

## BAB II

### Landasan Teori

#### 2.1 Teori Efisiensi Pasar

Teori efisiensi pasar merupakan pasar modal yang harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang tersedia (Fama, 1997). Efisiensi pasar meliputi efisiensi internal dan efisiensi eksternal. Efisiensi internal dapat mempengaruhi harga saham, apabila biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas semakin rendah jika efisiensi dikaitkan dengan besarnya biaya untuk melakukan pembelian/penjualan sekuritas. Efisiensi eksternal mempengaruhi harga, ditentukan oleh kecepatan penyesuaian harga sekuritas di pasar modal terhadap informasi baru.

Professor Eugene Fama membagi efisiensi pasar dalam tiga tingkatan yaitu:

##### 1. *The Weak Efficient Market Hypothesis*

Efisien pasar dikatakan lemah karena dalam proses pengambilan keputusan jual beli investor menggunakan data harga saham dan volume perdagangan. Berdasarkan harga dan volume perdagangan berbagai model analisis teknis digunakan untuk menentukan arah harga apakah akan naik atau turun. Analisis teknis mempelajari pola pergerakan harga saham menurut kondisi ekonomi yang sedang berlangsung.

##### 2. *The Semistrong Efficient Market Hypothesis*

Efisien pasar dikatakan setengah kuat karena dalam proses pengambilan keputusan jual beli saham investor menggunakan harga perdagangan, volume perdagangan dan semua informasi yang dipublikasikan seperti laporan keuangan tahunan, pengumuman bursa, informasi keuangan internasional, peraturan perundangan pemerintah, peristiwa politik, peristiwa hukum, peristiwa sosial dan lain sebagainya yang dapat mempengaruhi perekonomian nasional. Investor menggunakan gabungan antara analisis teknis dengan analisis fundamental dalam proses menghitung nilai saham.

### 3. *The Strong Efficient Market Hypothesis*

Efisiensi pasar dikatakan kuat karena investor menggunakan data yang lengkap, yaitu harga masa lalu, volume masa lalu, informasi yang dipublikasikan, dan informasi privat yang tidak dipublikasikan secara umum. Semua informasi yang relevan tercermin dalam harga saham. Dalam keadaan seperti ini tidak seorang investor dapat memperoleh *Abnormal Return* menggunakan informasi apapun. Perhitungan estimasi dengan menggunakan informasi yang lebih lengkap ini diharapkan akan menghasilkan keputusan jual beli saham yang lebih tepat dan return yang tinggi. Kegiatan riset untuk menganalisis variabel-variabel yang berpengaruh terhadap harga saham sangat penting dilakukan walaupun harus mengeluarkan biaya riset yang tinggi, asalkan meningkatkan return perusahaan. Peningkatan return akan terjadi apabila kebijakan portofolio ataupun keputusan jual beli saham yang didasarkan pada hasil riset tepat mengenai sasaran. Berikut ini beberapa indikator efisiensi pasar bentuk kuat:

- a. keuntungan yang diperoleh sangat tipis akibat gejolak harga yang rendah.
- b. Harga pasar mendekati harga intrinsik perusahaan.
- c. Informasi simetris bahwa investor memiliki yang sama untuk memperoleh informasi.
- d. Kemampuan analisis investor relatif tidak berbeda.
- e. Pasar bereaksi cepat terhadap informasi baru.

### 2.2 Event Study

Studi peristiwa event study adalah suatu studi yang mempelajari reaksi investor di pasar modal terhadap terjadinya suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan (Jogiyanto, 2003). Informasi yang dipublikasikan tersebut dapat berupa:

- a. Informasi yang bersumber dari internal perusahaan (*corporate action*), hanya mempengaruhi harga sekuritas perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut.
- b. Informasi yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut.
- c. Informasi yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar modal. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak pada semua perusahaan emiten.

Kritzman(1994) menyebutkan bahwa tujuan dari *event study* adalah untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi sekuritas dengan return dari sekuritas tersebut. Event study juga dapat digunakan untuk mengukur dampak suatu peristiwa ekonomi terhadap nilai perusahaan (MacKinlay, 1997). Lama sigi (2002) menyatakan bahwa event study dikembangkan untuk menganalisis reaksi investor pasar modal terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan. Peristiwa tersebut dapat berupa peristiwa ekonomi maupun peristiwa non ekonomi yang tujuannya untuk mengetahui ada tidaknya abnormal return yang diperoleh pemegang saham. Jogyanto (2003) menyatakan bahwa studi peristiwa dapat digunakan untuk menguji dua hal, yaitu: (1) menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman, dan (2) menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dari pengumuman suatu peristiwa ditujukan untuk melihat reaksi investor di pasar modal terhadap suatu pengumuman. Jika pengumuman tersebut mengandung informasi, maka diharapkan investor di pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut.

### **2.3 Pasar Modal Syariah**

Berdasarkan undang-undang Nomor 8 Tahun 1995, secara umum kegiatan pasar modal syariah merupakan bagian dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Pasar modal syariah tidak memiliki perbedaan kegiatan dengan pasar modal pada umumnya, namun pada karakteristiknya pasar modal syariah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Penerapan prinsip syariah berdasarkan dari Al-Quran sebagai sumber hukum tertinggi dan Hadist Nabi Muhammad SAW. Emiten atau perusahaan yang akan menerbitkan Efek Syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah dan menjamin bahwa kegiatan usahanya telah memenuhi prinsip-prinsip syariah.

Pasar modal syariah secara sederhana dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan transaksi ekonomi dan terlepas dari hal-hal yang dilarang oleh syariat seperti: unsur riba, perjudian, bersifat spekulasi dan lain-lain. Pasar modal syariah secara prinsip sangat berbeda dengan pasar modal konvensional. Sejumlah instrumen syariah sudah diterbitkan di pasar modal Indonesia seperti dalam bentuk saham dan obligasi dengan kriteria tertentu yang sesuai dengan prinsip syariah (Al Arif, 2011) Menurut Fatwa DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003 yang dimaksud dengan pasar modal syariah adalah pasar modal yang seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Sedangkan yang dimaksud dengan efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi Prinsip-prinsip syariah. Adapun yang dimaksud dengan Prinsip-prinsip syariah adalah prinsip yang didasarkan oleh syariah ajaran Islam yang penetapannya

dilakukan oleh DSN-MUI melalui fatwa. Pasar modal syariah secara khusus memperjualbelikan efek syariah. Efek syariah adalah efek yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah yang didasarkan atas ajaran Islam yang penetapannya dilakukan oleh DSN-MUI dalam bentuk fatwa.

Secara umum ketentuan penerbitan efek syariah haruslah sesuai dengan prinsip syariah di pasar modal. Prinsip-prinsip syariah di pasar modal adalah prinsip-prinsip hukum Islam dalam kegiatan di bidang pasar modal berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), baik fatwa DSN-MUI yang ditetapkan dalam peraturan Bapepam dan LK maupun fatwa DSN-MUI yang telah diterbitkan sebelum ditetapkannya peraturan Bapepam dan LK. Sampai saat ini, efek-efek syariah menurut Fatwa DSN MUI No.40/DSNMUI/X/2003 tentang Pasar Modal mencakup Saham Syariah, Obligasi Syariah, Reksa Dana Syariah, Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA) Syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Belakangan, instrumen keuangan syariah bertambah dalam fatwa DSN-MUI Nomor:65/DSN-MUI/III/2008 tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) Syariah dan Fatwa DSN-MUI Nomor: 66/DSN-MUI/III/2008 tentang Waran Syariah pada tanggal 6 Maret 2008.

#### **A. Produk Efek Syariah**

Berdasarkan peraturan Bapepam & LK No IX.A.13 tentang penerbitan Efek Syariah, khususnya ayat 1.a.3, yang dimaksud dengan Efek Syariah adalah Efek sebagaimana dimaksudkan dalam undang-undang pasar modal dan peraturan pelaksanaannya yang akad, cara, dan kegiatan usaha yang menjadi landasan penerbitannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip Syariah di pasar modal. Sampai dengan saat ini, Efek Syariah yang telah diterbitkan di

pasar modal Indonesia meliputi Saham Syariah, Sukuk dan Unit Penyertaan dari Reksa Dana Syariah.

### **1. Saham Syariah**

Saham atau *stocks* adalah surat bukti atau tanda kepemilikan bagian modal di perusahaan terbatas. Kepemilikan saham menjadi bukti bahwa yang bersangkutan adalah bagian dari pemilik perusahaan. Semakin besar saham yang dimilikinya, maka semakin besar pula kekuasaannya di perusahaan tersebut. Konsep penyertaan modal dengan hak bagian hasil usaha ini merupakan konsep yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Prinsip syariah mengenal konsep ini sebagai kegiatan musyarakah atau syirkah. Berdasarkan analogi tersebut, maka secara konsep saham merupakan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Namun demikian, tidak semua saham yang diterbitkan oleh Emiten dan Perusahaan Publik dapat disebut sebagai saham syariah. Suatu saham dapat dikategorikan sebagai saham syariah jika saham tersebut diterbitkan oleh:

a. Emiten dan Perusahaan Publik yang secara jelas menyatakan dalam anggaran dasarnya bahwa kegiatan usaha Emiten dan Perusahaan Publik tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip syariah.

b. Emiten dan Perusahaan Publik yang tidak menyatakan dalam anggaran dasarnya bahwa kegiatan usaha Emiten dan Perusahaan Publik tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip syariah, namun memenuhi kriteria sebagai berikut:

1. Kegiatan usaha tidak bertentangan dengan prinsip syariah sebagaimana diatur dalam peraturan IX.A.13, yaitu tidak melakukan kegiatan usaha:
  - a) Perjudian dan permainan yang tergolong judi;
  - b) perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa;
  - c) perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu;
  - d) bank berbasis bunga;

- e) perusahaan pembiayaan berbasis bunga;
  - f) jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (gharar) dan/atau judi (maisir), antara lain asuransi konvensional;
  - g) memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan/atau menyediakan barang atau jasa haram zatnya (haram li-dzatihi), barang atau jasa haram bukan karena zatnya (haram li-ghairihi) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan/atau, barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat;
  - h) melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (risywah);
2. rasio total hutang berbasis bunga dibandingkan total ekuitas tidak lebih dari 45% dan rasio total pendapatan bunga dan total pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan total pendapatan usaha dan total pendapatan lainnya tidak lebih dari 10%.

## **2. Reksadana Syariah**

Dalam Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 Reksa Dana syariah didefinisikan sebagai reksa dana sebagaimana dimaksud dalam UUPM dan peraturan pelaksanaannya yang pengelolaannya tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal. Reksa Dana Syariah sebagaimana reksa dana pada umumnya merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. Reksa Dana dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan untuk melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas. Reksa Dana Syariah dikenal pertama kali di Indonesia pada tahun 1997 ditandai dengan penerbitan Reksa Dana Syariah Danareksa Saham pada bulan Juli 1997.

Sebagai salah satu instrumen investasi, Reksa Dana Syariah memiliki kriteria yang berbeda dengan reksa dana konvensional pada umumnya. Perbedaan ini terletak pada pemilihan instrumen investasi dan mekanisme investasi yang tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Perbedaan lainnya adalah keseluruhan proses manajemen portofolio, screening (penyaringan), dan cleansing (pembersihan).

Seperti halnya wahana investasi lainnya, disamping mendatangkan berbagai peluang keuntungan, Reksa Dana pun mengandung berbagai peluang risiko, antara lain:

a. Risiko Berkurangnya Nilai Unit Penyertaan.

Risiko ini dipengaruhi oleh turunnya harga dari Efek (saham, sukuk, dan surat berharga syariah lainnya) yang masuk dalam portofolio Reksa Dana tersebut. Ini berkaitan dengan kemampuan manajer investasi reksadana dalam mengelola dananya.

b. Risiko Likuiditas

Risiko ini menyangkut kesulitan yang dihadapi oleh Manajer Investasi jika sebagian besar pemegang unit melakukan penjualan kembali (*redemption*) atas sebagian besar unit penyertaan yang dipegangnya kepada Manajer Investasi secara bersamaan. dapat menyulitkan manajemen perusahaan dalam menyediakan dana tunai. Risiko ini hanya terjadi pada perusahaan reksadana yang sifatnya terbuka (*open-end funds*). Risiko ini dikenal juga sebagai *redemption effect*.

c. Risiko Wanprestasi

Risiko ini merupakan risiko terburuk, dimana pada umumnya kekayaan reksa dana diasuransikan kepada perusahaan asuransi. Risiko ini dapat timbul ketika perusahaan asuransi yang mengasuransikan kekayaan Reksa Dana tersebut tidak segera membayar ganti rugi atau membayar lebih rendah dari nilai pertanggungan saat terjadi hal-hal yang tidak diinginkan. Selain itu, wanprestasi dimungkinkan akibat dari pihak-pihak yang terkait dengan Reksa Dana, pialang, bank

kustodian, agen pembayaran, atau bencana alam, yang dapat menyebabkan penurunan NAB (Nilai Aktiva Bersih) Reksa Dana.

d. Risiko politik dan ekonomi

Risiko yang berasal dari perubahan kebijakan ekonomi dan politik yang berpengaruh pada kinerja bursa dan perusahaan sekaligus, sehingga akhirnya membawa efek pada portofolio yang dimiliki suatu reksadana.

#### **2.4 Obligasi Syariah (Sukuk)**

Obligasi atau *bonds* secara konvensional merupakan bukti utang dari emiten yang dijamin oleh penanggung yang mengandung janji bahwa pembayaran bunga atau janji lainnya dan pelunasan pokok pinjaman dilakukan pada tanggal jatuh tempo<sup>4</sup>. Di sini, obligasi merupakan instrumen utang bagi perusahaan yang hendak memperoleh modal. Pendapatan yang diperoleh adalah berupa bunga yang biasanya lebih tinggi daripada bunga tabungan atau deposito.

Obligasi syariah sesuai dengan Fatwa Dewan Syariah nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/*fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Dengan demikian, pemegang obligasi syariah akan mendapatkan keuntungan bukan dalam bentuk bunga melainkan dalam bentuk bagi hasil/margin/*fee*.

Sukuk merupakan obligasi syariah (*islamic bonds*). Sukuk secara terminologi merupakan bentuk jamak dari kata "sakk" dalam bahasa Arab yang berarti sertifikat atau bukti kepemilikan. Sementara itu, Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 memberikan definisi Sukuk sebagai "Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'*/*undivided share*) atas:

1. aset berwujud tertentu (ayyan maujudat);
2. nilai manfaat atas aset berwujud (manafiul ayyan) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
3. jasa (al khadamat) yang sudah ada maupun yang akan ada
4. aset proyek tertentu (maujudat masyru' muayyan); dan atau
5. kegiatan investasi yang telah ditentukan (nasyath ististmarin khashah).

Sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada aset/proyek yang spesifik. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. Imbalan bagi pemegang sukuk dapat berupa imbalan, bagi hasil, atau marjin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk.

#### **A. Karakteristik Obligasi Syariah (Sukuk)**

Sebagai salah satu Efek Syariah sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi. Sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada aset/proyek yang spesifik. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. Imbalan bagi pemegang sukuk dapat berupa imbalan, bagi hasil, atau marjin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk.

#### **B. Jenis Sukuk**

##### **Sukuk Mudharabah**

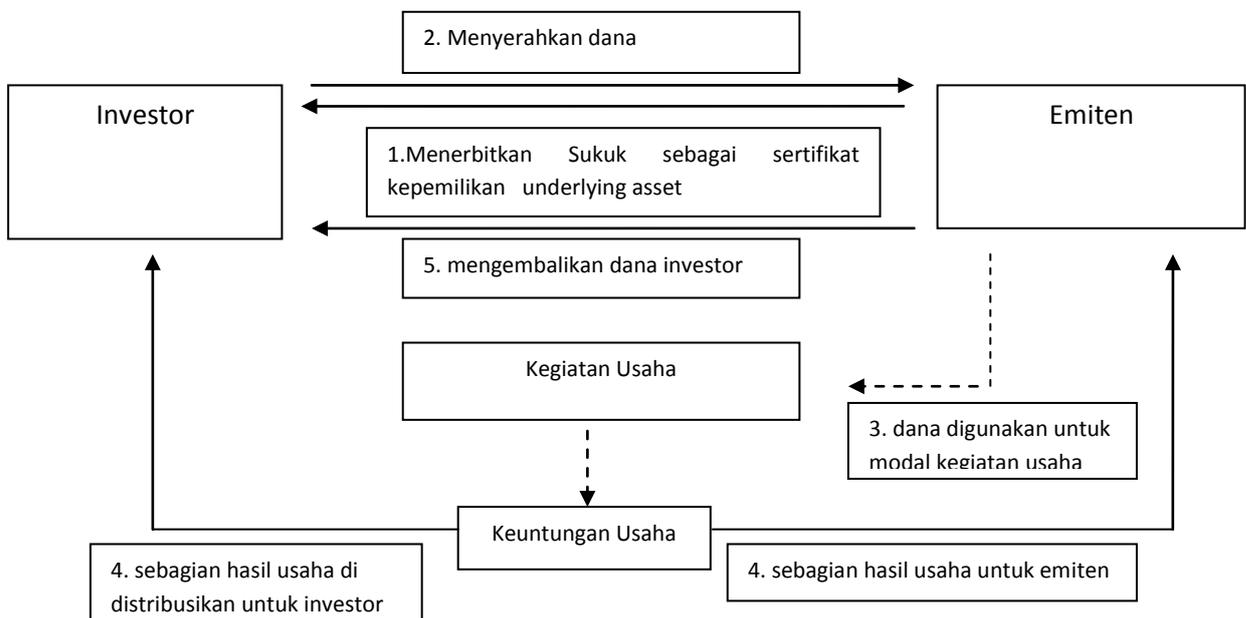
Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah, dimana satu pihak menyediakan modal (rab-al-maal/shahibul maal) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian, keuntungan dari kerjasama tersebut

akan dibagi berdasarkan proporsi perbandingan (nisbah) yang disepakati sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, sepanjang kerugian tersebut tidak ada unsur moral hazard. Fatwa No. 33/DSN-MUI/IX/2002 menyatakan bahwa obligasi mudharabah adalah obligasi yang menggunakan akad mudharabah.

Beberapa hal pokok mengenai obligasi syariah mudharabah meliputi:

- a. Kontrak atau akad mudharabah harus dituangkan dalam perjanjian wali amanat.
- b. Rasio bagi hasil (nisbah) didasarkan pada pembagian pendapatan.
- c. Nisbah dapat ditetapkan konstan, menurun, meningkat atau menurun akan tetapi harus ditetapkan dengan jelas di dalam kontrak.
- d. Penerbit obligasi (emiten) membayar semua keuntungan yang ditetapkan didalam kontrak bagi hasil, dan total keuntungan di dalam laporan keuangan.
- e. Pembayaran keuntungan atau tingkat pengembalian dapat dilakukan secara priodik.
- f. Obligasi mudharabah dapat memberikan indikasi pengembalian (return), sebab besarnya pendapatan bagi hasil didasarkan pada kinerja yang aktual dari emiten. Berikut struktur sukuk mudharabah

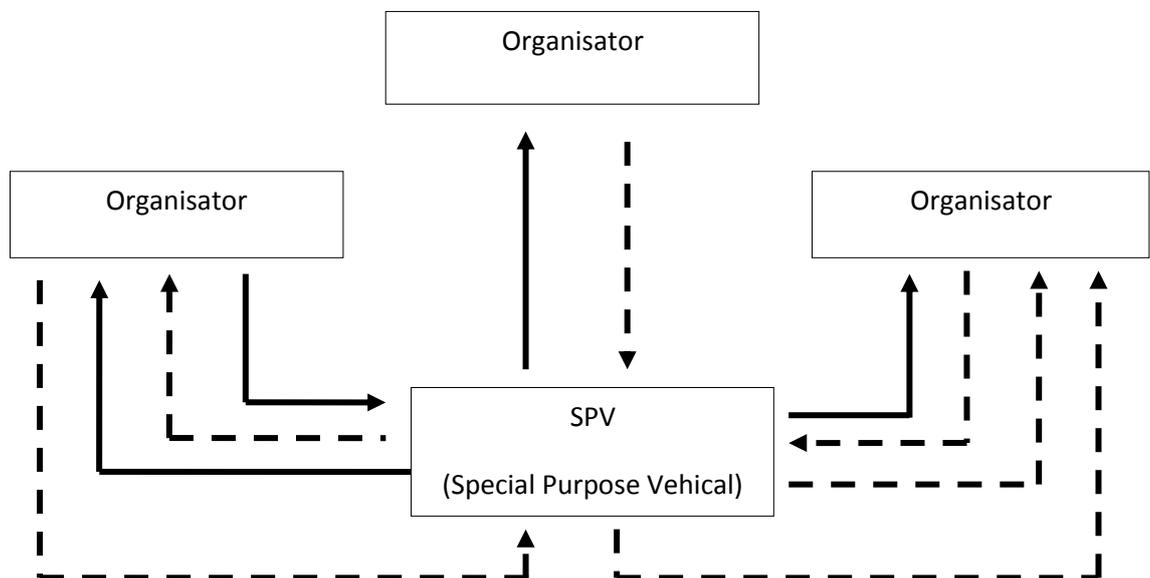
**Gambar 2.1 Struktur mudharabah**



## Sukuk Ijarah

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah, dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti perpindahan kepemilikan aset itu sendiri. Pada penerbitan sukuk ijarah, emiten menerbitkan sukuk ijarah dengan nilai tertentu yang didasarkan pada objek ijarah, dan pada saat bersamaan investor menyerahkan sejumlah dana sebesar nilai sukuk ijarah kepada emiten. Nilai keuntungan sewa terhadap sukuk dapat berupa bentuk tetap dan berubah tergantung keinginan penerbit dan permintaan pasar. Dibawah ini skema sukuk ijarah.

**Gambar 2.2 Struktur sukuk ijarah**



### **Sukuk Masyarakat**

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah, dimana dua pihak atau lebih berkerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

### **Sukuk Isthina**

Sukuk ini merupakan akad jual beli antara nasabah dengan bank syariah, namun barang yang hendak dibeli sedang dalam proses pembuatan. Bank syariah membiayai pembuatan barang tersebut dan mendapatkan pembayaran dari nasabah sebesar pembiayaan barang ditambah dengan margin keuntungan. Pembayaran angsuran pokok dan margin kepada bank syariah tidak sekaligus pada akhir periode, melainkan dicicil sesuai dengan kesepakatan. Umumnya bank syariah memanfaatkan skema ini untuk pembiayaan konstruksi.

## **2.5 Return**

### **A. Return Realisasi**

Beberapa pengukuran return realisasian yang banyak digunakan adalah return total, relatif return, kumulatif return dan return disesuaikan. Sedangkan rata-rata dari return dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika dan rata-rata geometrik. Rata-rata geometrik banyak digunakan untuk menghitung rata-rata return beberapa periode.

#### **1. Return Total**

Return total merupakan return keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu. Return total sering disebut dengan return saja. Return total terdiri dari *capital gain* dan *yield*. *Capital gain* atau *capital loss* merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga

periode. Jika harga investasi sekarang ( $P_t$ ) lebih tinggi dari harga investasi periode lalu ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*), sebaliknya terjadi kerugian modal (*capital loss*).

*Yield* merupakan presentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Untuk saham, *yield* adalah presentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. Untuk obligasi, *yield* adalah presentase bunga pinjaman yang diperoleh terhadap harga obligasi periode sebelumnya.

Rumus nya dibawah ini:

$$R = [P_t - (P_{t-1})] / (P_{t-1})$$

keterangan

R = Return

$P_t$  = harga saham hari ini

$(P_{t-1})$  = harga saham sebelumnya

## 2. Relatif Return

Return total dapat bernilai negatif atau positif. Kadang-kadang untuk perhitungan tertentu, misalnya rata-rata geometrik yang menggunakan perhitungan pengakaran dibutuhkan return yang harus bernilai positif. Relatif return dapat digunakan dengan menambah nilai 1 terhadap nilai return total.

Rumus return relatif dibawah ini:

$$\text{Return Relatif} = (\text{Return Total} + 1)$$

## 3. Kumulatif Return

Return total mengukur perubahan kemakmuran yaitu perubahan harga dari saham dan perubahan pendapatan dari deviden yang diterima. Perubahan kemakmuran ini menunjukkan tambahan kekayaan dari kekayaan

sebelumnya. Return total hanya mengukur perubahan kemakmuran pada waktu tertentu saja, tetapi tidak mengukur total dari kemakmuran yang dimiliki. Untuk mengetahui total kemakmuran, indeks kemakmuran kumulatif dapat digunakan.

Rumus Kumulatif Return adalah:

$$IKK = KK_0(1 + R_1)(1 + R_2) \dots (1 + R_n)$$

Keterangan

IKK = Indeks Kemakmuran Kumulatif

$KK_0$  = kekayaan awal

$R_t$  = Return periode ke  $t$  awal mulai periode hingga akhir periode

#### 4. Return Disesuaikan

Return nominal yang hanya mengukur perubahan nilai uang tetapi tidak mempertimbangkan tingkat daya beli dari nilai uang tersebut. Untuk mempertimbangkan hal ini, return nominal perlu disesuaikan dengan tingkat inflasi yang ada. Rumusnya dibawah ini.

$$R_{1A} = \left[ \frac{1 + R}{1 + IF} \right] - 1$$

Keterangan

$R_{1A}$  = Return disesuaikan dengan tingkat inflasi

R = Return Nominal

IF = Tingkat Inflasi

## B. Return Ekspektasian

Return ekspektasian merupakan return yang digunakan untuk pengambil keputusan investasi. Return ini penting dibandingkan dengan return historis karena return ekspektasian merupakan return yang diharapkan dari investasi yang dilakukan.

Return ekspektasian dapat dihitung berdasarkan beberapa cara sebagai berikut:

### 1. Berdasarkan Nilai Ekspektasi Masa Depan

Dengan adanya ketidakastian berarti investor akan memperoleh return di masa mendatang yang belum diketahui persis nilainya. Return ekspektasian dapat dihitung dengan metode nilai maksudnya yaitu mengalikan masing-masing hasil masa depan dengan probabilitas. Kejadiannya dan menjumlah semua produk perkalian tersebut, secara matematik. Rumus nya dibawah ini:

$$E(R_i) = R_i \times P$$

Keterangan

$E(R_i)$  = Return ekspektasian suatu sekuritas i

$R_i$  = hasil return untuk sekuritas i

$P$  = probabilitas hasil

### 2. Berdasarkan Nilai-Nilai Return Historis

Tiga metode dapat diterapkan untuk menghitung return ekspektasian dengan menggunakan data historis yaitu:

- a. Metode rata-rata (*mean method*).
- b. Metode trend (*tren method*).
- c. Metode jalan acak (*random walk method*).

Metode rata-rata mengasumsikan bahwa return ekspektasian dapat dianggap sama dengan rata-rata historisnya. Metode *random walk*

beranggapan bahwa distribusi data return bersifat acak sehingga sulit digunakan untuk memprediksi, sehingga diperkirakan return terakhir akan terulang kembali. Jika distribusi data memiliki pola tren, maka metode tren mungkin akan lebih baik.

### 3. Berdasarkan Model Return Ekspektasian

Model yang disediakan yang populer dan banyak digunakan adalah *Single Index Model* dan model CAPM.

## 2.6 Return Abnormal

*Return abnormal* adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasian.

Rumus nya adalah

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

Keterangan

AR = Abnormal Return

$R_{i,t}$  = Actual Return saham i pada hari ke t

$E(R_{i,t})$  = Expected return saham i pada hari ke t

### A. Rata-Rata Return Tak Normal

Pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata return tak normal seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Rata-rata return taknormal untuk hari ke  $-t$  dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika. Dari signifikansi rata-rata taknormal untuk masing-masing hari di periode peristiwa dapat ditarik kesimpulan.

- a. Adanya reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman, yaitu pada hari -1, 0, +1, +2, dan +3 menunjukkan bahwa peristiwa tersebut mengandung informasi.
- b. Pasar bereaksi lambat dan erkepanjangan untuk menyerap informasi (pasar membutuhkan waktu paling tidak sampai lima hari untuk menuju keadaan ekuilibrium yang baru) yang menunjukkan pada masih adanya *abnormal return* sampai hari ke +3. Hal ini menunjukkan pasar belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi.
- c. Pasar juga belum efisien bentuk setengah kuat secara keputusan, karena pasar belum efisien secara informasi.

Rumus abnormal return adalah

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

Keterangan

AAR = Average Abnormal Return

AR<sub>i,t</sub> = abnormal return untuk sekuritas i

K = Jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

## 2.7 *Trading Volume Activity*

*Trading volume activity* adalah aktivitas volume perdagangan saham merupakan salah satu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi-informasi yang masuk kedalam pasar modal. Volume perdagangan adalah salah satu parameter penting yang menunjukkan transaksi yang terjadi dalam aktivitas perdagangan pada suatu sesi atau mencerminkan jumlah saham yang berpindah tangan.

Perhitungan volume perdagangan (*Total Volume Activity*) dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan

dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar perusahaan pada kurun waktu yang sama.

Rumus perhitungan TVA ini dapat dituliskan sebagai berikut:

$$TVA = \frac{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

Dimana:

TVA = *Trading Volume Activity*

i = Nama perusahaan

t = periode waktu tertentu

## 2.8 Penelitian Terdahulu

**Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu**

Nama peneliti	Vita Fatimatuzzahra
Judul penelitian	Reaksi Pasar Atas Penerbitan Sukûk (Studi Pada Emiten Saham Penerbit Sukûk Periode 2008-2012)
Variabel penelitian	Abnormal Return Dan Trading Volume Activity
Hasil penelitian	Terdapat Perbedaan Abnormal Trading Volume Activity (Atva) Pada Sebelum Dan Setelah Penerbitan Sukuk Selama Periode Pengamatan.
Nama peneliti	Purwaningsih Dan Moh. Khoiruddin
Judul penelitian	Reaksi pasar terhadap pengumuman sukuk mudharabah dan obligasi konvensional
Variabel penelitian	Abnormal Return Dan Trading Volume Activity
Hasil penelitian	- Terdapat Abnormal Return Yang Signifikan Di Sekitar Tanggal Pengumuman Penerbitan Sukuk Mudharabah. Terdapat Abnormal Return Yang

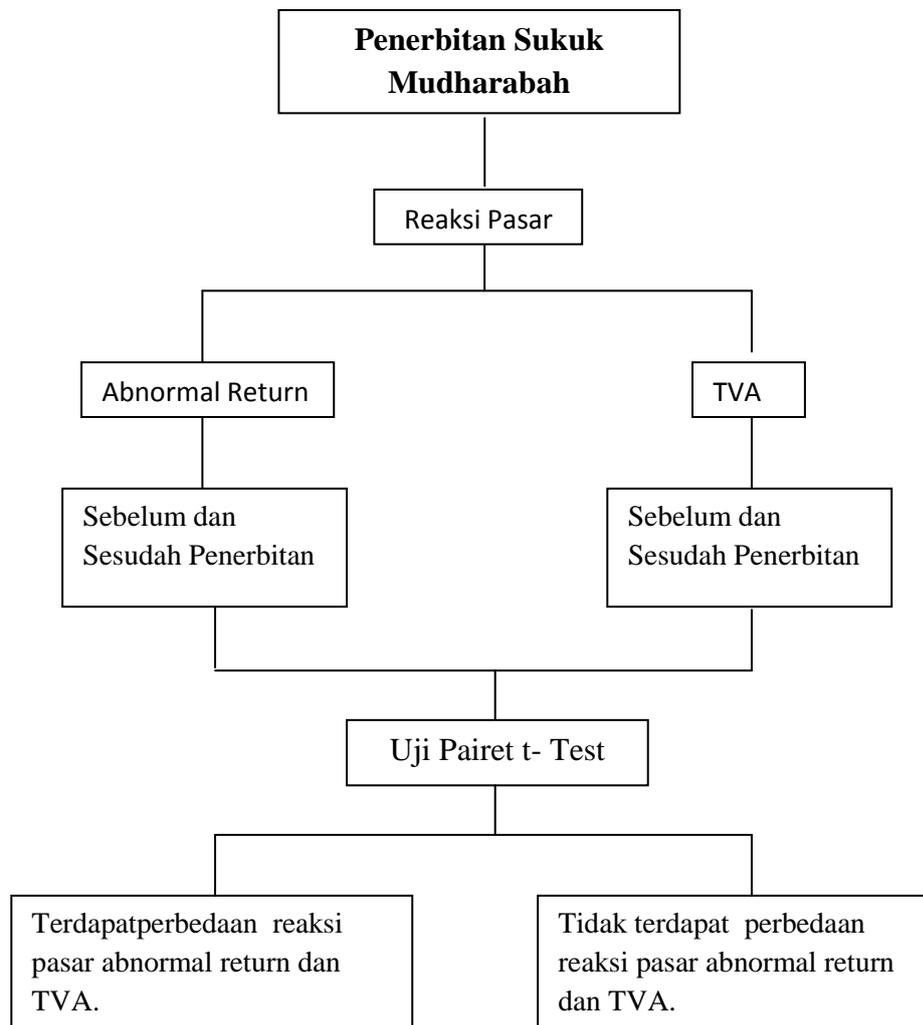
	<p>Signifikan Di Sekitar Tanggal Pengumuman Penerbitan Obligasi Konvensional.</p> <p>- Tidak Terdapat Perbedaan Trading Volume Activity Yang Signifikan Antara Sebelum Pengumuman Dan Sesudah Pengumuman Penerbitan Sukuk Mudharabah.</p> <p>Tidak Terdapat Perbedaan Trading Volume Activity Yang Signifikan Antara Sebelum Pengumuman Dan Sesudah Pengumuman Penerbitan Obligasi Konvensional.</p>
Nama peneliti	Enni Savitri
Judul penelitian	Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia Tahun 2009–2013
Variabel penelitian	obligasi syariah, nilai nominal, peringkat, <i>cumulative abnormal return</i>
Hasil penelitian	Penelitian Ini Menunjukkan Bahwa variabel penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel <i>cumulative abnormal return</i> saham perusahaan.
Nama peneliti	Agista Kencana Sari
Judul penelitian	Perbedaan Return Saham Sebelum Dan Sesudah Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Ijarah Pada Perusahaan Yang Tergabung Dalam Daftar Efek Syariah (DES)
Variabel penelitian	<i>Sukuk Ijarah, Stock Return, Issuance Day, Event Windows</i>

Hasil penelitian	Tidak ada perbedaan yang signifikan antara abnormal return sebelum dan sesudah penerbitan obligasi syariah (sukuk) ijarah.
------------------	--

## 2.9 Kerangka Pemikiran

Menurut Sugiyono (2009, hal.9), kerangka berfikir adalah sintesa hubungan antar variabel yang disusun dari berbagai teori yang telah dideskripsikan, selanjutnya dianalisis secara kritis dan sistematis sehingga menghasilkan sintesa tentang hubungan antar variabel yang kemudian digunakan untuk merumuskan hipotesis. Maka dalam menentukan kerangka pikir penulis harus menentukan alur-alur pikir yang logis dengan melakukan penentuan setiap poin kerangka sebagai berikut:

**Gambar 2.3 Kerangka Pikir**



## 2.10 Hipotesis

Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah penerbitan sukuk berpengaruh terhadap abnormal return dan trading volume activity. Penelitian ini digunakan untuk meneliti variabel dependen X (abnormal return dan trading volume activity) dan variabel Y (penerbitan sukuk). Maka hipotesis yang di buat peneliti sebagai berikut

**H<sub>1</sub> = “Diduga terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah penerbitan sukuk.”**

**H<sub>2</sub> = “Diduga terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan sesudah penerbitan sukuk.”**