

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 dengan 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 informasi dapat diperoleh tanpa halangan, maka harga-harga aset atau

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.

sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut. Artinya harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau “*stock 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 kearah keseimbangan 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 suatu 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 seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas.

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.

- 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 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

⁶ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 300-301.

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 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.

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

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 faktor, 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 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 3 macam bentuk pasar efisien

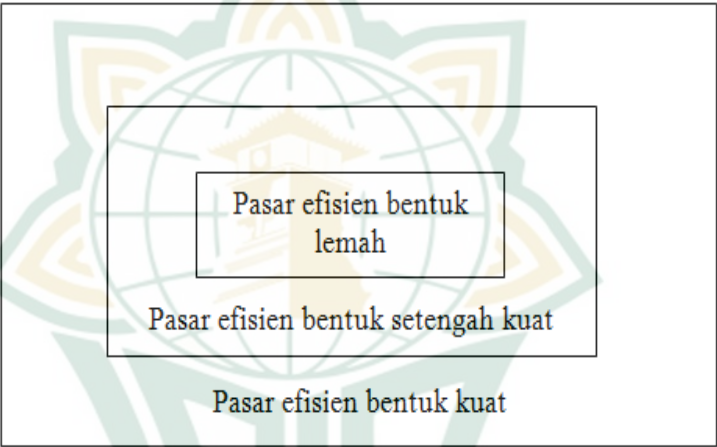
⁸ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Kesebelas*, 613.

⁹ Nor Hadi, 311.

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

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**



Dalam penelitian ini peneliti melakukan pengujian efisiensi bentuk setengah kuat pada studi peristiwa (*event studies*), dimana jika terdapat *abnormal return* maka pasar harus bereaksi secara cepat untuk menyerap *abnormal return* dan menuju ke harga keseimbangan yang baru.

B. Event Studies

Penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas sering disebut dengan *event studies*. *Event studies* diartikan 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 terpengaruhi 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 peristiwa 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 negatif 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*.

Dampak suatu peristiwa terhadap harga saham berlangsung setiap hari selama seminggu, dua minggu atau sebulan, dua bulan, atau setahun, dua tahun dan seterusnya. Pengaruh informasi yang *predictable* dan *unpredictable* terhadap harga pasar dapat dianalisis dengan metode *event study*. Banyak peristiwa yang dapat mempengaruhi harga

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

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

saham di pasar seketika peristiwa itu terjadi. Berbagai peristiwa memiliki karakteristik yang berbeda. Contoh informasi yang *predictable* misalnya, berbagai peristiwa *corporate action* seperti *right issue*, *stock split*, waran, saham bonus, saham dividen, dan dividen tunai yang mempunyai pengaruh terhadap harga saham tetapi dampaknya lambat.

Contoh informasi yang *uncreditable* diantaranya: perang teluk pada tahun 1991 berpengaruh pada jatuhnya harga saham di Bursa Efek Jakarta. Pada tanggal 11 September 2001, gedung World Trade Center (WTC) di New York runtuh oleh serangan teroris. Investor yang beruntung adalah investor yang segera melepas sahamnya di pasar pada hari-hari awal peristiwa itu terjadi. Pada bulan-bulan berikutnya harga saham terus mengalami penurunan. Demikian pula krisis keuangan Asia yang melanda Indonesia pada tahun 1997 telah berdampak pada jatuhnya harga saham sekitar 5 tahun secara terus menerus dan Indonesia memasuki depresi ekonomi. Banyak investor yang mengalami kerugian karena terlambat melepas sahamnya ke pasar. Demikian pula krisis finansial global yang terjadi tahun 2008, harga saham di Bursa Efek Indonesia jatuh 55% selama kurun waktu 12 bulan. Investor yang beruntung adalah investor yang menjual saham pada awal-awal krisis terjadi saat harga mulai turun terus menerus dan membeli kembali saham pada awal-awal harga saham cenderung mengalami kenaikan.¹³

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:¹⁴

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*,

¹³ Mohamad Samsul, *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*, 231.

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

penerbitan saham baru atau pengumuman mengenai *earning* perusahaan.¹⁵

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* taknormal. 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

¹⁵ Eduardus Tandelilin, *Portofolio & Investasi Teori dan Aplikasi Edisi Pertama*, 240.

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.¹⁶

C. Pasar Modal Syariah

1. Pengertian Pasar Modal Syariah

Pasar modal secara umum merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksadana, instrumen derivatif maupun instrumen 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.¹⁷

Secara sederhana, pasar modal syariah dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah Islam. Oleh karena itu, instrumen 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).¹⁸ Pasar modal syariah bukanlah suatu sistem yang terpisah dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Secara umum kegiatan pasar

¹⁶ Eduardus Tandelilin, *Portofolio & Investasi Teori dan Aplikasi Edisi Pertama*, 241.

¹⁷ Veithzal Rivai dkk, *Islamic Financial Management Jilid I* (Bogor: Ghalia Indonesia, 2010), 531.

¹⁸ 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* (Jakarta: Transmedia Pustaka, 2010), 351.

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 diperbolehkan melakukan spekulasi yang di dalamnya mengandung unsur *gharar*.¹⁹
- 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 menyebarluaskan 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 رَّبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ

¹⁹ 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).

وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ



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 itu sama dengan riba. Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Siapa yang mendapat peringatan dari Tuhannya, lalu dia berhenti, maka apa yang telah diperolehnya dahulu menjadi miliknya dan urusannya (terserah) kepada Allah. Siapa yang mengulangi, maka mereka itu penghuni neraka, mereka kekal di dalamnya. .” (Q.S. Al-Baqarah: 275)²⁰

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.”²¹

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).²²

Maksud dari ayat di atas penawaran atau pembelian palsu dalam investasi saham sering disebut dengan *Creattig 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

²⁰ Ahmad Hatta, *Tafsir Qur'an Per Kata Dilengkapi dengan Asbabun Nuzul & Terjemah* (Jakarta: Maghiroh Pustaka, 2009), 47.

²¹ Veithzal Rival, dkk., *Financial Institution Management*, 443.

²² Veithzal Rival, dkk., *Financial Institution Management*, 444.

delete atau *diamend* (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 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.²³

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.

D. Risiko Investasi

Dua unsur yang melekat pada pasar modal atau dana yang diinvestasikan yaitu hasil (*return*) dan risiko (*risk*). *Return* dan risiko berjalan searah. Makin besar *return* yang diinginkan makin besar pula risikonya. Sebaliknya makin kecil risiko yang diambil, makin kecil pula hasil yang akan diperoleh.²⁴ Dua unsur ini selalu memiliki hubungan timbal balik yang sebanding, umumnya semakin tinggi risiko,

²³ Mohamad Samsul, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, 7.

²⁴ Zalmi Zubair, *Manajemen Portofolio Penerapannya dalam Investasi Saham* (Jakarta: Salemba Empat, 2013), 19.

semakin besar hasil yang diperoleh dan semakin kecil risiko, maka semakin kecil pula hasil yang akan diperoleh.²⁵

Risiko merupakan besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian (*actual return*). Semakin besar penyimpangannya berarti risikonya semakin tinggi. Dalam konteks portofolio, risiko dibedakan menjadi dua yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*).²⁶

1. Risiko Sistematis

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 sistematis merupakan tingkat minimum risiko yang dapat diperoleh bagi suatu portofolio melalui diversifikasi sejumlah besar aktiva yang dipilih secara acak.²⁷ Risiko ini juga disebut risiko yang tidak dapat didiversifikasikan (*undiversifiable risk*).

2. Risiko Tidak Sistematis

Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena risiko ini hanya ada dalam satu perusahaan atau industri tertentu. Risiko ini terjadi pada perusahaan atau industri tertentu, dan bukan diakibatkan oleh pasar sekuritas secara umum.²⁸ Diversifikasi digunakan dalam upaya mengurangi risiko portofolio dengan cara mempelajari pola tingkat keuntungan (*return*) berbagai surat berharga (saham-saham), artinya jika satu porsi saham mengalami kerugian

²⁵ Veithzal Rival, dkk., *Financial Institution Management (Manajemen Kelembagaan Keuangan)* (Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2013), 129.

²⁶ Abdul Halim, *Analisis Investasi* (Jakarta: Salemba Empat, 2005), 42.

²⁷ David Sukardi Kodrat dan Kurniawan Indonanjaya, *Manajemen Investasi Pendekatan Teknikal dan Fundamental untuk Analisis Saham* (Yogyakarta: Graha Ilmu, 2010), 264.

²⁸ Mohamad Cholil, *Pasar Modal Dan Analisis Investasi Portofolio* (Semarang: Studi Nusa, 2003), 263.

maka keuntungan dari porsi portofolio lainnya dapat menutupi.²⁹

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. Risiko tidak sistematis merupakan probabilitas keuntungan berada di bawah keuntungan yang diharapkan yang disebabkan oleh faktor-faktor yang hanya ada pada suatu perusahaan.³⁰ Misalnya faktor struktur modal, struktur aset, tingkat likuiditas, tingkat keuntungan, pemogokan buruh, perubahan manajemen, inovasi, kebakaran dan lain-lain.

E. Saham Syariah

1. Pengertian Saham Syariah

Berdasarkan peraturan Bapepam Nomor IX.A.13 (Kep-130/BL/2006) tentang penerbitan efek syariah, instrumen yang dapat diperdagangkan di pasar modal syariah di Indonesia terdiri dari saham syariah, obligasi syariah, (sukuk), reksadana syariah, dan efek beragun aset syariah (EBA Syariah).³¹ Secara sederhana, instrumen 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 treasuri.³² Berdasarkan prinsip syariah, penyertaan modal tidak boleh dilakukan pada perusahaan-perusahaan emiten yang dianggap melanggar prinsip syariah seperti perusahaan perjudian, perusahaan yang menerapkan riba, perusahaan yang memproduksi barang haram, dan lain-lain.

²⁹ Khomaruddin Ahmad, *Dasar-dasar Manajemen Investasi dan Portofolio* (Jakarta: Rineka Cipta, 2004), 101.

³⁰ David Sukardi dan Kurniawan Indonanjaya, *Manajemen Investasi Pendekatan Teknikal dan Fundamental untuk Analisis Saham*, 264.

³¹ Iswi Hariyani dan Serfianto Dibyo Purnomo, *Buku Pintas Hukum Bisnis Pasar Modal*, 353.

³² Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 189-198.

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.³³ Ada dua keuntungan yang diperoleh pemodal dengan membeli atau memiliki saham, yaitu: dividen dan capital gain (selisih harga jual dan harga beli).³⁴ 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 dilikuidasi, saham dihapuscatatkan dari Bursa (*delisting*).

2. Faktor yang Mempengaruhi Harga Saham

Berikut adalah beberapa kondisi dan situasi yang memengaruhi terjadinya fluktuasi harga suatu saham:³⁵

- 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.
- 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.

³³ Nurul Huda & Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah* (Jakarta: Kencana, 2014), 60-61.

³⁴ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah Praktik Pasar Modal* (Bandung: cv Pustaka Setia, 2013), 44.

³⁵ Irham Fahmi, *Manajemen Investasi Teori dan Soal Tanya Jawab Edisi 2* (Jakarta: Salemba Empat, 2015), 86.

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 sosial, politik, dan keamanan. Dengan demikian, IHS dapat dijadikan barometer kesehatan ekonomi suatu negara dan sebagai dasar melakukan analisis statistik atas kondisi pasar terakhir (*current market*).³⁶

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:³⁷

a. Indeks 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 indeks yang menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor. Di bursa efek Indonesia, indeks harga saham sektoral terbagi ke dalam sembilan sektor, yaitu: sektor pertanian, pertambangan, industri dasar, aneka industri, konsumsi, properti, infrastruktur, keuangan, perdagangan dan jasa sektor manufaktur. Untuk menentukan indeks saham sektoral, sama dengan menentukan indeks harga saham gabungan. Perbedaannya adalah saham-saham yang diperhitungkan atau yang masuk dalam rumus adalah harga saham pada sektor tertentu.

c. Indeks Harga Saham Gabungan

Indeks harga saham gabungan (*composite stock price=CSPI*) merupakan suatu nilai untuk mengukur

³⁶ Abdul Halim, *Analisis Investasi*, 12.

³⁷ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 286–294.

kinerja kerja saham yang tercatat di suatu bursa efek. Indek 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 disini berarti kinerja saham yang dimasukkan dalam hitungan jumlah sahamnya lebih dari satu, ada yang 20 saham, 30 saham, 40 saham, 45 saham dan bahkan seluruh saham yang tercatat pada bursa efek tersebut.

d. Indek 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.³⁸

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 masuk indeks syari'ah merupakan emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan syariah dengan kualifikasi antara lain:³⁹

- 1) Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- 2) Usaha lembaga keuangan konvensional (*ribawi*) termasuk perbankan dan asuransi syariah.

³⁸ Iswi Hariyani dan Serfianto Dibyo Purnomo, *Buku Pintas Hukum Bisnis Pasar Modal*, 353.

³⁹ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 294.

- 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.⁴⁰

BEI menentukan dan melakukan seleksi saham syariah yang menjadi konstituen 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 Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) telah tercatat selama 6 bulan terakhir.
- 2) Dipilih 60 saham berdasarkan urutan rata-rata kapitaalisasi pasar tertinggi selama satu tahun terakhir.
- 3) Dari 60 saham tersebut, kemudian dipilih 30 saham berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian di pasar reguler 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 dividen dan *capital gain*. Dividen merupakan bagian laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Sedangkan *capital gain* adalah keuntungan yang didapat dari 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

⁴⁰ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 294.

mengetahui apakah harga saham saat ini murah sehingga layak dibeli atau tidak.⁴¹

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.⁴²

5. Volatilitas Harga Saham

Volatilitas harga saham menggambarkan perubahan harga penutupan sebuah saham atau suatu indeks saham yang terjadi selama kurun waktu pengamatan tertentu. Menurut Alwi dalam penelitian Moch Khusnul Fiton menyatakan bahwa volatilitas atau pergerakan naik turun harga saham dari suatu perusahaan *go public* menjadi fenomena umum yang sering dilihat dilantai bursa efek, tidak banyak orang yang mengerti atau banyak yang masih bingung mengapa harga saham suatu perusahaan bisa berfluktuasi secara drastis pada periode tertentu. Sebagai salah satu instrumen ekonomi ada faktor-faktor yang mempengaruhi volatilitas harga saham di suatu bursa efek,

⁴¹ Dyah Ratih Sulistyastuti, *Saham & Obligasi Ringkasan Teori dan Soal Jawab* (Yogyakarta: Universitas Atma Jaya, 2002), 33.

⁴² Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 283.

baik harga saham individual maupun harga saham gabungan, yaitu: faktor internal (lingungan mikro atau faktor fundamental) dan eksternal (lingkungan makro).

Lingkungan mikro yang mempengaruhi volatilitas harga saham dan indeks harga saham antara lain:

- a. Pengumuman tentang pemasaran, produksi, penjualan seperti pengiklanan, rincian kontrak, produk baru, perubahan harga, penarikan produk baru, laporan produksi, laporan keamanan produk dan laporan penjualan.
- b. Pengumuman pendanaan (*financing announcements*), seperti pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas dan hutang, sekuritas yang *hybrid*, *leasing*, kesepakatan kredit, pemecahan saham, penggabungan saham, pembelian saham, *joint venture* dan lainnya.
- c. Pengumuman badan direksi manajemen, seperti perubahan dan penggantian direksi, manajemen dan struktur organisasi.
- d. Pengumuman penggabungan pengambilalihan diversifikasi, seperti laporan merger, investasi ekuitas, laporan *take over* oleh pengakuisisi dan yang diakuisisi, laporan divestasi dan lainnya.
- e. Pengumuman investasi, seperti melakukan ekspansi pabrik, pengembangan riset, penutupan usaha dan lainnya.⁴³
- f. Pengumuman ketenagakerjaan (*labour announcements*), seperti negosiasi baru, kontrak baru, pemogokan dan lainnya.
- g. Pengumuman laporan keuangan perusahaan, seperti peramalan laba sebelum akhir tahun dan setelah akhir tahun fiskal, EPS, DPS, PER, NPM, ROA, ROE, dan lain-lain.

Sedangkan lingkungan makro yang mempengaruhi volatilitas harga saham dan indeks harga saham antara lain:⁴⁴

⁴³ Moh Khusnul Fiton, “Analisis Pengaruh Pelantikan Kabinet Kerja Presiden Joko Widodo pada 27 Oktober 2014 terhadap Reaksi Pasar Saham (Studi Kasus pada Saham yang Terdaftar LQ45 di BEI)” (skripsi, UIN Maulana Malik Ibrahim Malang, 2015), 18.

- a. Pengumuman dari pemerintah, seperti perubahan suku bunga tabungan dan deposito, kurs valuta asing, inflasi, serta berbagai regulasi dan deregulasi ekonomi yang dikeluarkan pemerintah.
- b. Pengumuman hukum (*legal announcements*), seperti tuntutan karyawan terhadap perusahaan atau terhadap manajernya dan tuntutan perusahaan terhadap manajernya.
- c. Pengumuman industri sekuritas (*securities announcements*), seperti laporan pertemuan tahunan, insider trading, volume/harga saham perdagangan, pembatasan/penundaan *trading*.
- d. Gejolak sosial politik dalam negeri dan fluktuasi nilai tukar juga merupakan faktor yang berpengaruh signifikan pada terjadinya volatilitas harga saham di bursa efek suatu negara.
- e. Berbagai isu, baik dari dalam dan luar negeri, seperti isu lingkungan hidup, hak asasi manusia, dan kerusuhan massal yang berpengaruh terhadap perilaku investor.

F. *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).⁴⁵

⁴⁴ Moh Khusnul Fiton, "Analisis Pengaruh Pelantikan Kabinet Kerja Presiden Joko Widodo", 18-19.

⁴⁵ Nor Hadi, *Pasar Modal*, 124.

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*), relatif *return* (*return relative*), kumulatif *return* (*return cumulative*) dan *return* disesuaikan (*adjusted return*).⁴⁶

Dalam penelitian *event study*, perhitungan *actual return* digunakan selisih harga relatif sekarang terhadap harga sebelumnya yang diformulasikan sebagai berikut:⁴⁷

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

Dimana:

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

P_{it} = harga sekuritas sekarang relatif

P_{it-1} = harga sekuritas hari sebelumnya

2. *Return* Ekspektasi (*Expected Return*)

Expected return adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasian yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasian sifatnya belum terjadi.⁴⁸

⁴⁶ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 283.

⁴⁷ 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.

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

Brown dan Warner (1985) dalam bukunya Jogiyanto 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 model*) ini menganggap bahwa *return* ekspektasian bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasian sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*), sebagai berikut:⁴⁹

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

Dimana:

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

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

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

Periode 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*

Perhitungan *return* ekspektasian dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan 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:⁵⁰

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

Notasi:

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

⁴⁹ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 668-669.

⁵⁰ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 673-674

- 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 $R_{MJ} = (IHSG_j - IHSG_{j-1})/IHSG_{j-1}$ dengan IHSG adalah Indeks Harga Saham Gabungan.
- $\varepsilon_{i,j}$ = 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.⁵¹

3. *Abnormal Return*

Dalam pasar efisien, harga sekuritas seharusnya merefleksikan informasi mengenai risiko dan harapan mengenai *return* masa datang. *Return* yang sepadan dengan risiko saham disebut *return* normal. Sedangkan jika pasar adalah tidak efisien, sekuritas-sekuritasnya akan menghasilkan *return* yang lebih besar dibanding normalnya, yang disebut *return* taknormal (*excess return*). Dengan demikian pengujian efisiensi pasar pada dasarnya adalah pengujian *return* taknormal.⁵²

Reaksi pasar akibat terjadinya 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:

⁵¹ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 679.
⁵² Eduardus Tandelilin, *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*, 224.

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

Notasi:

$RTN_{i,t}$ = *return* taknormal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = *return realisasian* yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke t..

$E[R_{i,t}]$ = *return ekspektasian* sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

G. *Trading Volume Activity*

Volume perdagangan adalah jumlah saham atau surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal selama periode yang telah ditentukan. Volume perdagangan merupakan salah satu variabel 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.⁵³ Volume perdagangan saham dapat dijadikan salah satu indikator 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 instrumen 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 vertikal secara langsung dibawah bar harga periode tersebut.⁵⁴

Perkembangan volume perdagangan saham mencerminkan kekuatan antara penawaran dan permintaan

⁵³ Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah Dan Praktik Pasar Modal Syariah*, 115.

⁵⁴ Djoko Susanto & Agus Sabardi, *Analisis Teknikal Di Bursa Efek Edisi Kedua* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2010), 41.

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 aktivitas volume perdagangan saham digunakan persamaan sebagai berikut:

$$TVA_{it} = \frac{\text{Saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t} \quad 55$$

H. Peristiwa Aksi Bela Islam 2 Desember 2016

Aksi Bela Islam yang terjadi pada 2 Desember 2016 atau lebih dikenal sebagai Aksi 212 merupakan kulminasi dari gerakan turun ke jalan untuk menuntut proses hukum terhadap calon gubernur pertahanan DKI Jakarta, Basuki Tjahaja Purnama atau yang lebih dikenal dengan Ahok. Gerakan yang berpusat di halaman Monumen Nasional (Monas) ini dihadiri oleh umat Muslim dari berbagai kalangan baik dari Jakarta maupun Luar Jakarta. Wakil Ketua Gerakan Nasional Pengawal Fatwa Majelis Ulama Indonesia (GNPFF MUI), Zaitun Rasmin menyebutkan bahwa demo yang diisi dengan orasi dan doa bersama ini dihadiri sekitar tiga juta peserta. Gerakan aksi 212 yang didahului dengan aksi unjuk rasa pada 4 November 2016 dipicu oleh kemarahan kolektif masyarakat Islam khususnya di Jakarta yang mempermasalahkan penggunaan surat Al-Maidah ayat 51 dalam kampanye Ahok di Kepulauan Seribu.

Ahok dianggap telah menistakan agama Islam karena menyebut bahwa pemilih beragama Islam dalam Pilihan Gubernur (Pilgub) DKI Jakarta “dibohongin dengan Al-Maidah” yang dibuktikan dalam video tular. Aksi ini mendapat

⁵⁵ Maharani Anggi Lestari Br Nambela, “Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Donald Trump” (skripsi, Politeknik Negeri Batam, 2017), 18.

peliputan berita yang besar dari berbagai media baik dari dalam dan luar negara.⁵⁶

Tidak dipungkiri bahwa pemberitaan Pilgub DKI Jakarta 2017 memang menarik perhatian seluruh masyarakat Indonesia apalagi unsur-unsur kampanye hitam (*black campaign*) yang menyangkut pasangan calon gubernur dan wakil gubernur. Pasangan calon gubernur dan wakil gubernur dalam Pilgub DKI Jakarta 2016 adalah: (1) Agus Harimurti Yudhoyono dan Sylviana Murni; (2) Basuki Tjahaja Purnama dan Djarot Saiful Hidayat; (3) Anies Baswedan dan Sandiaga Salahudin Uno. Pasangan Anies-Sandi yang maju atas tiket PKS dan Gerindra memang mendapat dukungan penuh oleh umat Islam yang mempunyai sentimen negatif terhadap pasangan Ahok dan Djarot. Tidak heran ketika Ahok terindikasi ministakan agama Islam, masyarakat Islam bereaksi dengan cukup keras sehingga teretus gerakan Aksi Bela Islam.

Aksi Bela Islam tercatat digelar sebanyak enam kali, yaitu pada 14 Oktober 2016, 4 November 2016 (Aksi Damai 411), 2 Desember 2016 (Aksi Damai 212), 11 Februari 2017 (aksi 112), 21 Februari 2017 (Aksi 212), dan 31 Maret 2017 (Aksi 313). Puncak acara pada aksi ini digelar pada 2 Desember 2016 (Aksi 212) yang merupakan aksi ketiga yang dilaksanakan.

⁵⁶ Abidatu Lintang Pradipta, dkk., “Analisis Bingkai Pemberitaan Aksi Bela Islam 2 Desember 2016 (Aksi 212) di Media Massa BBC (Indonesia) & Republika, *Kajian Ilmu Komunikasi* 48, No. 1 (2008): 110.

I. 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.	Ika Yustina Rahmawati (2016)	Reaksi Pasar Modal dari Dampak Peristiwa Bom Plaza Sarinah terhadap <i>Abnormal Return</i> Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di BEI	<i>Abnormal Return</i>	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara <i>abnormal return</i> sesudah peristiwa Bom Plaza Sarinah. ⁵⁷	Penelitian ini hanya menggunakan variabel <i>abnormal return</i> sebagai variabel dependennya, dan obyek penelitian pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di BEI.
2.	Lega Tri Mulya dan Kirmizi (2017)	Pengaruh Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Aksi Damai 4 November 2016 (Event Studi pada Saham Kompas 100 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)	<i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i>	Tidak adanya perbedaan dari pengukuran <i>average abnormal return</i> dan <i>average trading volume activity</i> menunjukkan adanya perbedaan sebelum dan setelah peristiwa aksi damai 4 November 2016. ⁵⁸	Obyek pada penelitian ini yaitu saham Kompas 100 yang terdaftar di BEI.

⁵⁷ Ika Yustina Rahmawati, “Reaksi Pasar Modal Dari Dampak Peristiwa Bom Plaza Sarinah terhadap *Abnormal Return* Perusahaan LQ 45 yang Terdaftar di BEI”, *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 1 No. 2 (2016):132.

⁵⁸ Lega Tri Mulya & Kirmizi Ritonga, “Pengaruh Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Aksi Damai 4 November 2016 (Event Studi pada Saham Kompas 100 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)”, *Jurnal Tepak Manajemen Bisnis* IX, No. 3 (2017): 128.

3.	I Made Deva Hasdwi Putra dan I Gusti Ayu Made Dwija Putri (2018)	Analisis Reaksi Pasar Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kemenangan Donald Trump Menjadi Presiden Amerika Serikat.	<i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i>	Terdapat perbedaan rata-rata average <i>abnormal return</i> dan rata-rata <i>trading volume activity</i> sebelum dan sesudah pengumuman kemenangan Donald Trump menjadi presiden Amerika Serikat. ⁵⁹	Obyek pada penelitian ini yaitu saham yang tergolong index Kompas 100.
4.	Nur Anisah, Lilik Pujianti, dan Dian Sulisty Widarti (2017)	Pengaruh Perubahan Harga Bahan Bakar Minyak terhadap Investasi Saham Perusahaan Transportasi Darat	<i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i>	Tidak terdapat perbedaan signifikan <i>abnormal return</i> saham sebelum dan sesudah pengumuman penurunan harga BBM. Tetapi terdapat perbedaan signifikan <i>trading volume activity</i> saham sebelum dan sesudah pengumuman penurunan harga BBM. ⁶⁰	Obyek penelitian yang digunakan adalah perusahaan transportasi yang terdaftar dalam indeks sektoral Bursa Efek Indonesia, serta event yang digunakan adalah event perekonomian di Indonesia yaituperubahan harga bahan bakar minyak.
5.	Siti Wardani bakri Katti (2018)	Pengaruh Peristiwa Politik (Pemilu Presiden dan Pengumuman	<i>Abnormal Return</i>	Ada <i>abnormal return</i> di seputar peristiwa politik nasional, namun tidak ada	Variabel penelitian yang digunakan hanya <i>abnormal return</i> dan

⁵⁹ I Made Deva Hasdwi Putra & I Gusti Ayu Made Asri Dwija Putri, “Analisis Reaksi Psasar Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kemenangan Donald Trump Menjadi Presiden Amerika Serikat”, *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udanaya* 23, No. 1 (2018): 430, diakses pada 3 Desember, 2018, <https://doi.org/10.24843/EJA.2018.v23.i01.p16>.

⁶⁰ Nur Anisah, dkk., “Pengaruh Perubahan Harga Bahan Bakar Minyak terhadap Investasi Saham Perusahaan Transportasi Darat”, *EKSIS* 12, No.1 (2017): 9.

		Susunan Kabinet) terhadap Saham Sektor Industri di Bursa Efek Indonesia		perbedaan <i>average abnormal return</i> (AAR) sebelum dan sesudah peristiwa politik. ⁶¹	obyek penelitian ini yaitu saham sektor industri di BEI.
6.	Fransisko Purba dan Siti Ragil Handayani (2017)	Analisis Perbedaan Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum dan Sesudah Peristiwa Non Ekonomi (Studi pada Peristiwa Politik Pilkada DKI Jakarta 2017 Putaran Kedua)	<i>Abnormal Return dan Trading Volume Activity</i>	Tidak terdapat perbedaan signifikan antara <i>average abnormal return</i> dan <i>average trading volume activity</i> sebelum dan sesudah peristiwa politik Pilkada DKI Jakarta 2017 Putaran Kedua. ⁶²	Obyek pada penelitian ini yaitu saham indeks LQ45.
7.	Heri Santoso dan Luh Gede Sri Artini (2015)	Reaksi Pasar Modal terhadap Pemilu Legislatif 2014 pada Indeks LQ45 di BEI	<i>Abnormal Return</i>	Peristiwa pemilu legislatif tidak memberi dampak yang signifikan terhadap perbedaan <i>abnormal return</i> dalam indeks LQ45 dikarenakan hasil pada pemilihan umum legislatif. ⁶³	Obyek pada penelitian ini yaitu saham indeks LQ45. Dan variabel yang digunakan hanya <i>abnormal return</i> .

⁶¹ Siri 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.

⁶² Fransisko Purba & Siti Ragil Handayani, “Analisis Perbedaan Reaksi Pasar Modal Indonesia Sebelum dan Sesudah Peristiwa Non Ekonomi (Studi pada Peristiwa Politik Pilkada DKI Jakarta 2017 Putaran Kedua)”, *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)* 51, No. 1 (2017), 115.

⁶³ Heri Santoso & Luh Gede Sri Artini, “Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pemilu Legislatif 2014 pada Indeks LQ45 di BEI”, *E-Jurnal Manajemen Unud* 4, No. 9 (2015): 2670, diakses pada 2 Desember, 2018, <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/13566>.

8.	I Gede Bhakti Pratama, Ni Kadek Sinarwati, dan Nyoman Ari Surya Dharmawan (2015)	Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik (Event Study pada Peristiwa Pelantikan Joko Widodo Sebagai Presiden Republik Indonesia Ke-7)	<i>Abnormal Return</i>	<i>Abnormal return</i> pada periode peristiwa bervariasi namun tidak signifikan secara statistik. ⁶⁴	Obyek penelitian ini yaitu pada saham LQ45. Dan variabel dalam penelitian ini hanya menggunakan <i>abnormal return</i> .
9.	Artiza Brilian Sari (2011)	Pengaruh Stock Split terhadap <i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i> pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	<i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i>	Terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah <i>stock split</i> dan tidak terdapat perbedaan <i>trading volume activity</i> sebelum dan sesudah <i>stock split</i> . ⁶⁵	Obyek penelitian ini adalah seluruh saham yang terdaftar di BEI.

J. Kerangka Pemikiran

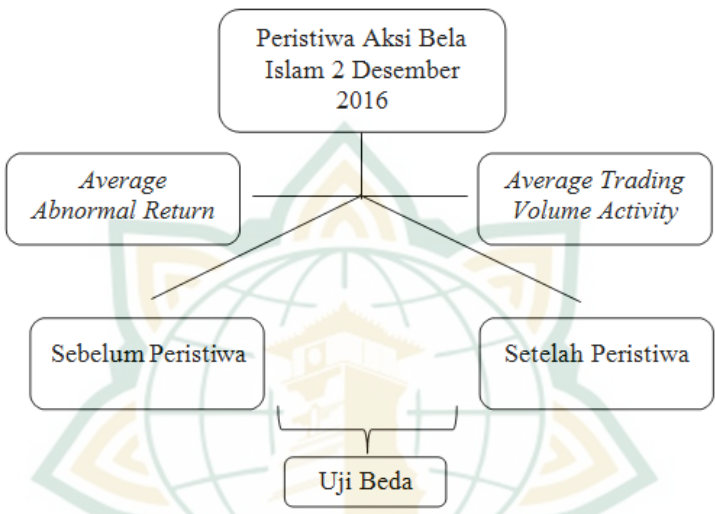
Kerangka berpikir yang melandasi penelitian ini adalah reaksi pasar terhadap peristiwa aksi bela Islam 212 tahun 2016. Tentunya dengan peristiwa tersebut investor berharap mendapatkan *abnormal return* yang positif. Secara teori, *abnormal return* yang positif dari adanya peristiwa baik ekonomi ataupun non-ekonomi apabila investor meyakini bahwa peristiwa ini mengandung informasi yang positif. Begitu juga dengan volume perdagangan saham, diharapkan akan menaikkan volume perdagangan saham di indeks JII

⁶⁴ I Gede Bhakti Pratama, dkk., “Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik (Event Study pada Peristiwa Pelantikan Joko Widodo Sebagai Presiden Republik Indonesia Ke-7)”, *e-Jurnal S1 AK Universitas Pendidikan Ganesa* 3 No. 1 (2015): 10, diakses pada 28 September, 2018, <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/S1ak/article/view/4754>.

⁶⁵ 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.

seiring dengan naiknya harga saham. Kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 2.2. Paradigma Penelitian



K. Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, oleh karena itu rumusan masalah penelitian biasanya disusun dalam bentuk kalimat pertanyaan.⁶⁶ Pengujian kandungan informasi tentang peristiwa aksi bela Islam 2 Desember 2016 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 Marwan Asri Suryawijaya dan Faizal Arief Setiawan tahun 1998 dengan judul reaksi pasar modal

⁶⁶ Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis* (Bandung: Alfabeta, 2004), 51.

Indonesia terhadap peristiwa politik dalam negeri (event study pada peristiwa 27 Juli 1996), dengan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa.⁶⁷ Sedangkan penelitian yang telah dilakukan oleh Endah Bayuwati tahun 2010 dengan judul reaksi *return* perusahaan PMA dan PMDN terhadap pengumuman hasil pemilu legislatif, pengumuman hasil pemilu presiden dan wakil presiden, serta pengumuman hasil pembentukan kabinet 2009 (studi pada perusahaan yang terdaftar pada BEI), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang sesungguhnya.⁶⁸

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 pertama dalam penelitian ini mengani *abnormal return* yang dirumuskan sebagai berikut:

- H_{01} : Tidak ditemukan perbedaan yang signifikan *average abnormal return* sebelum dengan setelah peristiwa aksi bela Islam 2 Desember (aksi 212) 2016 pada saham syariah yang terdaftar di JII.
- H_{a1} : Ada perbedaan yang signifikan *average abnormal return* sebelum dengan setelah peristiwa aksi bela Islam 2 Desember (aksi 212) 2016 pada saham syariah yang terdaftar di JII.
- H_{02} : Tidak ditemukan perbedaan yang signifikan *average abnormal return* sebelum dengan setelah peristiwa aksi bela Islam 2 Desember (aksi 212) 2016 pada saham syariah perusahaan manufaktur dan perusahaan non manufaktur yang terdaftar di JII.

⁶⁷ Marwan Asri Suryawijaya dan Faizal Arief Setiawan, “Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996)”, *KELOLA VII*, No. 18 (1998), 137-151.

⁶⁸ Endah Bayuwati, “Reaksi *Return* Perusahaan PMA dan PMDN terhadap Pengumuman Hasil Pemilu Legislatif, Pengumuman Hasil Pemilu Presiden dan Wakil Presiden, serta Pengumuman Hasil Pembentukan Kabinet 2009 (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI)” (skripsi, Universitas Sebelas Maret Surakarta, 2010): 77.

H_{a2} : Ada perbedaan yang signifikan *average abnormal return* sebelum dengan setelah peristiwa aksi bela Islam 2 Desember (aksi 212) 2016 pada saham syariah perusahaan manufaktur dan perusahaan non manufaktur 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 instrumen analisis teknikal dalam mengamati reaksi pasar modal terhadap informasi serta menilai perubahan harga saham.⁶⁹

Hasil dari penelitian terdahulu oleh I Made Deva Hasdwi Putra dan I Gusti Ayu Made Dwija Putri pada tahun 2018 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman kemenangan Donal Trump menjadi presiden Amerika Serikat.⁷⁰

Hasil yang berlawanan dengan I Made Deva Hasdwi Putra yaitu penelitian yang telah dilakukan oleh Lega dan Kirmizi pada tahun 2017 menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah peristiwa aksi damai 4 November 2016 dari pengukuran *average abnormal return* dan *average trading volume activity*.⁷¹ Dari perbedaan hal tersebut, maka hipotesis kedua dalam penelitian ini mengenai *trading volume activity* yang dirumuskan sebagai berikut:

⁶⁹ 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

⁷⁰ I Made Deva Hasdwi Putra dan I Gusti Ayu Made Asri Dwija Putri, "Analisis Reaksi Pasar Sebelum dan Sesudah Pengumuman Kemenangan Donald Trump Menjadi Presiden Amerika Serikat": 406-430.

⁷¹ Lega Tri Mulya dan Kirmizi Ritonga, "Pengaruh Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Aksi Damai 4 November 2016: 117-128

- H_{03} : Tidak ditemukan perbedaan yang signifikan rata-rata *trading volume activity* sebelum dengan setelah peristiwa aksi bela Islam 2 Desember (aksi 212) 2016 pada saham syariah yang terdaftar di JII.
- H_{a3} : Ada perbedaan yang signifikan rata-rata *trading volume activity* sebelum dengan setelah peristiwa aksi bela Islam 2 Desember (aksi 212) 2016 pada saham syariah yang terdaftar di JII.
- H_{04} : Tidak ditemukan perbedaan yang signifikan rata-rata *trading volume activity* sebelum dengan setelah peristiwa aksi bela Islam 2 Desember (aksi 212) 2016 pada saham syariah perusahaan manufaktur dan perusahaan non manufaktur yang terdaftar di JII.
- H_{14} : Ada perbedaan yang signifikan rata-rata *trading volume activity* sebelum dengan setelah peristiwa aksi bela Islam 2 Desember (aksi 212) 2016 pada saham syariah perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang terdaftar di JII.

