

## BAB II LANDASAN TEORI

### A. Deskripsi Teori

#### 1. *Signalling Theory*

Teori sinyal adalah gagasan di mana penyedia informasi memiliki kebebasan untuk menentukan jenis dan cara informasi disampaikan, sedangkan penerima informasi memiliki kebebasan untuk menafsirkan informasi yang diterima sesuai keinginannya. Perusahaan yang berkualitas dapat membedakan dirinya dari yang tidak berkualitas dengan memberikan sinyal yang dapat dipercaya tentang kualitasnya kepada pasar modal<sup>1</sup>.

Teori sinyal merupakan langkah yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk memberikan indikasi kepada investor tentang pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan merasa perlu untuk memberikan informasi terkait laporan keuangan kepada pihak eksternal. Dasar dari kebutuhan untuk memberikan informasi tersebut adalah ketidakseimbangan informasi antara manajemen perusahaan dan pihak eksternal<sup>2</sup>.

Teori sinyal menjelaskan cara di mana sebuah perusahaan dapat memberikan pesan kepada pengguna laporan keuangannya. Sinyal ini berisi informasi tentang langkah-langkah yang telah diambil manajemen untuk mencapai tujuan dari pemilik perusahaan. Perusahaan menyampaikan informasi ini melalui laporan keuangan tahunan yang memberikan indikasi kepada investor untuk membuat keputusan investasi. Ketika informasi ini dipublikasikan, pasar pertama-tama menganalisis dan menafsirkan sinyal-sinyal ini sebagai berita baik atau berita buruk. Jika informasi tersebut dianggap sebagai sinyal positif, investor akan cenderung tertarik untuk melakukan perdagangan saham<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Amelia Mela, "Pengaruh Book Tax Difference, Discretionary Accrual, Beban Pajak Kini, Arus Kas Operasi Dan Asymmetric Information Terhadap Earning Management" (Universitas Islam Negeri Raden Intan Lampung, 2021).

<sup>2</sup> Anita Yolanda Suta and Herry Laksito, "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan Informasi Sukarela Laporan Tahunan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010)" (Fakultas Ekonomika dan Bisnis, 2012); Sri Sulistyanto, *Manajemen Laba (Teori & Model Empiris)* (Grasindo, 2008).

<sup>3</sup> S E Sartono, *Pengantar Akuntansi* (HWC Publisher, 2018); Ariefah Sundari and Ahmad Yani Syaikhudin, *Manajemen Ritel (Teori Dan Strategi Dalam Bisnis Ritel)* (Academia Publication, 2021).

Informasi merupakan aspek krusial bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Informasi yang tersedia, baik dalam bentuk catatan, data, maupun prediksi tentang masa lalu, saat ini, dan masa depan, memberikan bantuan penting bagi investor dalam memilih investasi yang tepat. Dalam proses pengambilan keputusan, investor memiliki beragam perspektif untuk memahami dan menafsirkan informasi tersebut. Oleh karena itu, kebutuhan akan informasi yang komprehensif sangatlah penting sebagai landasan dalam mengambil keputusan investasi<sup>4</sup>.

Investor juga cenderung memilih untuk berinvestasi pada perusahaan yang menunjukkan kinerja keuangan yang baik, karena ini dapat memaksimalkan potensi keuntungan. Sebaliknya, jika kinerja keuangan perusahaan kurang baik, investor mungkin enggan untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Kinerja keuangan yang baik membuka peluang bagi investor untuk meraih keuntungan yang diharapkan, sementara kinerja yang buruk dapat membuat peluang laba menjadi minim, yang jauh dari ekspektasi investor. Dengan demikian, pilihan investasi seringkali ditentukan oleh gambaran kinerja keuangan yang baik dari suatu perusahaan<sup>5</sup>.

Teori sinyal ini juga berbanding lurus dengan volatilitas harga saham di pasar modal. Adanya indikator yang baik dalam pelaporan saham perusahaan termasuk harga saham, *leverage*, *cash holding*, dan lain sebagainya. Investor di pasar modal sangat membutuhkan informasi yang komprehensif, relevan, akurat, dan tepat waktu sebagai dasar pengambilan keputusan investasi<sup>6</sup>.

Berikut adalah bagan *signalling theory* yang berhubungan langsung dengan informasi keuangan perusahaan yang berdampak pada harga saham.

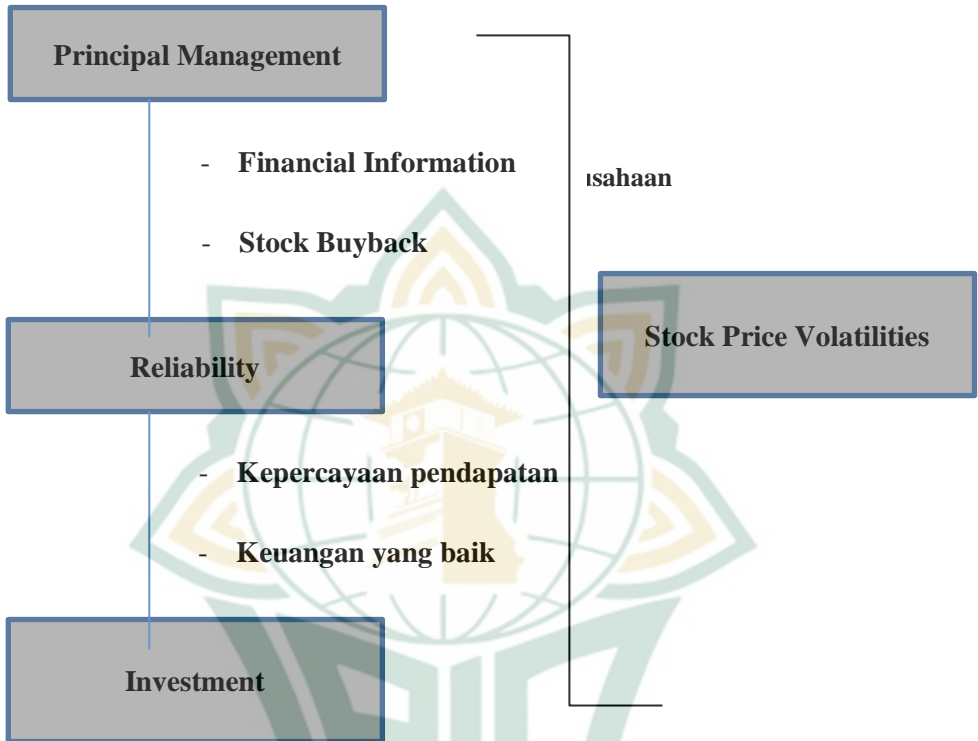
---

<sup>4</sup> Harjono Sunardi, "Pengaruh Penilaian Kinerja Dengan ROI Dan EVA Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Yang Tergabung Dalam Indeks LQ 45 Di Bursa Efek Indonesia," *Jurnal Akuntansi* 2, no. 1 (2010): 70–92.

<sup>5</sup> Agus S Irfani, *Manajemen Keuangan Dan Bisnis; Teori Dan Aplikasi* (Gramedia Pustaka Utama, 2020).

<sup>6</sup> R M Kusumo and Mutmainah Siti, "Analisis Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Non Bank LQ 45" (Universitas Diponegoro, 2011).

**Gambar 2.1**  
**Bagan *Signalling Theory***



Dalam konteks perusahaan saham, signaling theory digunakan untuk memahami bagaimana perusahaan (pengirim sinyal) dapat mengkomunikasikan informasi kepada investor (penerima sinyal) melalui tindakan atau pengumuman tertentu<sup>7</sup>.

Dapat diketahui bahwa *Signalling Theory* menjelaskan bagaimana perusahaan dapat mengirimkan informasi mengenai kondisi keuangan dan prospek masa depan mereka kepada investor melalui tindakan dan pengumuman tertentu<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Tatang A Gumanti, “Teori Sinyal Dalam Manajemen Keuangan,” *Manajemen Usahawan Indonesia* 38, no. 6 (2009): 4–13.

<sup>8</sup> Dani Gustian, “Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Keputusan Investasi, Dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia 2010-2014),” *Jurnal Akuntansi* 5, no. 1 (2017).

Jenis Sinyal dalam Konteks Perusahaan Saham salah satunya adalah Laporan Keuangan yang memberikan gambaran tentang kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, Pengumuman Dividen dapat mengindikasikan profitabilitas dan prospek perusahaan yang sehat serta *buyback* saham atau membeli kembali saham perusahaan sendiri dapat menandakan bahwa manajemen percaya saham tersebut *undervalued*<sup>9</sup>.

Karakteristik Sinyal ditinjau dari tingkat Keandalan (Reliability) seberapa dapat dipercaya sinyal tersebut dalam mencerminkan keadaan sebenarnya dari perusahaan<sup>10</sup>.

- a) Dampak Sinyal terhadap Investor
  - 1) Harga Saham: Sinyal yang diterima baik oleh investor dapat meningkatkan harga saham, sementara sinyal negatif dapat menurunkan harga saham.
  - 2) Keputusan Investasi: Investor dapat menggunakan sinyal untuk membuat keputusan membeli, menjual, atau menahan saham perusahaan.
- b) Proses Signalling dalam Perusahaan Saham<sup>11</sup>
  - 1) Pengembangan Sinyal: Manajemen perusahaan memutuskan tindakan atau pengumuman berdasarkan tujuan dan kondisi perusahaan.
  - 2) Pengiriman Sinyal: Perusahaan mengkomunikasikan tindakan atau pengumuman melalui media yang dipilih (misalnya laporan keuangan, *press release*).
  - 3) Penerimaan dan Interpretasi: Investor menangkap dan menafsirkan sinyal berdasarkan pengetahuan dan analisis mereka.

---

<sup>9</sup> Hendro Hendro and Ratna Wardhani, “Pengaruh Agency Cost of Free Cash Flow Terhadap Tingkat Konservatisme Dan Pengujian Efek Moderasi Kebijakan Hutang, Pendistribusian Kas, Persistensi Kas, Dan Tata Kelola Perusahaan,” *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan* 17, no. 1 (2015): 41–56; Mulyani Erna, “Analisis Perbandingan Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Sebelum Dan Sesudah Pengumuman BuyBack Saham (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia Yang Melakukan Buyback Periode Tahun 2016-2020)” (UIN RADEN INTAN LAMPUNG, 2022).

<sup>10</sup> Putu Diah Putri Idawati and I Gusti Ayu Ratih Permata Dewi, “Pengaruh Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Internet Financial Reporting Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia,” in *Forum Manajemen*, vol. 15, 2017, 86–100.

<sup>11</sup> Andi Pramana and Wisnu Mawardi, “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)” (Fakultas Ekonomika dan Bisnis, 2012).

- 4) Tanggapan: Investor bereaksi terhadap sinyal dengan membuat keputusan investasi yang sesuai.

## 2. *Window Dressing*

### a. Pengertian *Window Dressing*

*Window Dressing* mempunyai pengertian dari beberapa para ahli. Berikut ini adalah beberapa definisi *window dressing* dari para ahli.

1. Menurut Choi dan Chabria

*Window dressing is an action where the investment manager sells shares that are performing poorly and buys shares that are performing well ahead of the portfolio reporting period to investors. This is done with the aim of improving the appearance of the portfolio so that it looks better than it actually is to shareholders or potential investors*<sup>12</sup>.

*This practice is often used to attract new investors or retain current investors, although it is controversial because it focuses more on temporary performance than a long-term investment strategies that are likely to have negative impacts*<sup>13</sup>.

2. Menurut Walther Johnson

*Window dressing* merujuk pada tindakan yang dilakukan oleh perusahaan tertentu yang bersifat sementara, dengan tujuan menciptakan kesan positif pada bulan atau kuartal tertentu, terutama saat melaporkan keuangan, meskipun tidak mencerminkan kondisi sebenarnya<sup>14</sup>.

3. Menurut Allen dan Saunders dalam Owens dan Wu

Istilah "*window dressing*" merujuk pada praktik memanipulasi angka dalam laporan keuangan dengan tujuan membuat laporan kuartal akhir atau tahunan terlihat lebih menguntungkan dibandingkan dengan laporan

---

<sup>12</sup> Seung Hee Choi and Maneesh Chabria, "Window Dressing in Mutual Fund Portfolios : Fact or Fiction?," *Journal of Financial Regulation and Compliance* 21, no. 2 (2013).

<sup>13</sup> Ithamar Yaomi, "Kamus Bursa: Apa Itu Window Dressing? Apa Dampaknya Bagi Investor?," *Bisnis.com*, 2021, <https://finansial.bisnis.com/read/20211006/55/1451229/kamus-bursa-apa-itu-window-dressing-apa-dampaknya-bagi-investor>.

<sup>14</sup> Walter Johnson, "The Theory and Practice of Window Dressing by Commercial Banks, Mississippi Valley," *Journal of Business Economics* 4 (1969).

triwulan biasa. Ini juga melibatkan penggunaan transaksi keuangan jangka pendek<sup>15</sup>.

4. Menurut Ralona

*Window dressing* adalah praktik laporan keuangan yang dimanipulasi untuk menciptakan gambaran keuangan yang lebih positif daripada kondisi yang sebenarnya<sup>16</sup>.

5. Menurut Ryan Filbert Wijaya dan Rosari

*Window dressing* adalah tindakan rekayasa laporan keuangan yang bertujuan untuk meningkatkan tampilan kinerja keuangan agar terlihat lebih menguntungkan<sup>17</sup>.

b. Cara Kerja *Window dressing*

Manajer investasi memiliki tanggung jawab untuk menyusun laporan keuangan dan portofolio untuk para investor dan klien mereka pada akhir setiap kuartal. Melalui laporan ini, investor dapat menilai potensi profitabilitas investasi mereka. Apabila laporan keuangan tidak memenuhi ekspektasi, manajer investasi dapat menggunakan strategi yang disebut "*window dressing*" dengan mengubah laporan saham yang awalnya jelek menjadi baik.

Tujuan dari tindakan *window dressing* ini adalah untuk meningkatkan kinerja secara keseluruhan dari portofolio saham yang dikelola oleh perusahaan manajer investasi tersebut dengan tujuan agar keuangan di perusahaan tersebut menjadi baik di mata investor<sup>18</sup>.

c. Teori Keagenan dalam *Window Dressing*

Teori agensi mencerminkan situasi ketika ada pemisahan peran antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajer yang bertindak sebagai agen yang menjalankan operasional perusahaan<sup>19</sup>. Dalam konteks ini, timbulnya permasalahan

---

<sup>15</sup> Edward Owens and Joanna Shuang Wu, "Window Dressing of Financial Leverage," *Internasional Symposium on Accounting and Finance*, 2011.

<sup>16</sup> Ralona M, *Kamus Istilah Ekonomi Populer* (Jakarta: Gorga Media, 2006).

<sup>17</sup> Ryan Filbert Wijaya, *Negative Investment: Kiat Menghindari Kejahatan Dalam Dunia* (Jakarta: PT Elex Media Komputindo, 2014); Rosari A.S, *Centurygate* (Jakarta: Penerbit Buku Kompas, 2010).

<sup>18</sup> Helmi Shemi, "Window Dressing Adalah: Pengertian, Cara Kerja, Dan Dampaknya," IDN Times, 2022, <https://www.idntimes.com/business/finance/helmi/apa-itu-window-dressing-adalah-investor-pemula-harus-tahu>.

<sup>19</sup> Michael C Jensen and Meckling W.H, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3 (1976); Robert Anthony and Vijay Govindarajan, *Management Control Systems* (Irwin: Homewood, Illinois, 1995); R.A Supriyono, *Akuntansi Keperilakuan* (Yogyakarta: Gajah Mada University Press, 2018).

agensi disebabkan oleh upaya masing-masing pihak untuk memaksimalkan kepentingan dan utilitas mereka sendiri<sup>20</sup>. Hal ini juga disebabkan karena adanya ketidakseimbangan informasi agen oleh *principal* yang mengakibatkan keleluasaan atas informasi yang tidak diketahui *principal*<sup>21</sup>.

Dari situasi tersebut, peran yang sangat penting dalam mengendalikan tindakan seorang manajer dalam sebuah perusahaan sangat diperlukan. Pengendalian ini bisa dicapai melalui penggunaan mekanisme pemantauan, yang termasuk dalam pembentukan dewan komisaris untuk mengawasi operasi perusahaan. Dewan komisaris bertanggung jawab untuk menjalankan berbagai tindakan pengawasan dalam rangka mengendalikan manajer<sup>22</sup>.

Dalam konteks *window dressing*, agen melaporkan laporan keuangan kepada pemilik perusahaan dengan mempercantik laporan tahunan agar terlihat baik dimata pemilik perusahaan yang dalam hal ini adalah investor<sup>23</sup>. Dengan penyajiannya yang menarik, *principal* kemungkinan akan mengasumsikan bahwa agen telah menjalankan tugasnya dengan baik dalam mengelola investasi yang ditempatkan dalam perusahaan. Sebagai imbalan atas upaya agen ini, *principal* memberikan bonus akhir tahun yang besar kepada agen tersebut<sup>24</sup>.

d. *Cash Holding*

*Cash holding* merupakan salah satu indikator pengukuran *window dressing*. Pengukuran *window dressing* menggunakan indikator *cash holding* pada laporan keuangan selama setahun, yaitu pada kuartal 1 sampai kuartal 4<sup>25</sup>. Kas adalah aset yang memiliki tingkat likuiditas paling cair yang dimiliki oleh sebuah perusahaan, termasuk segala jenis uang, cek, wesel, serta uang yang berada dalam bentuk tunai di tangan atau disimpan dalam

---

<sup>20</sup> Jensen and W.H, ““Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure.””

<sup>21</sup> Trias Alandari, “Analisis Window Dressing Pada Reksadana Saham Perusahaan Sekuritas Indonesia” (Universitas Jember, 2016).

<sup>22</sup> Devica Nuranda Sari, “Analisis Praktik Window Dressing Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di LQ45 Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2017” (Univesrstitas Brawijaya, 2019).

<sup>23</sup> Ningrum, Mustaqim, and Salim, “Identifikasi Faktor Penentu Manajemen Laba.”

<sup>24</sup> Alandari, “Analisis Window Dressing Pada Reksadana Saham Perusahaan Sekuritas Indonesia.”

<sup>25</sup> Abdul Rahman Khokhar, “Three Essays In Empirical Corporare Finance,” 2013.

deposito di bank atau institusi serupa<sup>26</sup>. Ketersediaan kas yang optimal dapat mencukupi kebutuhan operasional perusahaan, dalam hal ini adalah cash holding dan juga dapat digunakan sebagai alternatif bagi perusahaan dalam mendistribusikan dividen kepada pemegang sahamnya<sup>27</sup>.

Menurut Galen Sher, *Cash holding* adalah suatu biaya *opportunity* yang seharusnya tidak dimasukkan kedalam bentuk kas tetapi dialokasikan ke asset lain seperti investasi atau yang lain yang memberikan keuntungan yang baik, sehingga tidak semua biaya harus dimasukkan dalam bentuk kas<sup>28</sup>.

Kesimpulannya *cash holding* merupakan sejumlah uang dalam bentuk kas yang dimiliki oleh suatu perusahaan dan umumnya digunakan untuk mendukung operasional dan kelangsungan bisnis. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan, terutama manajemennya, untuk mengambil keputusan yang cerdas dalam menentukan seberapa besar jumlah uang kas yang harus dipegang<sup>29</sup>.

e. *Window Dressing* Perspektif Syariah

*Window Dressing* dalam konteks investasi dan keuangan merupakan praktik pelaporan keuangan atau portofolio investasi dengan mengubah susunan portofolio pada akhir periode pelaporan keuangan yang bertujuan untuk meningkatkan kinerja pada laporan keuangan tersebut<sup>30</sup>. Praktik ini sebagai bentuk manipulasi laporan keuangan, tujuannya agar laporan keuangan yang dibuat terlihat bagus di mata investor<sup>31</sup>.

Allah Swt berfirman dalam Q.S An-Nisa Ayat 29 mengenai larangan memakan harta dengan cara yang tidak benar.

---

<sup>26</sup> Saul Fernando Simanjutak and Sri Wahyudi, "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Cash Holding Perusahaan," *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi* 19, no. 1 (2017), <http://jurnaltsm.id/index.php/JBA>.

<sup>27</sup> Chandra, Sugiarto, and Biantara, "Analisis Window Dressing Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020."

<sup>28</sup> Galen Sher, *Cashing in for Growth: Corporate Cash Holdings as an Opportunity for Investment in Japan* (International Monetary Fund, 2014).

<sup>29</sup> Chandra, Sugiarto, and Biantara, "Analisis Window Dressing Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020."

<sup>30</sup> Siska Dyah Nur Rahmawati, "Keabsahan Window Dressing Pada Pasar Modal: Tinjauan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal Dan Ushul Fiqh" (Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim, 2018).

<sup>31</sup> Br Barus et al., "Analisis Hukum Terhadap Perlindungan Hukum Bagi Investor Dari Praktek Windows Dressing Oleh Emiten Di Pasar Modal," *USU Law Journal* 4, no. 2 (2016): 17-29.

يَتَأَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ  
تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ ۚ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ ۚ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ  
رَحِيمًا

Artinya :“Wahai orang-orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil (tidak benar), kecuali dalam perdagangan yang berlaku atas dasar suka sama suka di antara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu. Sungguh, Allah Maha Penyayang kepadamu”

Menurut beberapa pendapat, praktik *window dressing* dianggap tidak sesuai dengan prinsip-prinsip syariah yang mengatur tentang transaksi keuangan<sup>32</sup>. Larangan transaksi keuangan dengan praktek *window dressing* dilarang dalam Islam. Fatwa DSN MUI menyebutkan jenis transaksi yang dilarang saat kegiatan investasi, “Tidak diperbolehkan adanya praktik spekulasi yang terdapat unsur gharar (ketidakpastian) dan tidak dilaksanakan dengan prinsip ihtiyath (berhati-hati).” Dalam praktik *window dressing* terdapat beberapa aspek yang dilarang dalam islam menurut Fatwa DSN MUI tersebut, diantaranya :

1. Adanya Penawaran Palsu (*Najsy*)
2. Penyebaran informasi yang tidak sesuai (*Insider Trading*)
3. Penjualan barang yang belum dimiliki (*Ba'i al-Ma'dum*)<sup>33</sup>

### 3. *Ramadhan Effect*

Bulan Ramadan adalah bagian dari tradisi keagamaan umat islam yang penting dan sakral. Selama bulan Ramadan, umat Muslim diwajibkan menahan rasa lapar, haus, dan perbuatan-perbuatan negatif yang dapat membatalkan puasa. Puasa Ramadan adalah salah satu tradisi paling terkenal di seluruh dunia yang dijalankan oleh umat islam yang jumlahnya lebih dari 1,5 miliar umat di seluruh dunia<sup>34</sup>.

<sup>32</sup> Barus et al.

<sup>33</sup> Dewan Syariah Nasional, “Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor : 20/DSN-MUI/IV/2001 Tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah,” 2001.

<sup>34</sup> Yolanda Effendy et al., “Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Pertumbuhan Ekonomi Islam Di Sumatera Barat,” *Jurnal Ilmiah Ekonomi, Manajemen Dan Syariah (JIEMAS)* 2, no. 2 (2023): 121–28.

Puasa Ramadan memberikan berbagai keuntungan kesehatan bagi umat Islam yang melaksanakannya. Seperti yang disebutkan dalam Al-Qur'an dan didukung oleh penelitian medis, puasa Ramadan memberikan dampak positif bagi kesehatan tubuh dan pikiran seseorang.<sup>35</sup> Penelitian oleh Bialkowski juga menyatakan bahwa kesehatan investor saat menjalani puasa Ramadan dapat memengaruhi kesehatan fisik mereka, yang selanjutnya memengaruhi keputusan investasi<sup>36</sup>.

Penelitian kesehatan telah menunjukkan bahwa puasa Ramadan memiliki kemampuan untuk mengurangi tingkat stres dan kecemasan<sup>37</sup> serta menciptakan perasaan positif yang ringan<sup>38</sup>. Dampak adanya perasaan senang ini dapat mempengaruhi perilaku investor dan memberikan pengaruh positif pada penilaian pasar saham di negara-negara dengan mayoritas penduduk Muslim<sup>39</sup>. Pengaruh terhadap keputusan investasi itu jugalah yang menyebabkan adanya perubahan harga saham pada bulan ramadhan tersebut. Naik turunnya return dan harga saham di bulan Ramadhan tersebut yang dinamakan *ramadhan effect*.

a. Pengertian *Ramadhan Effect*

*Ramadhan effect* adalah suatu istilah yang terjadi karena fenomena musiman ketika terdapat perbedaan rata-rata harga saham dalam sebuah investasi selama bulan suci Ramadhan dibandingkan dengan bulan di luar bulan suci Ramadhan. Perbedaannya terletak pada naiknya harga saham selama bulan suci Ramadhan<sup>40</sup>.

---

<sup>35</sup> H. Perk, "Identification of Proteins That Interact With Mammalian Peptide: N-Glycanase and Implicate This Hydrolase in the Proteasome-Dependent Pathway for Protein Degradation," *Process Natl Academy Science USA* 98, no. 20 (2001); N. M. Saleh, T. M. Iskandar, and M. M. Rahmat, "Earnings Management and Board Characteristics: Evidence from Malaysia," *Jurnal Pengurusan* 24 (2005).

<sup>36</sup> J. Bialkowski, A Etebari, and T.P. Wisniewski, "Iety and Profits: Stock Market Anomaly During the Muslim Holy Month," *Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper*, 2012.

<sup>37</sup> T. Dradkeh, J. D. Van Horn, and T McManus, "Ventricle-Brain Ratio in Schizophrenia," *British Journal of Psychiatry*, 1992.

<sup>38</sup> I. Knerr and P. L. Pearl, "Ketogenic Diet: Stoking Energy Stores and Still Posing Questions," *Experimental Neurology* 1, no. 211 (2008).

<sup>39</sup> Rian Dwi Saputra, "Pengaruh Ramadhan Effect Terhadap Return Dan Volatilitas Di Bursa Efek Indonesia" (Indonesia Islamic University, 2018).

<sup>40</sup> Hamaed G. Akrami, Mansour. Arkaz, and Alireza Mehrazin, "The Effect of Ramadhan Month On Stock Abnormal Return of the Companies Accepted In Tehran Stock Exchange," *Economic and Finance Review* 2, no. 5 (2012).

b. Teori *Ramadhan Effect*

Pola konsumsi dan belanja individu berdampak pada keputusan investasi dan fluktuasi harga saham yang tidak stabil, terdapat beberapa teori mengenai pola konsumsi individu pada saat *Ramadhan effect* yang juga dapat digunakan sebagai faktor yang mempengaruhi *Ramadhan effect*, diantaranya :

1) Teori Penurunan Konsumsi

Selama bulan Ramadan, terdapat kecenderungan mengurangi konsumsi makanan dan minuman selama siang hari karena umat Islam sedang menjalani ibadah puasa. Namun, konsumsi makanan dan minuman meningkat secara nyata saat waktu berbuka puasa dan juga pada saat sahur<sup>41</sup>.

2) Teori Peningkatan Belanja

Peningkatan pengeluaran terjadi di bulan Ramadan sebagai bagian dari persiapan menyambut perayaan Idul Fitri (Lebaran).<sup>42</sup>

3) Teori Psikologis

Bulan Ramadan juga bisa memengaruhi tingkah laku individu melalui faktor-faktor psikologis, seperti peningkatan rasa solidaritas dan empati sosial yang seringkali muncul selama bulan ini. Hal ini dapat mendorong orang untuk memberikan sumbangan atau melakukan perbuatan baik<sup>43</sup>.

4) Teori Diskon dan Promosi

Sebagian bisnis memanfaatkan bulan Ramadan sebagai kesempatan untuk memberikan diskon dan promosi khusus, yang dapat memengaruhi keputusan konsumen<sup>44</sup>.

c. Faktor Yang Mempengaruhi Terjadinya *Ramadhan Effect*

---

<sup>41</sup> Smith S, "The Ramadan Effect: Does the Lunar Calendar Affect Births?," *Journal of Health Economics* 24, no. 5 (2005).

<sup>42</sup> T. Choudhury and D Mavridis, "Stock Market Response to Ramadan: Evidence from the Turkish Stock Exchange," *Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money* 31 (2014).

<sup>43</sup> Siddiqi H, "Religion and Consumption: Exploring the Impact of Ramadan on Consumer Behavior," *Journal of Islamic Marketing* 3, no. 1 (2012).

<sup>44</sup> Y. A El Borolossy, "The Impact of Ramadan on Consumers' Expenditure Patterns: A Conceptual Framework," *International Journal of Commerce and Management* 19, no. 4 (2009).

Adanya *ramadhan effect* yang disebabkan oleh perdagangan saham di pasar modal yang dipengaruhi oleh keputusan pembelian investor mempunyai beberapa faktor yang mempengaruhi.

1) Adanya Kondisi Keagamaan Dan Psikologis Dari Investor

Pada saat Ramadhan, tuntutan akan kebutuhan hidup juga semakin meningkat, tetapi juga banyak pedagang yang mempunyai pendapatan yang cukup signifikan selama bulan ini. Selain itu, *euforia* yang ada dimasyarakat membuat suasana individu menjadi positif yang menyebabkan adanya perubahan gejala investor dalam membeli atau menjual saham yang dipunyai<sup>45</sup>.

2) Adanya Berita Terkait Bulan Ramadhan

Media massa, televisi, radio menjadi benda yang lebih banyak digunakan menjelang berbuka di bulan Ramadhan, adanya peristiwa-peristiwa menarik terkait investasi dapat mempengaruhi market mood atau sentimen pasar. Lembar saham yang diperjualbelikan dapat menjadi ide bagi individu untuk menjual saham atau membelinya<sup>46</sup>.

3) Adanya Pembagian Deviden (Imbal Hasil) Perusahaan Untuk Para Investor

Adanya pembagian deviden (imbal hasil) perusahaan untuk para investor dalam rangka bulan ramadhan. Hal ini menjadi daya tarik seseorang untuk berinvestasi. Adanya keuntungan yang menarik, deviden oleh perusahaan, menjadi momentum yang tepat untuk berinvestasi di bulan Ramadhan. Keadaan tersebut menunjukkan adanya peningkatan volume perdagangan selama Ramadhan, yang berimplikasi pada likuiditas pasar saham<sup>47</sup>.

d. Kajian Keislaman *Ramadhan Effect*

*Ramadhan Effect* merupakan fenomena pasar modal yang mempengaruhi investasi dan harga saham disebabkan

---

<sup>45</sup> M. Chiah and V. K. Liew, "The Fasting Month and Stock Returns in Muslim Countries," *PACIS 2012 Proceedings* 103 (2012).

<sup>46</sup> Faff Robert and Robert Powell, "Ramadan Effect in Stock Returns," *Pacific-Basin Finance Journal* 20, no. 6 (2012).

<sup>47</sup> Ahmed Shahid, "The Ramadan Effect on the Stock Returns of the Indonesian and Malaysian Stock Markets," *Pacific-Basin Finance Journal* 63 (2020).

oleh datangnya bulan Ramadhan<sup>48</sup>. Bulan Ramadhan menjadi bulan penuh keberkahan yang dijelaskan sebagai bulan yang lebih istimewa dari seribu bulan. Sesuai dengan Q.S Al-Qadr Ayat 3 yang berbunyi :

لَيْلَةُ الْقَدْرِ خَيْرٌ مِّنْ أَلْفِ شَهْرٍ ﴿٣﴾

Artinya : “Malam Kemuliaan itu lebih baik daripada seribu bulan”

Bulan Ramadhan menjadi momentum untuk memperbaiki diri, bersedekah, dan mendekati diri pada Allah Swt. seperti yang termaktud dalam HR. Ahmad yang berbunyi :

أَبْوَابُ فِيهِ وَيُغْلَقُ الْجَنَّةُ أَبْوَابُ فِيهِ تُفْتَحُ صِيَامُهُ عَلَيْكُمْ اللَّهُ افْتَرَضَ شَهْرُ مَبَارَكٍ رَمَضَانَ جَاءَكُمْ قَدْ شَهْرُ أَلْفٍ مِنْ خَيْرٍ لَيْلَةٍ فِيهِ الشَّيَاطِينُ فِيهِ وَتُغَلُّ حَيْمُ الْجَـ

Artinya : "Telah datang Bulan Ramadhan, bulan penuh berkah, maka Allah mewajibkan kalian untuk berpuasa pada bulan itu, saat itu pintu-pintu surga dibuka, pintu-pintu neraka ditutup, para setan diikat dan pada bulan itu pula terdapat satu malam yang nilainya lebih baik dari seribu bulan,"<sup>49</sup>

Ayat tersebut menegaskan bahwa bulan Ramadhan merupakan bulan penuh berkah untuk berpuasa, memperbanyak amalan untuk mendapatkan berkah yang maksimal karena pintu surga dibuka serta menjadi momentum terbaik untuk mendekati diri kepada Allah SWT.

Suka cita menyambut hari kemenangan saat menjelang akhir bulan Ramadhan menjadi poin utama pengaruhnya di pasar modal. Investor muslim banyak yang ingin menjual sahamnya untuk kepentingan memegang uang karena banyaknya kebutuhan yang harus terpenuhi

<sup>48</sup> Muhammad Mahadi, “Fenomena Ramadan Effect Pada Volatilitas Return, Trade Volume, Dan Kinerja Return Di Pasar Modal: Bukti Empirik Dari Indonesia,” 2021.

<sup>49</sup> Syahidah Izzata Sabiila, “11 Ayat Tentang Puasa Ramadan Dalam Al-Quran Beserta Dalil Hadits,” Sonora.id, 2023, <https://www.sonora.id/read/423730516/11-ayat-tentang-puasa-ramadan-dalam-al-quran-beserta-dalil-hadits>.

saat akhir Ramadhan untuk menyambut Idul Fitri<sup>50</sup>. Hal ini menjadi salah satu manfaat pasar modal dalam menunjang pendapatan investor muslim untuk tambahan penghasilan di bulan Ramadhan yang penuh berkah<sup>51</sup>.

#### 4. *Firm Size*

##### a. Pengertian *Firm Size*

*Firm size* merupakan suatu istilah untuk menyebutkan ukuran besar kecilnya suatu perusahaan, yang dapat dilihat melalui berbagai aspek total asset perusahaan seperti nilai ekuitas, penjualan, atau nilai aktiva<sup>52</sup>.

Pengukuran perusahaan biasanya diukur menggunakan total aktiva dengan menggunakan nilai logaritma dari total aktiva perusahaan<sup>53</sup>. Perusahaan yang besar memiliki keunggulan dalam mendapatkan dana tambahan di pasar modal dibandingkan perusahaan kecil.

##### b. Teori *Firm Size*

Terdapat beberapa teori mengenai *firm size*, Ukuran perusahaan dapat tercermin dari total aset perusahaan, semakin besar aset yang dimiliki mengindikasikan pertumbuhan yang baik dalam menghasilkan laba<sup>54</sup>. Selain itu, besarnya aset perusahaan juga sebanding dengan resiko kerugian yang semakin besar pula<sup>55</sup>. Besarnya perusahaan yang memengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, maka pembagian dividen pun akan semakin besar, dan otomatis akan meningkatkan harga

---

<sup>50</sup> Lutfiah, "Analisis Perbedaan Return Saham Sebelum Dan Sesudah Hari Libur Idul Fitri (Studi Empiris Pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2021)" (Universitas Islam Negeri Sumatera Utara, 2021).

<sup>51</sup> Moh Wal'afiat, "Pengaruh Religiusitas Dan Pengetahuan Mahasiswa Alumni 2017-2018 Terhadap Minat Investasi Di Pasar Modal Syariah (Studi Pada Mahasiswa Jurusan Ekonomi Syariah)" (Universitas Islam Negeri Datokarama Palu, 2023).

<sup>52</sup> Chandra, Sugiarto, and Biantara, "Analisis Window Dressing Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020"; Riyanto, *Dasar - Dasar Pembelanjaan Perusahaan*; Yufeng Han and David A Lesmond, "Idiosyncratic Volatility and Liquidity Cost," *Journal of Finance* 5, no. 5 (2009).

<sup>53</sup> Yan Plei Mikhael and AAGP Widanaputra, "Pengujian Anomali Pasar Size Effect Pada Bulan Januari Di Pasar Modal Indonesia Tahun 2012-2015," *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 24, no. 1 (2018).

<sup>54</sup> Soebiantoro Sujoko, "Pengaruh Kepemilikan Saham, Leverage, Terhadap Nilai Perusahaan," *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan, Nomor* 19 (2007).

<sup>55</sup> Daniati, Ninna, and Suhairi, *Pengaruh Kandungan Informasi Komponen Arus Kas, Laba Kotor, Dan Size Perusahaan Terhadap Expected Return Saham*.

saham<sup>56</sup>. Terdapat konsep "*Size Effect*" yang mengacu pada dampak ukuran perusahaan terhadap pengembalian saham, khususnya dalam hal dividen yang diterima oleh investor. Investor sering kali mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi<sup>57</sup>.

Ukuran perusahaan juga dilihat dari kapitalisasi pasar, yang mencerminkan nilai kekayaan perusahaan saat ini dan dapat dibagi menjadi kategori seperti perusahaan besar (*large firm*), menengah (*medium firm*), dan kecil (*small firm*). Perhitungan kapitalisasi pasar (*market capitalization*) dihitung dengan mengkalikan harga saham penutupan dengan jumlah saham yang beredar<sup>58</sup>. Saham-saham dalam kelompok ini memiliki karakteristik dan resiko yang berbeda, seperti saham besar yang cenderung stabil dengan resiko rendah, sedangkan saham kecil memiliki potensi return tinggi namun dengan resiko yang lebih besar<sup>59</sup>.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981), ditemukan bahwa ukuran kapitalisasi pasar memiliki pengaruh signifikan terhadap pengembalian saham. "*Size Effect*" mengindikasikan saham-saham yang memiliki kapitalisasi pasar kecil umumnya menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan saham-saham yang memiliki kapitalisasi pasar besar.<sup>60</sup>

c. Aspek Syariah *Firm Size*

*Firm Size* (Ukuran perusahaan) dalam pasar modal diketahui dari besar kecilnya asset yang dimiliki perusahaan. Dalam pertimbangan investasi, investor berhak memilih perusahaan yang asset besar ataupun kecil. Pemilihan tersebut harus mengetahui tingkat keuntungan, resiko, dan fluktuasi harga sahamnya. Pemilihan dalam *firm size* ini menjadi aspek syariah jika diniatkan sebagai ikhtiar dan usaha memperoleh rezeki.

---

<sup>56</sup> Suad Husnan, "Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas" (UPP STIM YKPN, 2019).

<sup>57</sup> Tatang Ary Gumanti and Elok Sri Utami, "Bentuk Pasar Efisiensi Dan Pengujiannya," *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan* 4, no. 1 (2002).

<sup>58</sup> Fudji Sri Mar'ati, "Pengaruh Firm Size Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia Periode 2004 - 2009," *Jurnal Among Makarti* 6, no. 12 (2013).

<sup>59</sup> Ang Robert, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia* (Jakarta: Mediasoft, 1997).

<sup>60</sup> Rolf W Banz, "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks," *Journal of Financial Economics* 9, no. 1 (1981): 3–18.

Ikhtiar dari segi etimologi merupakan usaha atau bekerja. Secara konseptual, ikhtiar diartikan sebagai usaha sungguh-sungguh yang melibatkan seluruh pemikiran dan zikir, dengan maksud untuk melakukan yang terbaik sebagai makhluk Allah Swt. Selain itu, ikhtiar juga bertujuan sebagai usaha menempatkan dirinya menjadi masyarakat yang terbaik (*khaira ummah*)<sup>61</sup>.

Sikap ikhtiar dalam berusaha dianjurkan dalam Islam. Seperti dalam Q.S An-Najm Ayat 39-42 yang berbunyi :

وَأَنْ لَّيْسَ لِلْإِنْسَانِ إِلَّا مَا سَعَى . وَأَنَّ سَعْيَهُ سَوْفَ يُرَى . ثُمَّ يُجْزَاهُ الْجَزَاءَ الْأُولَى . وَأَنْ إِلَى رَبِّكَ الْمُنْتَهَى

Artinya : “Dan bahwa insan hanya memperoleh apa yang telah diusahakannya (39). Dan sebenarnya usahanya itu kelak akan diperlihatkan (kepadanya) (40). Kemudian akan diberi jawaban kepadanya dengan jawaban yang paling sempurna(41). Dan sebenarnya kepada Tuhanmulah akhirnya (segala sesuatu)”

Ayat tersebut menegaskan bahwa perubahan hasil usaha yang diperoleh seseorang melalui proses ikhtiar, tidak mudah putus asa, serta berhati-hati dalam bertindak. Ayat tersebut menjadi acuan bagi investor untuk berikhtiar memilih perusahaan dengan asset besar ataupun kecil yang mempunyai tingkat resiko dan keuntungan yang sebanding.

## 5. Volatilitas Harga Saham

Perkembangan harga saham di pasar modal tidak dapat stabil terus menerus, harga saham dapat dengan mudah melonjak tajam dan turun drastis. Fenomena naik turunnya harga saham ini yang menyebabkan fluktuasi harga saham, yang selanjutnya disebut dengan volatilitas harga saham<sup>62</sup>. Peristiwa yang digunakan untuk mengetahui jarak antara turunnya harga saham dengan kenaikan harga saham inilah yang dinamakan volatilitas harga saham<sup>63</sup>.

<sup>61</sup> Toha Tahara, *Etos Kerja Pribadi Muslim*, 2nd ed. (Yogyakarta: Dana Bakti Wakaf, 1995).

<sup>62</sup> I Wayan Korin Priana and Ketut Muliarta, “Dividend Payout Ratio Pada Volatilitas Harga Saham,” *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 20 (2017).

<sup>63</sup> Oktavianti and Saryadi, “Pengaruh Dividend Payout Rasio, Firm Size, Dan Leverage Terhadap Volatilitas Harga Saham (Studi Pada Perusahaan Indeks LQ-45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2018).”

Volatilitas menjadi fenomena yang umum terjadi di pasar modal, fenomena ini terjadi karena pergerakan harga saham yang cenderung naik turun (tidak stabil) dalam periode tertentu. Banyak investor pemula yang tidak tau penyebab harga saham disuatu perusahaan yang sudah go public itu bisa berfluktuasi bahkan secara drastis<sup>64</sup>.

Volatilitas terbagi menjadi 2 jenis yang terjadi karena adanya pengaruh dari sesuatu yang lain, diantaranya adalah sebagai berikut<sup>65</sup>:

a. Volatilitas Transisi/Sementara (*Transitory Volatility*)

Volatilitas ini terjadi karena harga saham berfluktuasi atau perubahan harga yang sangat cepat yang bersifat sementara disebabkan karena adanya ketidakseimbangan permintaan dan penawaran saham dan aset finansial . Contoh peristiwa yang menyebabkan adanya *Transitory volatility* adalah adanya ekspektasi dari investor untuk membeli atau menjual saham dalam jumlah yang besar, adanya peristiwa tahunan seperti *holiday effect* atau fenomena - fenomena tertentu yang terjadi di periode tertentu atau adanya fenomena politik di suatu negara

b. Volatilitas Fundamental (*Fundamental Volatility*)

Volatilitas fundamental disebabkan karena adanya fluktuasi harga yang terjadi karena terdapat faktor fundamental yang mempengaruhinya, faktor fundamental mencakup ruang lingkup umum seperti perubahan ekonomi, pengaruh kebijakan pemerintah, serta adanya bencana alam.

## 6. Pasar Modal

a. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal merupakan wadah bertemunya pembeli dan penjual, tetapi tidak sama dengan pasar tradisional pada umumnya, pasar modal adalah tempat bertemunya pembeli dan penjual dalam online, dengan objek instrumen keuangan untuk kepentingan investasi<sup>66</sup> Menurut Robert Ang,

---

<sup>64</sup> Alwi Iskandar, "Pasar Modal: Teori Dan Aplikasi," *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 19, no. 1 (2003): 854–75.

<sup>65</sup> Universitas Islam Negeri 1431 H / 2010 M, "Frekuensi Perdagangan, Volatilitas, Dan Harga Saham," 2010.

<sup>66</sup> Noor Hadi, *Pasar Modal*, 2nd ed. (Yogyakarta: Graha Ilmu, 2015).

mendefinisikan bahwa pasar merupakan suatu kondisi dimana penjual maupun pembeli menegosiasikan adanya komoditi yang ditukarkan<sup>67</sup>. Pasar modal disini diartikan sebagai pasar yang mempunyai objek obligasi modal ekuitas, surat berharga, saham, dan lain-lainnya. Pasar modal (Bursa Efek) sering diartikan sebagai tempat pertukaran modal.

Menurut Fahmi dalam bukunya yang berjudul *Pengantar Pasar Modal*, mendefinisikan pasar modal sebagai tempat penjualan saham (*stock*) yang merupakan dana jangka panjang berbentuk modal sendiri dan obligasi (*bond*) yang berbentuk utang dari berbagai pihak perusahaan yang akan digunakan untuk menambah dana dan menambah modal perusahaan<sup>68</sup>. Pasar modal merupakan pusat transaksi saham dan utang jangka panjang yang diperdagangkan<sup>69</sup>. Pasar modal juga sebagai tempat transaksi dana-dana modal, seperti ekuitas dan hutang.

Pasar modal konvensional menginterpretasikan "Pasar Modal" sebagai istilah yang berasal dari terjemahan "*Capital Market*," yang merujuk pada sebuah tempat yang memfasilitasi perusahaan dalam memenuhi kebutuhan modalnya atau sistem di mana efek atau surat berharga lainnya yang ditawarkan dapat dibeli dan dijual untuk memenuhi kebutuhan pasar<sup>70</sup>.

b. Pengertian Pasar Modal Syariah

Dalam Perspektif Dewan Syariah Nasional Nomor : 40/DSN-MUI/X/2003 dan UU Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 Pasal 1 Angka 13 tentang Pasar Modal menjelaskan bahwa pasar modal adalah aktivitas yang terkait dengan perdagangan efek dan penawaran umum, perusahaan public

---

<sup>67</sup> Ang Robert, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*.

<sup>68</sup> Irham Fahmi, *Pengantar Pasar Modal*, ed. Muhammad Insa Ansari, 3rd ed. (Bandung: Alfabeta, 2017); Yayasan Mitra Dana, *Penuntun Pelaku Pasar Modal Indonesia*, 1991.

<sup>69</sup> Joel G Siegel and Jae K Shim, *Kamus Istilah Akuntansi* (Jakarta: Elex Media Komputindo, 1999).

<sup>70</sup> Abdurrahman, *Ensiklopedi Ekonomi Keuangan Dan Perdagangan* (Jakarta: PT. Pradnya Paramita, 1991).

yang terkait dengan efek yang mereka terbitkan, serta profesi dan Lembaga yang terkait dengan efek<sup>71</sup>.

Pengertian pasar modal syariah bukan suatu institusi yang berdiri sendiri untuk memperjualbelikan efek. Namun pasar modal syariah merupakan sebuah institusi yang masih tergabung dalam pasar modal umum yang memperjualbelikan efek syariah<sup>72</sup>. Pasar modal syariah merupakan bagian dari pasar keuangan di mana saham dan obligasi diperdagangkan sesuai dengan aturan yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Prinsip-prinsip etika Islam ini menghindari unsur-unsur seperti bunga, perjudian, alkohol, dan usaha yang dianggap tidak sesuai dengan nilai-nilai agama Islam. Investasi dalam pasar modal syariah bertujuan untuk mendukung bisnis yang mematuhi norma-norma etika dalam Islam<sup>73</sup>.

#### c. Tujuan Pasar Modal

Terdapat beberapa tujuan dari adanya pasar modal, yang dirangkum dari berbagai sumber adalah sebagai berikut :

- 1) Dengan penerbitan saham atau obligasi, perusahaan bisa mendapatkan akses pembiayaan jangka panjang<sup>74</sup>.
- 2) Kesempatan investasi bagi para investor terbuka lebar untuk meraih keuntungan dari fluktuasi harga saham dan obligasi di dalam pasar modal<sup>75</sup>.
- 3) Pasar modal meningkatkan likuiditas aset finansial dengan memfasilitasi pelaku pasar dalam membeli atau menjual saham dan obligasi secara cepat sesuai kebutuhan atau keinginan<sup>76</sup>.
- 4) Melalui diversifikasi portofolio, risiko investasi dapat ditekan, memungkinkan investor menyeimbangkan

---

<sup>71</sup> Dewan Syariah Nasional, “Fatwa DSN MUI Tentang Pasar Modal Dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal (N0. 40/DSN-MUI/X/2003)” (Majelis Ulama Indonesia, 2003).

<sup>72</sup> Ahmad Supriyadi, *Pasar Modal Syariah Di Indonesia*, ed. Cult Design and Muna, Pertama (Kudus: Zen, 2009).

<sup>73</sup> Fatima N and Anees A, “Islamic Capital Market: A Review of The Empirical Literature,” *Jurnal Humanomics* 31, no. 1 (2015); Andilolo A.D, “Islamic Capital Market,” *Jurnal EKonomi Dan Bisnis Islam* 2, no. 1 (2018).

<sup>74</sup> Bodie Z, Kane A, and A. J Markus, *Investments* (McGraw- Hill Education, 2014).

<sup>75</sup> Hull JC, *Options, Futures, and Other Derivatives* (Pearson, 2016).

<sup>76</sup> Fabozzi F.J, Neave E.H, and Zhou G, *Financial Markets and Institutions* (Pearson Education, 2008).

portofolio mereka dengan beragam instrumen keuangan<sup>77</sup>.

- 5) Indikator kesehatan ekonomi suatu negara dapat tercermin dalam pasar modal, mencerminkan harapan investor terhadap pertumbuhan dan kinerja perusahaan<sup>78</sup>.

d. Fungsi Pasar Modal

Bagi suatu negara, perusahaan, dan investor, pasar modal yang dikembangkan di Indonesia mempunyai beberapa fungsi, yang diantaranya adalah sebagai berikut :

1) Bagi Investor

- a) Potensi Investasi yang bervariasi

Dapat diketahui bahwa instrumen investasi di Pasar Modal sangat beraneka ragam, diantaranya adalah saham, obligasi, reksadana, dan lain sebagainya. Selain itu, investor bisa memilih investasi yang disesuaikan dengan modal yang dimiliki, risikonya, serta tujuan investasi yang ingin dicapai<sup>79</sup>.

- b) Sarana Menabung di Masa Depan

Investasi di pasar modal, jika dilakukan dengan telaten dapat menjadi tabungan di masa depan, bahkan jumlahnya bisa bertambah jika harga saham terus naik<sup>80</sup>.

- c) Sumber Pendapatan Pasif (*Passive Income*)

Investor akan mendapatkan keuntungan apabila mendapatkan harga jual saham yang lebih tinggi dari harga beli di awal. Selisih antara harga jual dan harga beli saham itulah yang nantinya disebut *passive income*<sup>81</sup>.

---

<sup>77</sup> Sharpe W.F, Alexander G.J, and Bailey J.V, *Investments* (Prentice Hall, 1998).

<sup>78</sup> Mishkin F.S and Eakins S.G, *Financial Markets and Institutions* (Parson, 2015).

<sup>79</sup> Fitriyani Puspa Samodra, "Manfaat Pasar Modal Bagi Emiten, Investor, Dan Pemerintah," *Liputan 6*, 2003, <https://www.liputan6.com/hot/read/5206390/manfaat-pasar-modal-bagi-emiten-investor-dan-pemerintah>.

<sup>80</sup> Cornelia Lyman, "15 Manfaat Pasar Modal Bagi Investor, Emiten, Dan Pemerintah," *Pintu Blog*, 2022, <https://pintu.co.id/blog/manfaat-pasar-modal-bagi-investor-emiten-pemerintah>.

<sup>81</sup> Destina Paningrum, *Buku Referensi Investasi Pasar Modal* (Kediri: Lembaga Chakra Brahmanda Lentera, 2022).

Selain itu, *passive income* juga didapat dari deviden yang dibagi oleh perusahaan bagi pemilik saham. Deviden ini diabagikan pada periode tertentu sebagai pendapatan atas investasi<sup>82</sup>.

2) Bagi Perusahaan (Emiten)

a) Perputaran Modal dan Pendanaan

Adanya saham yang dijualbelikan di pasar modal memberikan pendanaan bagi perusahaan, dapat digunakan sebagai proyek baru yang nantinya akan menghasilkan keuntungan yang juga akan dibagi kepada pemegang saham<sup>83</sup>

b) Meningkatkan Citra Perusahaan

Perusahaan yang memutuskan untuk *go public*, mempunyai citra yang baik. Karena membuka peluang bagi investor untuk investasi dan laporan keuangan yang transparan, sehingga dapat dilihat oleh banyak orang yang dengan sendirinya akan meningkatkan citra perusahaan<sup>84</sup>

c) Pembukaan lapangan pekerjaan baru

Perusahaan yang *go public* dan mempunyai keuntungan yang meningkat di pasar saham, dapat meningkatkan produktivitas perusahaan, yang nantinya akan mempengaruhi jumlah output perusahaan. Sehingga memungkinkan untuk rekrutmen karyawan untuk menambah kinerja yang sebanding dengan keuntungan dan output yang dihasilkan<sup>85</sup>.

3) Bagi Negara

a) Sebagai Pendukung Pembangunan Suatu Negara

Pembangunan Negara membutuhkan banyak pendanaan untuk kenyamanan masyarakat, misalnya pembangunan infrastruktur, pembangunan jalan, dan fasilitas lain untuk kepentingan masyarakat. Salah satu pendanaannya adalah dengan pendapatan dalam negeri yang didapat dari pasar modal melalui

---

<sup>82</sup> Guest User, "Begini Cara Mendapatkan Dividen Setiap Bulan Sebagai Passive Income," Stockbit, 2023, <https://snips.stockbit.com/investasi/begini-cara-mendapatkan-dividen-setiap-bulan-sebagai-passive-income>.

<sup>83</sup> Samodra, "Manfaat Pasar Modal Bagi Emiten, Investor, Dan Pemerintah."

<sup>84</sup> Faiza Muklis, "Perkembangan Dan Tantangan Pasar Modal Indonesia," *Al-Masraf: Jurnal Lembaga Keuangan Dan Perbankan* 1, no. 1 (2016): 65–76.

<sup>85</sup> Lyman, "15 Manfaat Pasar Modal Bagi Investor, Emiten, Dan Pemerintah."

perusahaan milik pemerintah, yaitu dengan menjual obligasi dan saham kepada masyarakat sehingga dapat memperoleh keuntungan yang nantinya dapat digunakan untuk pengembangan pembangunan negara<sup>86</sup>.

b) Pendapatan Pajak Meningkatkan

Salah satu pendapatan pajak pemerintah juga didapat dari pasar modal. Biasanya, pemerintah memungut pajak atas keuntungan yang diperoleh dari transaksi jual-beli sekuritas di pasar modal<sup>87</sup>

c) Penyediaan tren ekonomi negara sebagai *leading indicator*

Indikator tren ekonomi negara dapat dirumuskan dengan mencantumkan tren di pasar modal, adanya perubahan ekonomi ataupun informasi tentang tren ekonomi masa depan juga bisa dilihat dsri kondisi du pasar modal<sup>88</sup>.

e. Instrumen Pasar Modal

Banyak Efek yang diperdagangkan di Pasar Modal, tidak hanya saham tetapi juga produk-produk berharga lainnya, diantaranya adalah :

1) Saham

Saham merupakan suatu bukti kepemilikan atas suatu perusahaan serta menjadikan hak kepemilikan bagi pihak pemegang saham atas saham yang dibeli di perusahaan terkait<sup>89</sup>. Pihak pembeli saham telah sah disebut pemegang saham (*stockholder*) apabila telah terdaftar di buku Daftar Pemegang Saham (DPS) di sebuah perusahaan<sup>90</sup>.

2) Obligasi

Obligasi merupakan surat utang jangka panjang atau menengah yang diterbitkan oleh perusahaan atau pemerintah yang dibeli oleh investor yang nantinya pemerintah/perusahaan yang menerbitkan obligasi

<sup>86</sup> Supriyadi, *Pasar Modal Syariah Di Indonesia*.

<sup>87</sup> Lyman, "15 Manfaat Pasar Modal Bagi Investor, Emiten, Dan Pemerintah."

<sup>88</sup> Kadiman Pakpahan, "Strategi Investasi Di Pasar Modal," *Journal The Winners* 4, no. 2 (2003).

<sup>89</sup> Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2005).

<sup>90</sup> M. Samsul, *Pasar Modal Dan Manajemen Portofolio* (Jakarta: Erlangga, 2006).

bertanggungjawab untuk memberikan bagi hasil/keuntungan kepada investor dan juga mengembalikan dana beli obligasi investor diawal<sup>91</sup>. Oleh karena itulah, investasi obligasi sering disebut sebagai investasi paling stabil dengan resiko yang paling stabil<sup>92</sup>.

3) Reksadana

Reksadana adalah wadah cakupan kumpulan dana dari para investor, yang kemudian dikelola oleh Manajer Investasi untuk diinvestasikan dalam portofolio Efek. Perusahaan investasi ini aktif mengelola dana dari masyarakat, termasuk institusi investor maupun investor perorangan, dan mengarahkannya ke berbagai jenis investasi, seperti pasar modal, pasar uang, dan properti (UU Pasar Modal nomor 8 Tahun 1995).

4) *Exchange Traded Fund* (ETF)

ETF adalah produk yang diperjualbelikan di pasar modal yang hampir mirip dengan reksadana, bedanya ETF tidak melalui manajer investasi. Mekanismenya yaitu seperti penggabungan antara reksadana dan saham, mekanismenya seperti saham tetapi pengelolaan dananya menggunakan sistem yang sama dengan reksadana<sup>93</sup>.

## 7. Saham Syariah dan *Jakarta Islamic Index*

Semua saham yang sesuai dengan ketentuan dan prinsip - prinsip syariah islam atau dikenal dengan sebutan *sharia compliant* merupakan saham syariah<sup>94</sup>. Terdapat beberapa kategori saham yang masuk dalam kriteria syariah, sesuai dengan yang tercantum dalam Peraturan Bapepam-LK Nomor

<sup>91</sup> Supriyadi, *Pasar Modal Syariah Di Indonesia*.

<sup>92</sup> Sikapi Uangmu, "Definisi Dan Jenis Obligasi," *Otoritas Jasa Keuangan*, n.d., <https://sikapiuangmu.ojk.go.id/FrontEnd/CMS/Article/364>.

<sup>93</sup> Redaksi OCBP NISP, "Instrumen Pasar Modal: Pengertian, Jenis-Jenis, & Manfaat," PT Bank OCBP NISP, 2023, <https://www.ocbc.id/id/article/2021/04/14/instrumen-pasar-modal>.

<sup>94</sup> Robiatul Auliyah and Ardi Hamzah, "Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri Dan Ekonomi Makro Terhadap Return Dan Beta Saham Syariah Di Bursa Efek Jakarta," *Simposium Nasional Akuntansi 9* (2006): 23–26.

IX.A 13 dalam arahan Dewan Syariah Nasional mengenai penerbitan efek syariah, diantaranya adalah<sup>95</sup>:

1. Saham yang diterbitkan oleh perusahaan yang memenuhi prinsip syariah islam, seperti tidak melakukan kegiatan perjudian atau perdagangan yang dilarang, tidak ada unsur ribawi, tidak ada kegiatan yang mengandung *gharar* dan *maysir*. Selain itu juga tidak melakukan kegiatan ekonomi yang barang atau jasanya bersifat haram baik haram *līdzatihi* maupun *lighairihi*.
2. Tidak melakukan penipuan atau melakukan perdagangan (permintaan dan penawaran saham) palsu.
3. Rasio keuangan total hutang berbasis bunga dibanding dengan total modal tidak lebih dari 82% serta pendapatan bunga dan pendapatan non halal dibanding total pendapatan tidak lebih dari 10%.

*Jakarta Islamic Index* merupakan index saham yang diluncurkan oleh Bursa Efek Indonesia yang sahamnya dibuat sesuai dengan prinsip-prinsip syariah islam. *Jakarta islamic Index* pertama kali diluncurkan pada 3 Juli 2000 dengan proses yang panjang untuk menentukan saham syariah di suatu perusahaan yang terdiri dari 30 saham. Proses penentuan 30 saham tersebut dapat dijabarkan sebagai berikut<sup>96</sup>:

1. Daftar Efek Syariah adalah Daftar Saham yang dipilih oleh Bapepam - LK untuk nantinya dipilih dalam tahap penyaringan saham syariah
2. Dari Daftar Efek Syariah tersebut dipilih 60 saham yang dipilih berdasarkan tingkat kapitalisasi pasar selama satu tahun yang terbesar
3. Setelah itu dipilih 30 saham terakhir yang dipilih berdasarkan kategori likuiditas selama satu tahun transaksi dipasar reguler, yang selanjutnya tergabung dalam *Jakarta Islamic Index*.

---

<sup>95</sup> Bapepam-LK, "Himpunan Peraturan Badan Pengawas Pasar Modal Dan Lembaga Keuangan Tentang Pasar Modal Syariah" (Jakarta, 2010); Dewan Syariah Nasional, "Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas Di Pasar Reguler Bursa Efek.," n.d.

<sup>96</sup> Auliyah and Hamzah, "Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri Dan Ekonomi Makro Terhadap Return Dan Beta Saham Syariah Di Bursa Efek Jakarta."

**B. Penelitian Terdahulu**

**Tabel 2.1  
Penelitian Terdahulu**

No	Peneliti Terdahulu	Hasil Penelitian	Perbedaan	Persamaan
1.	Erica Virginia, Josep Ginting dan Faiz A. M. Elfaki <i>To Define Window Dressing in The State Owned Enterprises and Private Companies. Journal Wseas Transactions On Business And Economics.</i> 17, 19 (2020)	Penelitian ini membahas tentang fenomena <i>window dressing</i> pada PT Adhi Karya Tbk, PT Astra Agro Lestari Tbk, PT Telekomunikasi Indonesia Tbk Pada Tahun 2014 - 2016. Dari Penelitian ini menunjukkan bahwa 3 perusahaan tersebut terdapat fenomena <i>window dressing</i> yang berpengaruh pada volatilitas harga saham, namun berbeda tiap tahun. PT Adhi Karya Tbk terjadi <i>window dressing</i> pada Desember 2014, PT Agro Astra Lestari pada Desember 2016, dan PT Telkom Tbk Tahun 2014 dengan volatilitas tinggi.	Perbedaan terletak pada sampel yang digunakan, perbedaan jumlah variable dimana penelitian ini hanya mempunyai 1 <i>variable independent</i> dan 1 <i>variable dependen</i> , objek waktu penelitian, serta metode perhitungannya.	Menggunakan <i>variable window dressing</i> dan volatilitas harga saham. Menggunakan penelitian kuantitatif
2.	Friska Chandra Bambang Sugiarto Dheny Biantara, Analisis <i>Window</i>	Penelitian ini meneleti <i>window dressing</i> di setiap periode kuartal pada perusahaan pertambangan. Hasilnya menunjukkan bahwa	Perbedaannya terletak pada sampel penelitian, jumlah variable dimana penelitian ini hanya mempunyai 1 <i>variable</i>	Persamaanya pada penggunaan <i>variable window dressing</i> , dan menggunakan metode analisis SPSS serta penelitian

	<p><i>Dressing Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018 - 2020, Accounting Cycle Journal, 3, 2, 2022</i></p>	<p>pada laporan keuangan kuartal 1-3 tidak ada pengaruh adanya <i>window dressing</i>, sedangkan pada lapotan keuangan kuartal 4 terdapat pengaruh yang cukup signifikan terhadap <i>window dressing</i>. Sehingga menunjukkan bahwa <i>window dressing</i> hanya terjadi di penghujung tahun.</p>	<p><i>independen</i> dan 1 <i>variable dependen</i>, dan objek waktu penelitian</p>	<p>kuantitatif</p>
3.	<p>Arief Rahmatullah Putu Anom Mahadwartha Endang Ernawati, <i>The Effect Of Ramadan Month On Stock Return And Volatility Of A Sharia-Based Index. Journal Of Entrepreneurs hip &amp; Business 2, 2, 2021</i></p>	<p>Penelitian ini menguji pengaruh <i>ramadhan effect</i> terhadap return dan volatilitas harga saham. Pengujian pertama <i>ramadhan effect</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Pengujian kedua menghasilkan adanya pengaruh negatif dan tidak signifikan <i>ramadhan effecct</i> terhadap volatilitas harga saham.</p>	<p>Perbedaan pada sampel penelitian dimana penelitian ini menggunakan saham perusahaan yang tergabung di ISSI serta perbedaan pada metode perhitungan yang menggunakan metode GARCH dan pada jumlah variabelnya</p>	<p>Persamaannya terletak pada <i>variable ramadhan effect</i> sebagai <i>variable independen</i> dan volatilitas sebagai <i>variable dependen</i>.</p>
4.	<p>Desy Westryananda Putra Siri Hasanawatia Muslimin <i>Ramadan Effect And</i></p>	<p>Hasil Penelitian ini menjelaskan bahwa <i>ramadhan effect</i> tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap return di Pasar Modal Indonesia. Namun</p>	<p>Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar pada index LQ45 dan menggunakan metode perhitungan</p>	<p>Persamaanya terletak pada <i>variable Ramadhan effect</i> dan volatilitas harga saham, juga pada penelitiannya</p>

	<p><i>Volatility Risk By Garch Model: Evidence In Indonesia Stock Market Journal of Business and Management</i> 17, 2, 2021</p>	<p><i>ramadhan effect</i> berpengaruh secara signifikan terhadap volatilitas harga saham selama 2019.</p>	<p>GARCH juga hanya menggunakan 1 <i>variable independent</i> yaitu <i>Ramadhan Effect</i> dan Volatilitas serta <i>return</i> saham sebagai <i>variable dependen</i>.</p>	<p>yang menggunakan penelitian kuantitatif.</p>
5.	<p>Elmira Siska, Desy Arigawati. Reaksi <i>Ramadhan Effect</i> Terhadap Saham Perusahaan Makanan Dan Minuman Di Indonesia. <i>Journal of Applied Business and Economics</i> (JABE). 6, 4, 2020</p>	<p>Penelitian ini membahas mengenai <i>Ramadhan effect</i> dan pengaruhnya terhadap volume perdagangan dan <i>abnormal return</i> di bursa efek. Meneliti pada perusahaan makanan dan minuman pada tahun 2016 – 2018 menghasilkan tidak adanya pengaruh <i>Ramadhan effect</i> terhadap volume perdagangan dan <i>abnormal return</i> di bursa efek Pada tahun 2016 sampai dengan 2018</p>	<p>Perbedaannya terletak pada sampel penelitiannya, tahun penelitian yang diambil juga pada jumlah variabelnya</p>	<p>Persamaannya terletak pada <i>variable Ramadhan effect</i>, metode perhitungan menggunakan SPSS serta merupakan penelitian kuantitatif.</p>
6.	<p>Nina Andriyani Nst Widya Sari, Pengaruh Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>) Dan Profitabilitas Terhadap Harga Saham</p>	<p>Hasil Pengujian melalui Uji T diperoleh bahwa Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham. Begitu pula pada <i>firm size</i> (ukuran perusahaan) terdapat pengaruh</p>	<p>Perbedaannya terletak pada sampel penelitian dimana penelitian ini mengambil pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Selain itu pada tahun pengambilan</p>	<p>Persamaannya adalah metode analisis data yang digunakan, <i>variable firm size</i>, dan juga penelitian yang digunakan</p>

	<p>Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Jurnal Akuntansi Bisnis dan Publik 11, 1, 2020</p>	<p>positif dan signifikan terhadap harga saham</p>	<p>penelitian, dan juga pada <i>variable dependen</i>.</p>	
7.	<p>Lukmanul Hakim, <i>January Effect Dan Size Effect Di Perusahaan Sektor Perbankan yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2012-2016.</i> Jurnal Ekobis Dewantara, 1, 6, 2018</p>	<p>Penelitian ini membahas mengenai perbedaan <i>return</i> sebelum atau sesudah bulan januari serta <i>return</i> saham yang dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Hasilnya bahwa terdapat perbedaan <i>return</i> saham saat januari dengan sesudah januari pada perusahaan yang diteliti Namun tidak terbukti adanya perbedaan <i>return</i> yang disebabkan karena adanya efek ukuran perusahaan.</p>	<p>Perbedaannya pada jumlah <i>variable</i> yang diteliti, sampel penelitian, juga objek tahun penelitian.</p>	<p>Persamaannya pada metode analisis yang digunakan, Kesamaan <i>variable Size Effect (Firm Size)</i> serta Jenis penelitian yang digunakan yaitu penelitian kuantitatif</p>

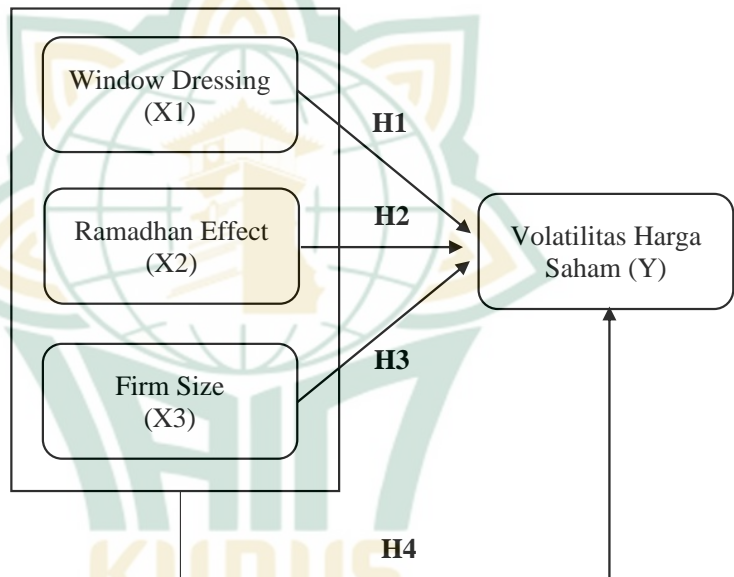
**C. Kerangka Berpikir**

Fenomena *window dressing* yang mempengaruhi laporan keuangan perusahaan menjadi salah satu faktor penentu fluktuasi harga saham. Selain itu pada *Ramadhan effect* yang notabennya masyarakat cenderung ingin memegang uang juga dapat menjadi pengaruh volatilitas harga saham. Ukuran perusahaan (*firm size*)

masih menjadi tolak ukur keputusan investor untuk investasi di sebuah perusahaan.

Menurut Sugiyono, kerangka berpikir merupakan sebuah konsep model yang menghubungkan berbagai teori dengan faktor yang menjadi sebuah fokus masalah terhadap suatu penelitian<sup>97</sup>. Dalam memahami sebuah penelitian, diperlukan adanya kerangka berpikir untuk memahami dan memperjelas variable dan fokus dari hasil penelitian. Berikut adalah kerangka berpikir dalam penelitian ini :

**Gambar 2.2**  
**Kerangka Berpikir**



Pada gambar kerangka berpikir diatas, menjelaskan bahwa peneliti menggunakan empat hipotesis untuk menyelesaikan penelitian. Hipotesis pertama (H1) yakni pengaruh antara *window dressing* yang merupakan variable bebas sebagai (X1) dengan volatilitas harga saham yang merupakan variable terikat (Y). Hipotesis kedua (H2) yaitu pengaruh antara variable bebas *Ramadhan effect* (X2) terhadap volatilitas harga saham (Y). Hipotesis ketiga (H3) yakni pengaruh antara *firm size* sebagai variable bebas (X3) terhadap volatilitas harga saham (Y). Terakhir, hipotesis keempat (H4) yakni pengaruh secara stimulan *window*

<sup>97</sup> Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif Dan R&D*, ed. CV. Alfabeta (Bandung, 2017).

*dressing* (X1), *Ramadhan effect* (X2), dan *firm size* (X3) terhadap volatilitas harga saham (Y).

#### D. Hipotesis Penelitian

1. Pengaruh *Window Dressing* Terhadap Volatilitas Harga Saham  
 Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya dalam latar belakang penelitian yang dapat disimpulkan bahwa fenomena *window dressing* menjadi salah satu fenomena diakhir tahun yang kemungkinan dapat mempengaruhi fluktuasi harga saham. Berdasarkan penelitian terdahulu disebutkan beberapa penelitian yang mendukung pengaruh positif dan signifikan *window dressing* terhadap harga saham seperti dalam penelitian oleh Chandra, Sugiarto, dan Biantara<sup>98</sup>.  
 H1 : *Window Dressing* berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham
2. Pengaruh *Ramadhan Effect* Terhadap Volatilitas Harga Saham  
 Kebutuhan untuk dapat memegang uang dalam jumlah banyak menjadi salah satu faktor utama *ramadhan effect* dapat mempengaruhi fluktuasi harga saham di Pasar Modal. Banyak penelitian mengenai *ramadhan effect* dengan hasil yang berbeda-beda. Namun jika dilihat dari penelitian oleh Siska dan Arigawati yang mengatakan bahwa *ramadhan effect* tidak berpengaruh pada return saham dengan alasan bahwa investor di pasar modal cenderung tidak memikirkan profit dan juga terdapat banyak investor asing<sup>99</sup>.  
 H2 : *Ramadhan Effect* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Volatilitas Harga Saham
3. Pengaruh *Firm Size* Terhadap Volatilitas Harga Saham  
 Besar kecilnya aset sebuah perusahaan menjadi salah satu faktor penentu investor dalam memutuskan berinvestasi di sebuah perusahaan. Pada penelitian terdahulu oleh Nina dan Widya bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh pada harga saham<sup>100</sup>. Hal ini juga dikarenakan putusan investasi investor yang dilihat dari aset yang dimiliki perusahaan.

---

<sup>98</sup> Chandra, Sugiarto, and Biantara, "Analisis Window Dressing Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020."

<sup>99</sup> Siska and Arigawati, "Reaksi Ramadhan Effect Terhadap Saham Perusahaan Makanan Dan Minuan Di Indonesia."

<sup>100</sup> Nst and Sari, "Pengaruh Ukuran Perusahaan (Firm Size) Dan Profitabilitas Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI)."

H3 : *Firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham.

4. Pengaruh *Window Dressing*, *Ramadhan Effect*, dan *Firm Size* secara *stimulant* Terhadap Volatilitas Harga Saham

Secara Stimulan, dari banyaknya data yang dikumpulkan serta 30 perusahaan yang diambil selama 3 tahun memberikan dugaan bahwa hasil akan berpengaruh secara signifikan.

H4 : *Window dressing*, *Ramadhan Effect*, dan *Firm Size* berpengaruh secara *stimulan* terhadap volatilitas harga saham.

