atau diakuisisi, saham dihapuscatatkan dari Bursa (*delisting*).

2. Faktor yang Mempengaruhi Harga Saham

Berikut adalah beberapa kondisi dan situasi yang memengaruhi terjadinya fluktuasi harga suatu saham:³²

- a. Kondisi mikro dan makro ekonomi.
- b. Kebijakan perusahaan dalam memutuskan untuk melakukan ekspansi (perluasan usaha), seperti membuka kantor cabang, dan kantor cabang pembantu baik yang dibuka di area domestik maupun luar negeri.
- c. Pergantian direksi secara tiba-tiba.
- d. Adanya direksi atau pihak komisaris perusahaan yang terlibat tindak pidana dan kasusnya telah masuk ke pengadilan.
- e. Kinerja perusahaan yang terus mengalami penurunan dalam setiap waktunya.

³⁰ Nurul Huda & Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah* (Jakarta: Kencana, 2014), 60-61.

³¹ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah Praktik Pasar Modal* (Bandung: CV Pustaka Setia, 2013), 44.

³² Irham Fahmi, *Manajemen Investasi Teori dan Soal Tanya Jawab Edisi 2* (Jakarta: Salemba Empat, 2015), 86

- f. Risiko sistematis, yaitu suatu bentuk risiko yang terjadi secara menyeluruh dan telah menyebabkan perusahaan ikut terlibat.
- g. Efek psikologi pasar yang mampu menekan kondisi teknikal dalam jual beli saham.

3. Indeks Harga Saham

Indeks harga saham (IHS) merupakan ringkasan dari pengaruh simultan dan kompleks dari berbagai macam variabel yang berpengaruh, terutama tentang kejadian-kejadian ekonomi. Bahkan saat ini IHS tidak hanya menampung kejadian-kejadian ekonomi, tetapi juga menampung kejadian-kejadian social, politik, dan keamanan. Dengan demikian, IHS dapat dijadikan barometer kesehatan ekonomi suatu Negara dan sebagai dasar melakukan analisis statistic atas kondisi pasar terakhir (*current market*).³³

Agar dapat melakukan investasi di pasar modal dengan baik, maka investor harus mengetahui IHS. Untuk itu, dalam rangka analisis maka indeks harga saham dikelompokkan atas:³⁴

a. Indeks Harga Saham Individual

Indeks harga saham individual (*individual stock price index*) merupakan indeks yang menggunakan indeks harga saham masing-masing saham terdapat harga dasarnya. Indeks harga saham individual berfungsi untuk mengukur kinerja kerja suatu saham tertentu.

b. Indeks Harga Saham Sektoral

Indeks harga saham sektoral (*sectoral stock price index*) merupakan indek yang menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sector. Di bursa efek Indonesia, indek harga saham sektoral terbagi ke dalam Sembilan sector, yaitu: sector pertanian, pertambangan, industry dasar, aneka industry, konsumsi, property, infrastruktur, keuangan, perdagangan dan jasa sector manufaktur. Untuk menentukan indek saham sektoral, sama

³³ Abdul Halim, *Analisis Investasi*, 12.

³⁴ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 286-294.

dengan menentukan indek harga saham gabungan. Perbedaannya adalah saham-saham yang diperhitungkan atau yang masuk dalam rumus adalah harga saham pada sector tertentu.

c. Indeks Harga Saham Gabungan

Indek harga saham gabungan (*composite stock price*) merupakan suatu nilai untuk mengukur kinerja kerja saham yang tercatat di suatu bursa efek. Indeks harga saham gabungan ini ada yang dikeluarkan oleh bursa efek yang bersangkutan secara resmi dan ada yang dikeluarkan oleh institusi swasta tertentu, seperti media massa keuangan, institusi keuangan dan lain-lain. Makna gabungan di sini 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.

d. Indeks harga Saham Syariah

Di pasar modal Indonesia, prinsip-prinsip penyertaan modal secara syariah tidak diwujudkan dalam bentuk “saham syariah” maupun “saham non syariah”, tetapi berupa pembentukan indeks saham yang memenuhi prinsip-prinsip syariah yang dinamakan Jakarta Islamic Index (JII). JII yang ada di bursa efek Indonesia terdiri atas 30 saham perusahaan yang dinilai telah memenuhi kriteria syariah yang ditetapkan oleh DSN_MUI. Indeks JII dipersiapkan oleh PT Bursa Efek Indonesia (BEI) bekerja sama dengan Dewan Pengawas Syariah (DPS) dari PT Danareksa Investment Management.³⁵

Indeks Syariah (*Jakarta Islamic Index*) digunakan sebagai tolok ukur (*benchmark*) untuk mengukur kinerja investasi saham berbasis syariah. Indeks harga saham syariah (*Jakarta Islamic Index*) dimulai sejak bulan Juli 2000. Saham-saham yang

³⁵ Iswi Hariyani dan Sefianto Dibyo Purnomo, *Buku Pintar Hukum Bisnis Pasar Modal*, 353.

masuk indeks syariah merupakan emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan syariah dengan kualifikasi antara lain:³⁶

- 1) Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- 2) Usaha lembaga keuangan konvensional (*ribawi*) termasuk perbankan dan asuransi syariah.
- 3) Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.
- 4) Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan/atau memperdagangkan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.³⁷

BEI menentukan dan melakukan seleksi saham syariah yang menjadi konsituen JII. Adapun kriteria likuiditas yang digunakan dalam menyeleksi 30 saham syariah yang menjadi konstituen JII adalah sebagai berikut:

- 1) Saham syariah yang masuk dalam konstituen *Jakarta Islamic Index* (JII) telah tercatat selama 6 bulan terakhir.
- 2) Dipilih 60 saham berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar tertinggi selama satu tahun terakhir.
- 3) Dari 60 saham tersebut, kemudian dipilih 30 saham berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian di pasar regular tertinggi.
- 4) 30 saham yang tersisa merupakan saham terpilih.

4. Kinerja Saham

Fokus utama dari setiap investasi adalah mendapatkan keuntungan. Keuntungan yang dapat diperoleh ketika berinvestasi saham berupa dividend an *capital gain*. Dividen merupakan bagian laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Sedangkan *capital gain* adalah keuntungan yang di dapat dari

³⁶ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 294.

³⁷ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 294.

selisih antara harga beli dengan harga jual. Untuk mendapatkan keuntungan yang layak, seorang investor yang hendak membeli suatu saham perusahaan tertentu harus melakukan analisis atas nilai saham tersebut. Analisis terhadap nilai saham dimaksudkan untuk memprediksi aliran pendapatan di masa mendatang baik dari dividen maupun *capital gain*. Analisis semacam ini sangat penting karena berguna untuk mengetahui apakah harga saham saat ini murah sehingga layak dibeli atau tidak.³⁸

Suatu saham dalam pasar modal memiliki kinerja tersendiri. Kinerja itu bisa dikatakan baik bila memberikan *return* yang tinggi kepada investor, sedangkan kinerja saham dikatakan buruk bila *return* yang diberikan perusahaan sangat rendah dan bahkan tidak memberikan *return*. Dalam hal ini seorang investor harus memutuskan antara keinginan untuk menerima risiko rendah dan *return* tinggi. Makin besar penyimpangannya, makin tinggi risikonya. *Return* dan risiko merupakan dua kata yang tidak dapat dipisahkan. Harry Markowitz mengatakan bahwa keputusan investasi yang dibuat oleh investor didasarkan pada *expected return* dan varian dari *return* (sebagai ukuran risiko). Investor bersedia menerima risiko yang lebih besar tetapi harus dikompensasi dengan kesempatan untuk mendapatkan *return* yang juga besar.

Return merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi. *Return* dibedakan menjadi dua, yaitu *return* realisasi dan *expected return*. *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi. Sedangkan *expected return* merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang.³⁹

G. Trading Volume Activity

Volume perdagangan adalah jumlah saham atau surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal selama

³⁸ Dyah Ratih Sulistyastuti, *Saham & Obligasi Ringkasan Teori dan Soal Jawab* (Yogyakarta: Universitas Atma Jaya, 2002), 33.

³⁹ Jogyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 283.

periode yang telah ditentukan. Volume perdagangan merupakan salah satu variable dari harga karena volume perdagangan menggambarkan jumlah aktivitas perdagangan. Dengan menggunakan volume perdagangan dengan harga, investor mengetahui segala hal yang sebenarnya sedang terjadi di pasar modal.⁴⁰ Volume perdagangan saham dapat dijadikan salah satu indicator kondisi bursa apakah ramai atau sepi, semakin besar volume perdagangan semakin ramai bursa artinya semakin banyak lembar saham yang ditransaksikan.

Menurut Suryawijaya dan Setiawan *Trading Volume Activity* merupakan suatu instrument yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar modal. TVA adalah perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan pada waktu tertentu dengan jumlah saham perusahaan yang beredar pada periode tertentu.

Volume aktivitas perdagangan saham setiap periode akan ditunjukkan pada dasar (bagian bawah) suatu grafik bar yang standar. Setiap periode (hari, minggu, dan sebagainya) volume perdagangannya dicatat dengan bar vertical secara langsung di bawah barharga periode tersebut.⁴¹

Perkembangan volume perdagangan saham mencerminkan kekuatan antara penawaran dan permintaan yang merupakan manifestasi dari tingkah laku investor. Naiknya volume perdagangan merupakan kenaikan aktivitas jual beli para investor di bursa. Semakin meningkat volume penawaran dan permintaan suatu saham, semakin besar pengaruhnya terhadap pergerakan harga saham di bursa, dan semakin meningkatnya volume perdagangan saham menunjukkan semakin diminatinya saham tersebut oleh masyarakat sehingga akan membawa pengaruh terhadap naiknya harga atau *return* saham. Untuk menghitung

⁴⁰ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah dan Praktik Modal Syariah*, 115.

⁴¹ Djoko Susanto & Agus Sabardi, *Analisis Teknikal di Bursa Efek Edisi Kedua* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2010), 41.

aktivitas volume perdagangan saham digunakan persamaan sebagai berikut:⁴²

$$\frac{TVA_{it}}{\text{saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}$$

saham perusahaan i yang beredar pada waktu t

H. Risiko

Risiko (*risk*) dapat diartikan sebagai bentuk ketidakpastian tentang suatu keadaan yang akan terjadi di kemudian hari (*future*) akibat keputusan yang diambil berdasarkan berbagai pertimbangan pada saat ini. Pembahasan risiko memiliki keterkaitan kuat dengan pembahasan investasi. Sebagaimana dikemukakan oleh Raharjo, risiko adalah tingkat potensi kerugian yang timbul karena perolehan hasil investasi yang diharapkan tidak sesuai dengan yang diharapkan.

Setiap keputusan investasi memiliki keterkaitan kuat dengan terjadinya risiko, karena perangkat keputusan investasi tidak selamanya lengkap dan dapat dianggap sempurna. Namun demikian, dalam keputusan tersebut terdapat berbagai kelemahan yang tidak dianalisis dengan baik dan sempurna, sehingga risiko selalu dijadikan barometer utama untuk menganalisis keputusan investasi yang dilakukan. Joel G. Siegel dan Jae K. Shim menjelaskan bahwa analisis risiko adalah proses pengukuran yang disatukan dengan keputusan keuangan dan investasi. Secara umum risiko dapat dianggap sebagai bentuk ketidakpastian tentang suatu keadaan yang akan terjadi nantinya dengan keputusan yang diambil berdasarkan suatu pertimbangan.⁴³

Secara awam, dapatlah dikatakan bahwa risiko investasi adalah merugi, atau bahkan bisa habis seluruh asset yang kita investasikan. Dalam literature investasi, risiko investasi di pasar modal dinyatakan sebagai penyimpangan dari penghasilan yang diharapkan. Penyimpangan itu akan diukur dengan standar deviasi dan

⁴² Maharani Anggi Lestari Br Nambela, "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Donald Trump" (Skripsi, Politeknik Negeri Batam, 2017), 18.

⁴³ Irham Fahmi, *Manajemen Investasi: Teori dan Soal jawab*, (Jakarta: Salemba Empat, 2015), 207-208.

penghasilan yang diharapkan diukur dari *mean* (penghasilan rata-rata), penyimpangan yang lain diukur dengan indeks β (beta). Kalau standar deviasi digunakan untuk mengukur penyimpangan dari penghasilan rata-rata, maka β digunakan untuk mengukur penyimpangan penghasilan suatu saham terhadap pasar. Dalam hal ini yang dimaksud pasar adalah keseluruhan saham yang diukur dengan indeks pasar (misalnya, IHSG). Sebagai contoh, apabila di langit terlihat bintang, maka biasanya kita bisa berharap bahwa tidak akan turun hujan. Dengan demikian, kita bisa bepergian tanpa membawa payung. Tetapi, ternyata apa yang kita harapkan menyimpang, di tengah perjalanan hujan turun dengan lebat. Karena kita tidak membawa payung, maka kita harus menanggung risiko, kehujanan.

Karena yang diharapkan investor dari investasi di pasar modal adalah penghasilan yang terdiri atas *growth* dan *income*, maka risiko yang akan diterimanya adalah tidak akan mendapatkan salah satu diantaranya atau malah keduanya, sesuai yang diharapkan. Gagalnya memperoleh penghasilan tersebut akibat apa yang diharapkan tidak sesuai dengan kenyataan atau terjadi penyimpangan, seperti kasus langit berbintang tadi.⁴⁴

Sementara itu, dalam konteks portofolio, risiko dibedakan menjadi dua, yaitu:

1. Risiko Sistematis (*Systematic Risk*)

Risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan. Misalnya perubahan tingkat bunga, kurs valuta asing, kebijakan pemerintah, dan sebagainya. Risiko ini bersifat umum dan berlaku bagi semua saham dalam bursa saham yang bersangkutan. Risiko ini juga disebut risiko yang tidak dapat diversifikasi (*undiversifiable risk*).

2. Risiko Tidak Sistematis (*Unsystematic Risk*)

Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang dapat

⁴⁴ Sawidji Widodo, *Pasar Modal Indonesia Pengantar dan Studi kasus*, (Bogor Selatan: Ghalia Indonesia, 2009), 142-143.

dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena risiko ini hanya ada dalam satu perusahaan atau industry tertentu. Fluktuasi risiko ini besarnya berbeda-beda antara satu saham dengan saham yang lain. Karena perbedaan itulah maka masing-masing saham memiliki tingkat sensitivitas yang berbeda terhadap setiap perubahan pasar. Misalnya factor struktur modal, struktur asset, tingkat likuiditas, tingkat keuntungan, dan sebagainya. Risiko ini juga disebut risiko yang dapat didiversifikasi (*diversifiable risk*).⁴⁵

Secara statistik, menghitung risiko investasi dapat dilakukan dengan menghitung varian dan standar deviasi return sekuritas bersangkutan. Untuk menghitung variansi dari investasi, langkah yang perlu ditempuh terlebih dahulu adalah menghitung return investasi. Mengingat, yang dimaksud dengan varian di sini adalah varian dari return investasi bersangkutan. Untuk menghitung return investasi dapat digunakan rumus:

$$ER_i = \sum_{i=1}^n R_i p_{ri}$$

Di mana:

$E(R_i)$: return yang diharapkan dari suatu sekuritas

R_i : return ke-i yang mungkin terjadi

P_{ri} : probabilitas kejadian return ke-i

N : banyak return yang mungkin terjadi

Setelah diketahui return sekuritas investasi, selanjutnya ditentukan varian dengan rumus:

$$\text{Varian return} = \sigma^2 = [R_i - E(R_i)]^2 p_{ri}$$

Setelah diketemukan varian, langkah selanjutnya adalah menentukan standar deviasi. Standar deviasi ini merupakan akar kuadrat varian. Untuk menentukan standar deviasi dapat digunakan rumus:⁴⁶

$$\text{Standar Deviasi} = \sigma = (\sigma^2)^{1/2}$$

Di mana:

σ^2 : *variance return*

σ : standar deviasi

$E(R_i)$: *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas

R_i : *return* e-i yang mungkin terjadi

⁴⁵ Abdul halim, *Analisis Invesasi*, (Jakarta: Salemba Empat, 2005), 43-44.

⁴⁶ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 339.

P_n : probabilitas kejadian *return* ke- i

I. *Abnormal Return*

1. *Return Realisasi (Actual Return)*

Return adalah pendapatan yang dinyatakan dalam persentase dari modal awal investasi. Pendapatan investasi dalam saham ini merupakan keuntungan yang diperoleh dari jual beli saham, dimana jika untung disebut *capital gain* dan jika rugi disebut *capital loss*.

- a. *Capital gain* merupakan salah satu *return* yang diharapkan dari saham. *Capital gain* merupakan keuntungan yang diperoleh investor dari selisih harga jual dengan harga beli (harga jual lebih tinggi dari harga beli).
- b. *Capital loss* merupakan kerugian yang dialami oleh investor dari selisih harga beli dengan harga jual (harga beli lebih tinggi dari harga jual).⁴⁷

Tingkat keuntungan atau *return* merupakan tingkat pengembalian yang dinikmati oleh investor atas suatu investasi. Tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi, investor tidak akan mau berinvestasi. Lebih lanjut lagi dijelaskan bahwa setiap investasi, baik jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai tujuan yaitu untuk mendapatkan keuntungan.

Menurut Jogiyanto, *return* realisasian merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasian dihitung menggunakan data historis. *Return* realisasian penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* realisasian atau *return* histori ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasian (*expected return*) dan risiko di masa datang. Beberapa pengukuran *return* realisasian yang banyak digunakan adalah *return* total (*total return*), *relative return* (*return relative*), *kumulatif return* (*adjusted return*).⁴⁸

Dalam penelitian *event study*, perhitungan

⁴⁷ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 124.

⁴⁸ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 283.

actual return digunakan selisih harga relative sekarang terhadap harga sebelumnya yang diformulasikan sebagai berikut:⁴⁹

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Dimana:

R_{it} = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode ke t

P_{it} = harga sekuritas relatif

P_{it-1} = harga sekuritas hari sebelumnya

2. *Return Ekspektasi (Expected Return)*

Return ekspektasian (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasian yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasian sifatnya belum terjadi.⁵⁰

Imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) adalah keuntungan yang diharapkan oleh seorang investor di kemudian hari terhadap sejumlah dana yang telah diinvestasikannya. Imbal hasil yang diharapkan menggambarkan suatu kondisi yang bisa saja terjadi di luar harapan. Contohnya, seorang investor mengharapakan akan memperoleh imbal hasil sebesar 25%, namun ternyata ia hanya memperoleh sebesar 22%. Meskipun hanya memperoleh 22%, tetap saja investor telah memperoleh imbal hasil, namun jumlahnya lebih kecil dari yang diharapkan.⁵¹

Brown dan Warner (1985) dalam bukunya Jogiyant mengestimasi *return* ekspektasian menggunakan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model*.

a. *Mean-Adjusted Model*

Model-sesuaian rata-rata (*mean-adjusted*

⁴⁹ Annisa Susanti, "Analisis Pengaruh Kemenangan Pasangan Joko Widodo-Jusuf Kalla Dalam Pilpres 2014 terhadap *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* pada Kelompok saham Indeks LQ-45" (skripsi, Universitas Negeri Yogyakarta, 2015), 37.

⁵⁰ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 205.

⁵¹ Irham Fahmi, *Manajemen Investasi: Teori dan Soal Jawab Edisi 2* (Jakarta: Salemba Empat, 2015), 219.

model) ini menganggap bahwa *return* ekspektasian bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasian sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*), sebagai berikut:

$$E(R_{i,t}) = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{i,j}}{T}$$

Dimana:

$E(R_{i,t})$ = *return* ekspektasian sekurita ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,j}$ = *return* realisasian sekuritas ke-i pada periode stimasi ke-j.

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai dengan t2.

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

b. *Market Model*

Perhitgan *return* ekspektasian dngan model pasar (*market model*) ini dilakukan dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:⁵²

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mj} + \epsilon_{i,j}$$

Notasi:

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

α_i = intercept untuk sekuritas ke-i.

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

R_{Mj} = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j yang dapat dihitung dengan rumus $R_{Mj} = (IHSG_j -$

⁵² Jogyianto Hartono *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 673-674.

$IHSG_{j-1})/IHSG_{j-1}$ denan IHSG adalah Indeks Harga Saham Gabungan.

$\epsilon_{i,j}$ = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j.

c. *Market-Adjusted Model*

Model sesuaian-pasar (*market adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.⁵³

3. **Abnormal Return**

Dalam pasar efisien, harga sekuritas seharusnya merefleksikan informasi mengenai risiko dan haraan mengenai *return* masa datangnya. *Return* yang sepadan dengan risiko saham disebut *return normal*. Sedangkan jika pasar adalah tidak efisien, sekuritas-sekuritasnya akan menghasilkan *return* yang lebih besar disbanding normalnya, yang disebut *return* taknormal (*excess return*). Dengan demikian pengujian *return* taknormal.

Reaksi pasar akibat teradinya suatu peristiwa biasanya dapat terlihat dengan mengamati perubahan harga saham yang diukur dengan adanya *abnormal return*. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return ekspektasian* (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *return* tak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return ekspektasian*, sebagai berikut:

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

Notasi:

$RTN_{i,t}$ = return tak normal (abnormal return) seuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = return realisasian yang terjadi

⁵³ Jogyanto Hartono *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 679.

$E[R_{i,t}]$

untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

= return ekspektasian sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

J. Penelitian Terdahulu

Adapun penelitian terdahulu yang dapat dijadikan bahan pertimbangan antara lain:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Peneliti dan Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Hasil	Perbedaan
1	I Gusti Ayu Mila W (2010)	Analisis pengaruh pemecahan saham terhadap volume perdagangan saham dan <i>abnormal return</i> pada perusahaan yang terdaftar di BEI	<i>Abnormal Return</i> dan volume perdagangan saham	Terdapat perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan sebelum dan sesudah pemecahan saham dan tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pemecahan saham. ⁵⁴	Objek pada penelitian ini yaitu perusahaan yang terdaftar di BEI.
2	Artiza Brilian Sari (2011)	Pengaruh <i>Stock Split</i> terhadap <i>Abnormal</i>	<i>Abnormal Return</i> dan	Terdapat perbedaan <i>abnormal return</i>	Obyek penelitian ini adalah seluruh saham

⁵⁴ I Gusti Ayu Mila W, "Analisis Pengaruh Pemecahan Saham (*Stock Split*) Terhadap Volume Perdagangan Saham dan *Abnormal Return* Saham Pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bei Tahun 2007 – 2009" (Skripsi, Universitas Diponegoro Semarang, 2010), 70.

		<i>Return dan Trading Volume Activity</i> pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	<i>Trading Volume Activity</i>	sebelum dan sesudah <i>stock split</i> dan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara TVA sebelum dan sesudah pemecahan saham. ⁵⁵	yang terdaftar di BEI.
3	Siti Wardani Bakri Katti (2018)	Pengaruh Peristiwa Politik (Pemilu Presiden dan Pengumuman Susunan Kabinet) terhadap Saham Sektor Industri di Bursa Efek Indonesia	<i>Abnormal Return</i>	Ada <i>abnormal return</i> di seputar peristiwa politik nasional, namun tidak ada perbedaan <i>average abnormal return</i> (AAR) sebelum dan sesudah peristiwa politik. ⁵⁶	
4	Nindi Vaulia Puspita dan Kartika Yuliari (2019)	Analisis Pengaruh <i>Stock Split</i> Terhadap Harga Saham, <i>Abnormal Return</i> Dan Risiko Sistematis	<i>Abnormal Return</i> Dan Risiko	Terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah <i>stock split</i> dan risiko sistematis	Obyek penelitian ini adalah seluruh saham yang terdaftar di BEI.

⁵⁵ Artiza Brilian Sari, "Pengaruh *Stock Split* terhadap *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia" (skripsi, Universitas Negeri Semarang, 2011), 74.

⁵⁶ Siti Wardani Bakri Katti, "Pengaruh Peristiwa Politik (Pemilu Presiden dan Pengumuman Susunan Kabinet) terhadap Saham Sektor Industri di Bursa Efek Indonesia", *CAPITAL* 1, No. 2 (2018): 125.

		Saham Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bei 2016-2018)		tidak menunjukkan perbedaan setelah dan sebelum adanya peristiwa <i>stock split</i> . ⁵⁷	
5	Umi Mardiyati dan Khusfatun Khasanah (2011)	Studi Komparatif harga, Likuiditas, dan Risiko Saham Sebelum dan Sesudah Perusahaan Melakukan <i>Stock Split</i> dan Reverse Split di Bursa Efek Indonesia	Risiko Saham	Tidak terdapat perbedaan risiko saham pada periode sebelum dan sesudah peristiwa pemecahan saham (<i>stock split</i>). ⁵⁸	Obyek penelitian ini adalah seluruh saham yang terdaftar di BEI.
6	Michael Hendra wijaya Dj (2009)	Analisis Perbandingan Harga Saham, Volume Perdagangan Saham, Dan <i>Abnormal Return</i> Saham Sebelum Dan Sesudah Pemecahan Saham (Studi	<i>Abnormal Return</i> dan Volume Perdagangan Saham	Dari hasil uji beda terhadap rata rata <i>abnormal return</i> pada periode sebelum dan sesudah pengumuman pemecahan saham, tidak ditemukan	Obyek penelitian ini adalah seluruh saham yang terdaftar di BEI.

⁵⁷ Nindi Vaulia Puspita dan Kartika Yuliari, "Analisis Pengaruh *Stock Split* Terhadap Harga Saham, *Abnormal Return* Dan Risiko Sistematis Saham Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bei 2016-2018)", *EkoNiKa*, Vol. 4, No. 1 (2019): 108-109.

⁵⁸ Umi Mardiyati dan Khusfatun Khasanah, "Studi Komparatif harga, Likuiditas, dan Risiko Saham Sebelum dan Sesudah Perusahaan Melakukan *Stock Split* dan Reverse Split di Bursa Efek Indonesia" *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Vol. 2, No. 1 (2011): 92.

		Pada Perusahaan <i>Go Public</i> Yang Melakukan Pemecahan Saham Antara Tahun 2005 – 2008 di BEI)		adanya perbedaan yang signifikan antara <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah peristiwa dan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara TVA sebelum dan sesudah pemecahan saham. ⁵⁹	
7	M. Taufiq Noor Rokhman (2009)	Analisis Return, Abnormal Return, Aktivitas Volume Perdagangan Dan Bid-Ask Spread Saham Di Seputar Pengumuman Stock Split (Studi Pada Perusahaan Manufaktur di BEI)	<i>Abnormal Return</i> dan volume perdagangan	Rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum berbeda dengan saat <i>stock split</i> ; dan rata-rata <i>abnormal return</i> saat <i>stock split</i> berbeda dengan sesudah <i>stock split</i> . Sedangkan <i>abnormal return</i>	Obyek penelitian ini adalah hanya pada perusahaan Manufaktur di BEI.

⁵⁹ Michael Hendrawijaya Dj, “Analisis Perbandingan Harga Saham, Volume Perdagangan Saham, Dan *Abnormal Return* Saham Sebelum Dan Sesudah Pemecahan Saham (Studi Pada Perusahaan *Go Public* Yang Melakukan Pemecahan Saham Antara Tahun 2005 – 2008 di BEI)” (Skripsi, Universitas Diponegoro Semarang, 2009), 69.

				saham pada pasangan periode sebelum dengan sesudah menghasilkan suatu kesimpulan tidak terdapat perbedaan yang signifikan dan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara TVA sebelum dan sesudah pemecahan saham. ⁶⁰	
--	--	--	--	--	--

K. Kerangka Pemikiran

Pemecahan saham merupakan fenomena yang membingungkan dan banyak terjadi perdebatan para pengamat pasar modal. Hal ini terjadi karena secara ekonomis tidak memberikan aliran kas pada perusahaan. Pengaruhnya pada para pemegang saham yang terlihat lebih makmur karena jumlah saham yang dipegangnya lebih banyak tapi tidak mempengaruhi proporsi kepemilikan terhadap perusahaan. Bagi investor, pengumuman pemecahan saham dapat dianggap sebagai sinyal positif dari manajemen tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Pemecahan saham menunjukkan bahwa perusahaan

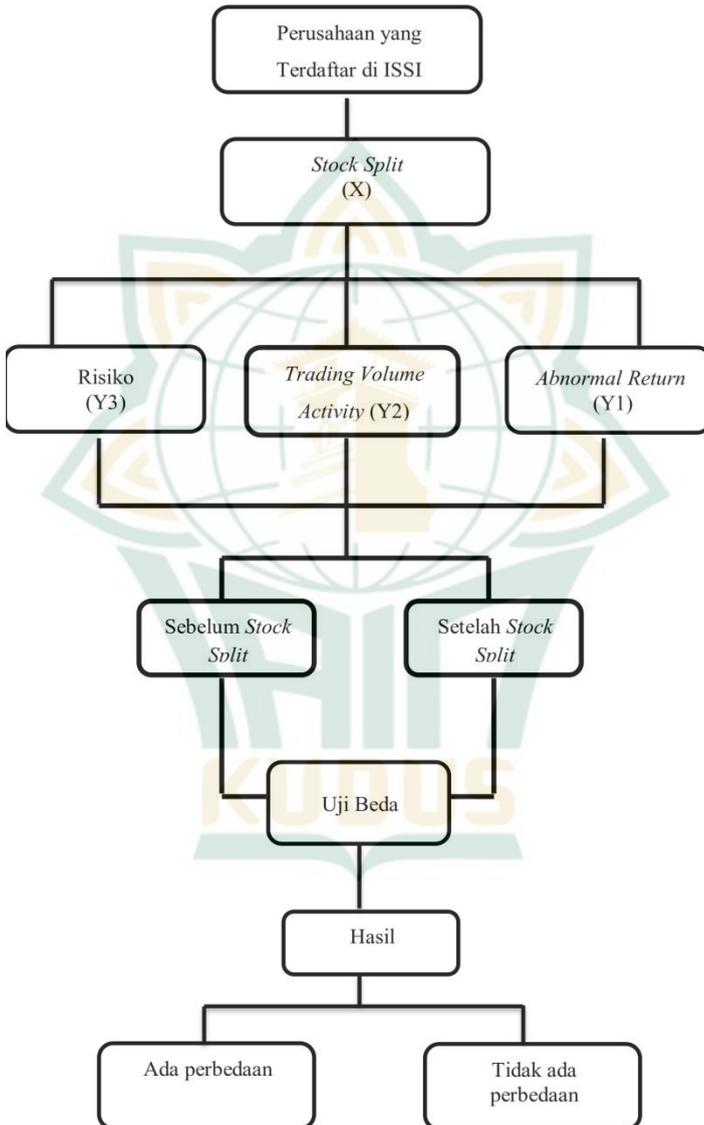
⁶⁰ M. Taufiq Noor Rokhman, "Analisis Return, Abnormal Return, Aktivitas Volume Perdagangan Dan Bid-Ask Spread Saham Di Seputar Pengumuman Stock Split (Studi Pada Perusahaan Manufaktur di BEI)", Wacana Vol. 12, No. 4 (2009): 675.

dalam kondisi yang bagus sehingga akan memberikan keuntungan pada investor dengan harapan akan mendapatkan keuntungan yang optimal bila investor melakukan transaksi.

Namun, beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya menunjukkan bahwa pemecahan saham tidak memberikan peningkatan return yang berarti. Untuk itu perlu dilakukan pengujian tentang adanya potensi return yang akan diterima oleh investor setelah melakukan pemecahan saham. Untuk mengetahui abnormal return yang diperoleh seputar pengumuman pemecahan saham diukur dengan menggunakan *market model*. Setelah abnormal return harian masing - masing perusahaan diketahui maka dihitung rata - rata abnormal return antara sebelum dan sesudah pemecahan saham secara keseluruhan sampel. Dan untuk melihat apakah pemecahan saham mempengaruhi return yang akan diterima oleh investor digunakan uji beda dua rata-rata. Bila terdapat perbedaan yang signifikan maka pemecahan saham berpengaruh terhadap return saham dan bila tidak terdapat perbedaan yang signifikan maka pemecahan saham tidak berpengaruh terhadap return.

Perilaku investor dalam menghadapi risiko selalu berbeda, dimana hal ini dicerminkan melalui reaksi pasar. Reaksi pasar terhadap *stock split* sebenarnya bukanlah terhadap tindakan kegiatan *stock split*, melainkan terhadap prospek perusahaan di masa yang akan datang melalui kegiatan *stock split*. Menurut penelitian khusafun, menyatakan bahwa kegiatan reverse split ataupun *stock split* memberikan pengaruh terhadap risiko sistematis saham, dikarenakan para investor dituntut untuk menyusun kembali investasi yang dimilikinya.

Gambar 2.2. Paradigma Penelitian



L. Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, oleh karena itu rumusan

masalah penelitian biasanya disusun dalam bentuk kalimat pertanyaan.⁶¹ Pengujian kandungan informasi tentang peristiwa pemecahan saham (*stock split*) terhadap bursa saham ini merupakan salah satu pengujian untuk melihat reaksi pasar modal. Pengujian ini ditunjukkan untuk menguji kandungan informasi atas peristiwa tersebut.

Berdasarkan landasan teori dan kerangka berfikir di atas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. Ada Perbedaan *Average Abnormal Return*

Dalam penelitian terdahulu ada beberapa perbedaan mengenai hasil penelitian terhadap *event study* yang selain bidang ekonomi dalam mempengaruhi reaksi pasar. Dalam penelitian Ali Sadikin tahun 2011 dengan judul analisis *abnormal return* saham dan volume perdagangan saham, sebelum dan sesudah peristiwa pemecahan saham (studi pada perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia), dengan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, disimpulkan bahwa aktivitas pemecahan saham (*stock split*) tidak mempengaruhi *return* saham.⁶² Sedangkan penelitian yang telah dilakukan oleh penelitian Artiza Brilian Sari tahun 2011 dengan judul pengaruh *stock split* terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, hasil dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pemecahan saham (*stock split*).⁶³

Berkaitan dengan beberapa perbedaan hasil dari penelitian yang telah dilakukan, hipotesis ini akan mendapatkan hasil positif atau bahkan negatif pada penelitian yang akan dilakukan. Dari perbedaan tersebut,

⁶¹ Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis* (Bandung: Alfabeta, 2004), 51.

⁶² Ali Sadikin, "Analisis *Abnormal Return* Saham dan Volume Perdagangan Saham, Sebelum dan Sesudah Peristiwa Pemecahan Saham (studi pada Perusahaan yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia)", *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 12, No. 1 (2011): 32.

⁶³ Artiza Brilian Sari, "Pengaruh *Stock Split* terhadap *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia" (skripsi, Universitas Negeri Semarang, 2011), 74.

maka hipotesis pertama dalam penelitian ini mengenai *abnormal return* yang dirumuskan sebagai berikut:

H₀₁ : Tidak ditemukan perbedaan yang signifikan *average abnormal return* sebelum dengan setelah peristiwa pemecahan saham (*stock split*) pada saham syariah yang terdaftar di JII.

H_{a1} : Ada perbedaan yang signifikan *average abnormal return* sebelum dengan setelah peristiwa pemecahan saham (*stock split*) pada saham syariah yang terdaftar di JII.

2. Ada perbedaan *Average Trading Volume Activity*

Reaksi pasar terhadap informasi juga dapat dilihat melalui parameter pergerakan aktivitas perdagangan (*trading volume activity*) di pasar. Jika suatu peristiwa mengandung informasi maka hal tersebut akan mengakibatkan keputusan perdagangan di atas keputusan perdagangan normal.

Nurhaeni menyatakan bahwa reaksi pasar juga dapat diukur oleh *trading volume activity*. *Trading volume activity* merupakan instrument analisis teknikal dalam mengamati reaksi pasar modal terhadap informasi serta menilai perubahan harga saham.⁶⁴

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh I Gusti Ayu Mila W tahun 2010, yang berjudul Analisis pengaruh pemecahan saham terhadap volume perdagangan saham dan *abnormal return* pada perusahaan yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan saham yang signifikan sebelum dan sesudah pemecahan saham.⁶⁵ Sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Artiza Brilian Sari tahun 2011, dengan judul Pengaruh *Stock Split* terhadap

⁶⁴ Dyah Putri Fuji Lestari, "Dampak *Britain Exit* (DREAXIT) terhadap *Abnormal Return* dan *trading Volume Activity* pada Indeks LQ-45", *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)* 55, No. 3, (2018): 16.

⁶⁵ I Gusti Ayu Mila W, "Analisis Pengaruh Pemecahan Saham (*Stock Split*) Terhadap Volume Perdagangan Saham dan *Abnormal Return* Saham Pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bei Tahun 2007 – 2009" (Skripsi, Universitas Diponegoro Semarang, 2010), 70.

Abnormal Return dan *Trading Volume Activity* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara TVA sebelum dan sesudah pemecahan saham.⁶⁶

Berkaitan dengan beberapa perbedaan hasil dari penelitian yang telah dilakukan, hipotesis ini akan mendapatkan hasil positif atau bahkan negatif pada penelitian yang akan dilakukan. Dari perbedaan tersebut, maka hipotesis kedua dalam penelitian ini mengenai *trading volume activity* yang dirumuskan sebagai berikut:

H₀₂ : Tidak ditemukan perbedaan yang signifikan *average trading volume activity* sebelum dengan setelah peristiwa pemecahan saham (*stock split*) pada saham syariah yang terdaftar di JII.

H_{a2} : Ada perbedaan yang signifikan *average trading volume activity* sebelum dengan setelah peristiwa pemecahan saham (*stock split*) pada saham syariah yang terdaftar di JII.

3. Ada perbedaan *Average Risiko Saham*

Risiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari *outcome* yang diterima dengan yang diekpektasikan. Investasi yang efisien adalah investasi yang memberikan risiko minimal dengan tingkat keuntungan yang maksimal. Aktivitas *stock split* memberikan efek berubahnya jumlah saham yang beredar, sehingga investor diharuskan kembali melakukan penyusunan kegiatan investasinya dengan memperhitungkan jumlah risiko yang harus ditanggung.⁶⁷

⁶⁶ Artiza Brilian Sari, "Pengaruh *Stock Split* terhadap *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia" (skripsi, Universitas Negeri Semarang, 2011), 74.

⁶⁷ Nindi Vaulia Puspita & Kartika Yuliari, "Analisis Pengaruh *Stock Split* Terhadap Harga Saham, *Abnormal Return* Dan Risiko Sistematis Saham Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bei 2016 2018)", *EkoNiKa*, Vol. 4, No. 1, (2019): 97.

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Khusfatun Khasanah tahun 2011 dalam peristiwa pemecahan saham (*stock split*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa peristiwa pemecahan saham (*stock split*) tidak terdapat perbedaan risiko saham pada periode sebelum dan sesudah peristiwa pemecahan saham (*stock split*).⁶⁸

Begitupun pada penelitian Nindi Vaulia Puspita dan Kartika Yuliari pada tahun 2019 dalam peristiwa pemecahan saham (*stock split*). Dengan melihat variabel *abnormal return* dan risiko saham, penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah *stock split* dan risiko sistematis tidak menunjukkan perbedaan setelah dan sebelum adanya peristiwa *stock split*.⁶⁹ Maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini mengenai risiko saham yang dirumuskan sebagai berikut:

- H₀₃ : Tidak ditemukan perbedaan yang signifikan rata-rata risiko saham sebelum dengan setelah peristiwa pemecahan saham (*stock split*) pada saham syariah yang terdaftar di JII.
- H_{a3} : Ada perbedaan yang signifikan rata-rata risiko saham sebelum dengan setelah peristiwa pemecahan saham (*stock split*) pada saham syariah yang terdaftar di JII.

⁶⁸ Khusfatun Khasanah, “Studi Komparatif harga, Likuiditas, dan Risiko Saham Sebelum dan Sesudah Perusahaan Melakukan *Stock Split* dan Reverse Split di Bursa Efek Indonesia” Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI), Vol. 2, No. 1 (2011): 92.

⁶⁹ Nindi Vaulia Puspita dan Kartika Yuliari, “Analisis Pengaruh *Stock Split* Terhadap Harga Saham, *Abnormal Return* Dan Risiko Sistematis Saham Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bei 2016-2018)”, EkoNiKa, Vol. 4, No. 1 (2019): 108-109.