

BAB II

LANDASAN TEORI

A. LANDASAN TEORI

1. Teori Sinyal (Signaling Theory)

Teori sinyal berawal dari George Akerlof pada tahun 1970 yang memperkenalkan istilah informasi asimetris (*assymetri information*) yang mempelajari fenomena ketidakseimbangan informasi mengenai kualitas produk antara pembeli dan penjual. Berdasarkan penelitian tersebut, Akerlof menemukan bahwa ketika informasi yang dimiliki oleh pembeli tentang spesifikasi produk dan hanya memiliki persepsi umum mengenai produk tersebut, maka pembeli akan menilai semua produk dengan harga yang sama untuk produk yang berkualitas tinggi dan rendah sehingga akan merugikan penjual dengan produk kualitas tinggi. Kemudian dari pemikiran Akerlof tersebut dikembangkan oleh Spence pada tahun 1973 dalam model keseimbangan sinyal (*basic equilibrium signalling model*) yang menemukan bahwa perusahaan yang memiliki kinerja yang baik menggunakan informasi finansial untuk mengirim sinyal ke pasar (Dewi, 2018).

Awalnya teori sinyal diartikan untuk menjelaskan masalah ketimpangan informasi di pasar tenaga kerja (*labor markets*), tetapi dalam perkembangannya teori sinyal diterapkan untuk menjawab pertanyaan yang berhubungan dengan hal-hal yang melekat pada perusahaan. Model-model dalam teori sinyal dikembangkan dan diupayakan untuk menjawab beberapa pertanyaan pokok terkait dengan kebijakan perusahaan, misalnya Spence pada tahun 1973 terkait kebijakan dividen (*capital structure*), Ross pada tahun 1977 terkait dengan keputusan struktur modal (*capital structure*), kemudian Ross pada tahun 1979 terkait dengan penyajian atau

pengungkapan informasi secara sukarela (*voluntary disclosures*). Selanjutnya tentang penahanan kepemilikan manajerial dalam penawaran saham perdana (*initial public offering*) dilakukan oleh Leland dan Pyle pada tahun 1977 serta Downes dan Heinkel pada tahun 1982. Kemudian Forker pada tahun 1984 mengungkapkan tentang akuntansi nilai sekarang (*current value accounting*) dan Bar-Yosef dan Livnat pada tahun 1984 terkait dengan seleksi sukarela auditor. Dengan demikian teori sinyal dikembangkan ke dalam berbagai aplikasi di dalam perusahaan (Gumanti, 2009).

Signaling theory merupakan salah satu teori pokok dalam manajemen keuangan. Secara umum sinyal diartikan sebagai isyarat dari perusahaan kepada pihak luar dalam berbagai bentuk baik secara langsung dipahami ataupun harus ditelaah terlebih dahulu untuk memahaminya. Adapun sinyal yang dikeluarkan oleh perusahaan bertujuan untuk memberikan isyarat tentang suatu hal sehingga pasar ataupun pihak eksternal diharapkan dapat memberikan penilaian terhadap perusahaan. Dengan demikian sinyal yang diberikan harus memiliki muatan informasi sehingga akan mengubah penilaian pasar (Hutami, 2014).

Informasi yang ada akan menjadi bahan pertimbangan investor dalam pengambilan keputusan yang digunakan oleh pihak dalam bisnis, rumah tangga, serta pemerintah. Pihak individu dalam melakukan pengambilan keputusan dengan dasar pada informasi umum yang dipublikasikan yang dapat ditemukan dengan mudah serta informasi pribadi yang hanya tersedia untuk sebagian individu. Sehingga terjadinya asimetri informasi karena antar individu mengetahui informasi yang berbeda. Karena adanya informasi yang bersifat pribadi, maka asimetri informasi muncul diantara pihak-pihak yang memiliki informasi tersebut dan akan berpotensi membuat keputusan menjadi lebih baik dengan adanya informasi tersebut (Connelly dkk., 2011).

Teori sinyal secara tidak langsung mengungkapkan bahwa pihak lingkungan perusahaan (*corporate insiders*) mempunyai tambahan informasi tentang kondisi perusahaan daripada pihak luar perusahaan seperti investor, pemerintah, maupun kreditur. Individu yang memiliki informasi pribadi baik positif dan negatif harus menetapkan keputusannya apakah akan menginformasikan hal tersebut ke pihak luar. Namun fokus dalam teori pensinyalan adalah tentang komunikasi informasi yang positif, namun terkadang pihak dalam perusahaan menyampaikan informasi yang negatif karena untuk memberikan sinyal kepada pihak luar agar mengurangi adanya asimetri informasi. Contoh informasi yang dianggap sinyal negatif yaitu saat perusahaan akan menerbitkan ekuitas baru karena menganggap harga saham sudah terlalu tinggi. Sehingga dengan adanya asimetri informasi membuat pemilik modal memberikan penilaian yang rendah karena adanya keraguan kepada perusahaan dengan anggapan bahwa perusahaan tersebut tidak baik. Hal tersebut berlaku untuk semua perusahaan dengan penilaian yang sama atau disebut keseimbangan mengumpul (*pooling equilibrium*). Dengan demikian manajer perusahaan harus bisa meyakinkan investor bahwa perusahaannya memang dalam keadaan yang baik, dengan demikian investor akan menilai perusahaan lebih baik (Gumanti, 2009).

Dengan adanya informasi sebagai sinyal maka pihak luar diharapkan juga akan memperoleh keuntungan baik secara langsung ataupun bersama dengan perusahaan dari pengambilan keputusan yang dilakukannya atas informasi yang didapatkan dari sinyal tersebut. Misalnya pemegang saham akan memperoleh keuntungan dari saham perusahaan yang memiliki masa depan yang lebih menguntungkan. Selain itu konsumen sebagai pelanggan juga akan memperoleh manfaat karena membeli barang dan atau jasa pada perusahaan yang berkaitan dengan adanya sinyal tersebut (Connelly dkk., 2011).

Dalam penelitian ini menggunakan *signaling theory* karena teori ini berkaitan dengan informasi yang dapat memberikan sinyal dan akan menyebabkan terjadinya *abnormal return* serta *trading volume activity* pada saham suatu perusahaan. Sehingga investor dapat menentukan keputusannya sebelum dan sesudah pengumuman tersebut. Apabila pengumuman tersebut merupakan sinyal positif, maka pasar akan merespon dengan reaksi yang positif, dan sebaliknya apabila sinyal dianggap negatif maka investor akan memberikan reaksi yang negatif. Investor akan melakukan peningkatan penawaran jika menurut sudut pandang mereka pengumuman tersebut termasuk *good news*, namun apabila menurut investor pengumuman tersebut termasuk *bad news*, maka intensitas penjualan akan meningkat (Hafidz & Isbanah, 2020).

2. Teori Efisiensi Pasar

Pasar yang efisiensi apabila cepat dan akurat dalam melakukan reaksi untuk mencapai harga keseimbangan baru yang mencerminkan suatu informasi tertentu. Efisiensi pasar juga diartikan sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi. Konsep efisien di pasar dipopulerkan oleh Fama tahun 1970 dengan definisi efisiensi pasar pada akurasi dari harga sekuritas. Kemudian menurut Beaver pada tahun 1989 mendefinisikan efisiensi pasar pada distribusi informasinya, sedangkan menurut Jones tahun 1995 mengartikan efisiensi pasar didasarkan pada proses dinamis. Pasar efisien secara informasi didasarkan pada keberadaan informasi bagi seluruh pelaku pasar sehingga perdagangan berlangsung dengan adil. Kemudian sebuah pasar disebut efisien secara operasional apabila operasional pada pasar dapat dilakukan secara cepat serta biayanya tidak mahal. Harga suatu efek merefleksikan informasi yang bersifat historis, peristiwa yang telah diumumkan tetapi belum terlaksana, serta prediksi tentang informasi kedepannya. (Hartono, 2017).

Harga sekuritas dan informasi memiliki hubungan yang digunakan untuk mengukur pasar efisien secara informasi. Adapun bentuk-bentuk dari efisiensi pasar yaitu efisiensi pasar atas dasar ketersediaan informasi serta efisiensi pasar atas dasar kemampuan investor dalam pengambilan keputusan berdasarkan pada informasi yang ada. Efisiensi pasar berdasarkan pada informasi yang tersedia adalah efisiensi pasar secara informasi (*informationly efficient market*). Kemudian efisiensi pasar atas dasar pada kemampuan investor dalam pengambilan keputusan adalah efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*) (Hartono, 2017).

Dalam efisiensi pasar secara informasi (*informationly efficient market*) dibagi menjadi tiga bentuk pasar efisiensi, yaitu sebagai berikut: (Rizal, 2017)

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

Efisiensi pasar bentuk lemah merupakan pasar yang menggambarkan informasi masa lalu atau informasi yang telah terjadi terhadap harga dari sekuritas. Pasar efisiensi bentuk lemah memiliki kaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa tidak ada hubungannya antara nilai saat ini dengan data masa lalu. Sehingga apabila pasar dengan efisiensi bentuk lemah untuk mendapatkan *abnormal return*, investor tidak dapat menggunakan informasi dari data masa lalu.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*)

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan pasar yang harga-harga sekuritasnya mencerminkan seluruh informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan seperti informasi pada laporan keuangan perusahaan. Adapun informasi yang dipublikasikan dapat berupa informasi yang dapat memengaruhi harga sekuritas pada perusahaan yang menerbitkan informasi, memengaruhi

harga sekuritas sejumlah perusahaan, serta dapat memengaruhi harga-harga sekuritas seluruh perusahaan yang terdaftar di bursa efek.

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

Efisiensi pasar bentuk kuat merupakan pasar yang mencerminkan seluruh informasi yang ada termasuk informasi yang bersifat pribadi pada harga-harga sekuritas. Oleh karena itu apabila suatu pasar efisiensi bentuk kuat maka investor tidak akan mendapatkan *abnormal return*.

Menurut Fama, efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*) adalah salah satu efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*). Perbedaannya, apabila dalam efisiensi pasar secara informasi hal yang dipertimbangkan adalah ketersediaan informasi, namun pada efisiensi pasar secara keputusan terdapat dua faktor yang menjadi pertimbangan yaitu ketersediaan informasi serta kemampuan investor. Sehingga efisiensi pasar secara keputusan lebih tinggi dibandingkan dengan efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Hartono, 2017).

Suatu informasi yang relevan terhadap pasar modal akan menentukan bentuk dari efisiensi pasar yang akan digunakan untuk mempertimbangkan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor. Efisiensi pasar setiap negara berbeda-beda yang berkaitan dengan kondisi dan situasi di masing-masing negara. Bursa Efek Indonesia menurut Hartono (2017) merupakan pasar modal dengan bentuk setengah kuat (*semi strong form*) karena nilai dan harga sekuritasnya secara penuh pada pasar mencerminkan suatu informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan dan terpengaruh oleh informasi peristiwa yang diberitakan (Akbar, 2019).

Dalam penelitian ini akan melakukan pengujian terhadap salah satu bentuk dari efisiensi pasar yaitu efisiensi pasar berdasarkan informasi. Pasar dikatakan efisien secara informasi apabila harga pada sekuritasnya mencerminkan seluruh informasi

yang relevan. Jika terdapat *abnormal return*, maka pasar yang efisien akan bereaksi dan membuat harga keseimbangan yang baru (Setyawasih, 2007).

3. Pasar Modal

Pasar modal berdasarkan pada Undang-Undang Pasar Modal No 8 Tahun 1995 merupakan kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek pada perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkan, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Pasar modal juga dapat diartikan sebagai sarana untuk mendapatkan pendanaan berupa modal bagi perusahaan serta sebagai sarana untuk melakukan investasi. Selain itu, pasar modal juga memiliki arti sebagai kegiatan yang berhubungan pada efek. Efek merupakan surat berharga yang bisa berupa saham, tanda bukti utang, obligasi, surat pengakuan hutang, unit penyertaan investasi, surat berharga komersial, kontrak berjangka atas efek, serta setiap derivatif dari efek. Adapun penyelenggara kegiatan yang mempertemukan penawaran dan permintaan efek disebut bursa efek (Octafilia, 2016).

Keberadaan pasar modal memiliki peran yang penting bagi perekonomian suatu negara. Fungsi dari pasar modal adalah sebagai berikut: (Yenni, 2015)

a. sumber penghimpun dana

Pasar modal juga berfungsi seperti halnya bank yaitu sebagai sumber penghimpun dana. Jumlah dana milik masyarakat yang dihimpun di pasar modal dipengaruhi oleh perkembangan pasar modal. Apabila pasar modal tersebut termasuk pasar yang maju, maka jumlah dana dari masyarakat yang dihimpun akan lebih banyak.

b. alternatif investasi bagi pemilik dana

Sebagai pemilik dana, investor bisa memindahkan dana yang dimilikinya dari perusahaan satu ke perusahaan yang lainnya, yang dianggap lebih menguntungkan dari investasi yang dilakukannya.

c. pendorong perkembangan investasi

Pasar modal bisa membantu pemerintah untuk memobilisasi dana yang dimiliki oleh masyarakat. Pemilik dana dalam melakukan investasi di pasar modal akan terus menambahkan dana investasinya pada perusahaan yang akan menerima modal dari investor supaya dapat mengembangkan usaha yang dimilikinya yaitu dengan cara menambah alat-alat baru sehingga akan membutuhkan tenaga kerja baru. Fungsi pasar modal yang strategis sehingga pasar modal memiliki peran yang penting. Di negara yang pasar modalnya maju, pasar modal digunakan sebagai salah satu pelaksanaan kebijakan moneter. Selain itu, di negara yang maju hingga negara yang berkembang, pasar modal berperan sebagai agen pembangunan yang artinya menjadi alat mobilisasi dana dalam perekonomian domestik maupun luar negeri.

d. sebagai peningkatan pendapatan bagi negara

Pasar modal dapat mendorong perkembangan investasi pada setiap perusahaan. Perusahaan dengan usaha yang berskala besar serta bersifat strategis, dengan adanya pasar modal maka akan meningkatkan kapasitas usahanya sehingga akan meningkatkan volume penjualan dan pendapatan yang diperoleh. Apabila kapasitas usaha perusahaan semakin besar maka akan membutuhkan modal sehingga pemerintah akan membantu dalam mobilisasi dana masyarakat dan penambahan penyerapan tenaga kerja, kenaikan pendapatan, dan pajak bagi negara.

Ada beberapa faktor yang memengaruhi keberhasilan pasar modal, diantaranya yaitu sebagai berikut: (Rizal, 2017)

a. *Demand* Sekuritas

Pasar modal tidak dapat berjalan apabila tidak ada permintaan dari masyarakat. Banyaknya permintaan diantaranya berkaitan dengan banyaknya dana yang dimiliki masyarakat untuk membeli sekuritas yang ditawarkan.

b. *Supply* Sekuritas

Pada faktor ini berarti perusahaan yang bersedia untuk menjadi emiten pada pasar modal harus banyak dan prospektif bagi investor. Selain itu perusahaan yang akan mencatatkan namanya di pasar modal harus memenuhi persyaratan yang sudah ditetapkan.

c. Kondisi Ekonomi dan Politik

Secara tidak langsung faktor ekonomi dan politik memengaruhi pasar modal. Kestabilan politik akan berpengaruh pada kondisi ekonomi yang kemudian akan berdampak pada penawaran serta permintaan pada sekuritas.

d. Masalah Hukum dan Peraturan

Informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan yang menerbitkan sekuritas menjadi informasi dasar yang sangat diandalkan oleh investor. Sehingga, informasi memerankan bagian yang penting untuk investor dan untuk melindungi investor dari informasi yang tidak benar maka dibutuhkan suatu hukum dan atau peraturan.

e. Untuk mendukung aktivitas transaksi perdagangan di pasar modal dapat dilaksanakan secara efisien, maka dibutuhkan suatu lembaga yang dapat mengatur serta mengawasi kegiatan di pasar modal.

Pasar modal berdasarkan jenisnya di bagi menjadi dua bagian, yaitu pasar primer serta pasar sekunder. (Kusuma, 2017)

a. Pasar Primer (*Primary Market*)

Pasar primer atau pasar perdana merupakan penawaran pertama atas efek oleh emiten sebelum efek tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Pada pasar primer, harga saham ditentukan berdasarkan pada analisis fundamental perusahaan yang dilakukan oleh perusahaan yang bersangkutan bersama dengan penjamin emisinya. Harga saham pada pasar perdana adalah tetap.

b. Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Tempat transaksi saham antara pelaku pasar setelah melakukan penawaran di pasar primer atau setelah saham tersebut *listing* dalam bursa efek dan dapat ditransaksikan terjadi di pasar sekunder. Pada pasar sekunder, harga saham akan lebih fluktuatif dan transaksi bisa dilakukan selama jam perdagangan di bursa.

4. Pasar Modal Syariah

Di Indonesia, pasar modal syariah diawali dari PT Danareksa Investment Management yang menerbitkan Reksadana Syariah perdana pada tanggal 3 Juli 1997. Pasar modal syariah merupakan pasar yang dalam menjalankan seluruh mekanisme kegiatannya yang berhubungan dengan emiten, jenis efek yang diperdagangkan, serta mekanisme perdagangan yang dilakukan berdasarkan pada prinsip-prinsip syariah. Kemudian yang dimaksud efek syariah yaitu efek yang seperti diartikan dalam peraturan perundang-undangan tentang pasar modal dimana akad, pengelolaan perusahaan serta cara penerbitannya sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia No.40/DSN-MUI/X/2003 terkait Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah, yang dimaksud dengan efek-efek syariah yaitu efek

yang mencakup atas saham syariah, reksadana syariah, kontrak investasi kolektif efek dengan agunan aset syariah, serta surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah (Refiendy, 2009).

Transaksi jual-beli efek dalam pasar modal syariah diatur dan dijelaskan dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek. Berdasarkan pada fatwa tersebut, maka mekanisme transaksi perdagangan saham secara syariah yaitu sebagai berikut:

- a. Efek yang diperdagangkan di pasar reguler bursa efek menggunakan perjanjian jual beli (*bai'*)
- b. Transaksi efek yang dilakukan sesuai dengan prinsip syariah seperti efek yang bersifat ekuitas
- c. Penjualan efek yang dilakukan oleh pembeli dilakukan setelah transaksi terjadi, meskipun *settlement* terjadi dua hari kemudian (T+2)
- d. Dalam melakukan tawar menawar efek syariah menggunakan akad *bai' al-musawamah* dengan demikian harga yang telah disepakati membentuk harga yang wajar sehingga mekanismenya dapat terjadi secara berkesinambungan
- e. Beban (*ujrah*) dalam setiap jasa yang dilakukan dalam penyelenggaraan transaksi perdagangan efek syariah yang berupa ekuitas dapat dibebankan oleh SRO
- f. Dalam melakukan transaksi tidak diizinkan untuk melakukan hal-hal yang melanggar prinsip syariah, seperti menggunakan *margin trading* dan melakukan *short selling*.

5. Jakarta Islamic Index (JII)

Indeks saham syariah di Indonesia yang paling likuid yaitu pada *Jakarta Islamic Index* (JII). Indeks JII pertama kali diterbitkan tanggal 3 Juli 2000 yang terdiri dari 30 saham syariah paling likuid yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Setiap enam bulan sekali atau setahun dua kali yaitu pada bulan Mei dan November, dilakukan evaluasi terhadap saham-saham syariah yang terdaftar di indeks JII dengan mengikuti jadwal dari Daftar Efek Syariah oleh Otoritas Jasa Keuangan. Dalam menentukan dan menyeleksi saham syariah yang konsisten di JII dilakukan oleh Bursa Efek Indonesia. Tujuan dari dibentuknya indeks JII adalah membantu investor yang ingin menginvestasikan dana yang dimilikinya agar sesuai syariah. Sehingga dibentuknya indeks JII, pemilik modal dapat memilih akan melakukan investasi pada saham-saham yang syariah dan paling likuid (IDX, 2020).

Adapun dalam menentukan seleksi saham syariah yang tercatat di daftar indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) yaitu dengan menggunakan kriteria seperti berikut ini: (OJK, 2020)

- a. Emiten tidak melakukan kegiatan usaha sebagai berikut:
 - 1) perjudian dan permainan yang tergolong judi
 - 2) perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa serta perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu
 - 3) jasa keuangan ribawi, santara lain bank berbasis bunga dan perusahaan pembiayaan berbasis bunga
 - 4) jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maysir*), antara lain asuransi konvensional

- 5) memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan barang/jasa haram zatnya, barang/jasa haram bukan karena zatnya yang ditetapkan oleh DSN MUI, serta barang/jasa yang merusak moral dan/atau bersifat mudarat
 - 6) melakukan transaksi yang mengandung unsur suap
- b. Emiten memenuhi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:
- 1) total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45%
 - 2) total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10%

Dalam melakukan seleksi terhadap 30 saham syariah pada indeks JII menggunakan mekanisme yaitu sebagai berikut: (IDX, 2020)

- a. Saham syariah tersebut tercatat dalam enam bulan terakhir pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)
- b. Dari daftar saham-saham syariah di ISSI, kemudian ditunjuk 60 saham syariah yang memiliki nilai rata-rata kapitalisasi pasarnya paling tinggi dalam satu tahun terakhir
- c. Berdasarkan nilai rata-rata transaksi harian di pasar reguler, kemudian dipilih 30 saham dengan nilai transaksi tertinggi. Sehingga 30 saham yang terpilih tersebut menjadi saham yang tercatat di indeks *Jakarta Islamic Index* (JII).

6. Studi Peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa atau *event study* merupakan salah satu metodologi penelitian yang digunakan untuk mengukur dampak dari suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan, yang biasanya dicerminkan dari harga serta volume transaksi sahamnya.

Studi peristiwa digunakan untuk melakukan penelitian di bidang keuangan hingga akuntansi dengan peristiwa yang beragam, seperti penerbitan saham baru, merger dan akuisis, dan lain sebagainya. Untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa yang dipublikasikan, studi peristiwa digunakan sebagai metodologi untuk menguji efisiensi pasar secara informasi bentuk setengah kuat. Adanya reaksi yang ditunjukkan pada harga saham atas suatu informasi menunjukkan hubungan antara studi peristiwa dengan efisiensi pasar. Jika informasi itu adalah berita yang positif maka akan mengakibatkan harga saham mengalami kenaikan, namun jika informasi yang ada merupakan berita yang negatif maka harga saham akan berubah menjadi turun (Setyawasih, 2007).

Studi peristiwa meneliti reaksi pasar karena adanya sebuah peristiwa. Reaksi pasar merupakan sebuah tanggapan oleh pasar karena adanya suatu informasi yang dapat mengakibatkan terjadinya perubahan pada pasar khususnya pasar modal. Adapun informasi tersebut dapat diperoleh melalui pihak internal perusahaan maupun pihak eksternal. Apabila suatu peristiwa memiliki muatan informasi, maka pasar akan memberikan reaksinya atas peristiwa tersebut. Sebuah peristiwa dapat dikategorikan menjadi peristiwa yang mengejutkan atau suatu yang tidak diharapkan terjadi. Semakin besar kejutannya, maka pasar juga akan menunjukkan reaksi yang semakin besar yang dapat ditunjukkan dari adanya perubahan harga pada sekuritas yang berkaitan. Untuk mengukur reaksi pasar dilakukan dengan menggunakan *return* sebagai nilai dari perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Apabila pada pasar terdapat *abnormal return* karena adanya suatu peristiwa yang terjadi, maka peristiwa tersebut memiliki kandungan informasi. Namun jika tidak memberikan *abnormal return*, artinya tidak ada kandungan informasi dalam peristiwa tersebut (Wijaya, 2019).

Terdapat tiga asumsi dasar dalam melakukan penelitian dengan menggunakan metode studi peristiwa, yaitu sebagai berikut: (Swastika, 2012)

a. Asumsi efisiensi pasar

Peristiwa-peristiwa yang menyebabkan suatu pasar menjadi pasar yang efisien yaitu sebagai berikut:

- 1) Investor merupakan pihak yang menerima harga (*price taker*) artinya investor tidak bisa mempengaruhi harga karena harga sebuah sekuritas ditentukan oleh banyaknya *supply* dan *demand* investor.
- 2) Investor secara bersama-sama bisa mendapatkan informasi yang ada secara umum serta dengan harga yang murah.
- 3) Informasi dihasilkan secara acak, artinya waktu suatu emiten dalam memberikan pengumuman tidak dapat diprediksi oleh pelaku pasar.
- 4) Investor akan memberikan reaksi atas informasi yang penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas akan mengalami perubahan sesuai dengan informasi tersebut untuk membentuk harga keseimbangan baru. Sehingga suatu pasar disebut efisien apabila waktu dalam penyesuaian harga keseimbangan baru dilakukan secara cepat sesuai dengan jenis informasi yang diterima.

b. Asumsi peristiwa-peristiwa tidak diantisipasi

Dalam melakukan uji untuk mengetahui reaksi pasar atas sebuah peristiwa, maka perlu diasumsikan bahwa peristiwa tersebut sebelumnya belum dan tidak diantisipasi, dengan demikian reaksi pasar menunjukkan hasil dari peristiwa tersebut. Apabila suatu peristiwa sebelumnya sudah diantisipasi, maka sebelum pengumuman peristiwa tersebut terjadi pasar sudah menunjukkan reaksinya.

c. Asumsi tidak terdapat efek-efek pengganggu

Pada asumsi ini berkaitan dengan tidak adanya peristiwa lain yang akan mengakibatkan adanya reaksi pasar diluar peristiwa. Jika pada saat peristiwa dalam penelitian secara bersamaan terdapat peristiwa lainnya, maka reaksi pasar yang ditunjukkan dapat terjadi akibat dari peristiwa lainnya tersebut. Sehingga untuk memastikan reaksi pasar terjadi karena peristiwa yang diteliti, maka tidak boleh ada peristiwa lain yang terjadi selama periode pengamatan. Peristiwa-peristiwa lain tersebut disebut peristiwa pengganggu (*confounding event*).

7. Return Tak Normal (*Abnormal Return*)

Return tak normal atau *abnormal return* yaitu kelebihan dari return yang sesungguhnya terhadap return normal. Return tak normal juga dapat diartikan sebagai selisih antara return sesungguhnya (*actual return*) dengan return yang diharapkan (*expected return*). Jika return yang diperoleh lebih besar daripada return yang diharapkan, maka perbedaan return akan memiliki nilai yang positif serta sebaliknya jika return yang diperoleh lebih kecil daripada return yang diharapkan maka return akan memiliki nilai yang negatif (Hartono, 2017).

Return merupakan keuntungan akan didapatkan oleh investor dari instrumen investasi seperti saham. Return sesungguhnya (*actual return*) merupakan selisih antara harga sekarang dengan harga sebelumnya. Return sesungguhnya atau return realisasi akan dihitung berdasarkan pada data historis harga saham. Return sesungguhnya memiliki peran yang penting untuk mengukur kinerja perusahaan serta menjadi dasar penentuan return dan risiko pada masa yang akan datang. Investor dalam melakukan investasi harus menghadapi adanya ketidakpastian antara return yang akan diperoleh dan risiko dari investasi yang dilakukannya. Apabila

return yang diharapkan semakin besar maka risiko yang akan dihadapinya juga semakin besar (Wijaya, 2019).

Return harapan (*expected return*) yaitu keuntungan yang diharapkan oleh pelaku pasar untuk diperoleh saat melakukan investasi pada masa yang akan datang dan harus di estimasi. Ada tiga bentuk dalam melakukan estimasi pada *expected return*. Ketiga modal estimasi yang dimaksud yaitu model sesuaian rata-rata (*mean-adjusted model*), model pasar (*market model*), serta model sesuaian pasar (*market adjusted model*) (Hartono, 2017).

a. Model Sesuaian Rata-rata (*Mean Adjusted Model*)

Return yang diharapkan pada model sesuaian rata-rata (*mean adjusted model*) dianggap memiliki nilai yang tetap yaitu sama seperti nilai rata-rata pada *actual return* sebelumnya selama periode estimasi. Periode estimasi merupakan periode sebelum periode peristiwa (*event period*) terjadi atau disebut dengan jendela peristiwa (*event window*) dan periode pengamatan.

$$E(R_{it}) = \frac{\sum Rit}{t}$$

Notasi:

$E(R_{it})$: keuntungan yang diharapkan (*expected return*) pada sekuritas ke-i pada waktu t

R_{it} : return sesungguhnya pada sekuritas ke-i pada waktu t

t : periode estimasi (*estimation period*)

b. Model Pasar (*Market Model*)

Return harapan dalam model pasar diperoleh dengan melakukan perhitungan dalam dua tahapan, yaitu pertama dengan membuat model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama *estimation period*,

selanjutnya dari model estimasi tersebut kemudian untuk membuat estimasi *expected return* pada periode pengamatan. *Market modal* bisa dibuat dengan menggunakan regresi OLS (*Ordinary Least Square*) yaitu menggunakan model persamaan berikut ini:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

Notasi:

$E(R_{it})$: keuntungan yang diharapkan (*expected return*) sekuritas ke-I pada *estimation period t*

α_i : intercep pada sekuritas ke-i

β_i : beta pada sekuritas ke-i

R_{mt} : return pasar pada *estimation period t*

ϵ_{it} : kesalahan residu sekuritas ke-i pada *estimation period t*

c. Model Sesuaian Pasar (*Market Adjusted Model*)

Dalam melakukan estimasi return sekuritas dengan model sesuaian pasar menggunakan return indeks pasar yang dianggap sebagai return ekspektasi. Oleh karena itu, periode estimasi tidak diperlukan dalam membangun model estimasi karena dianggap sama seperti return pada pasar.

$$E[R_{i,t}] = R_{M,t}$$

Notasi:

$E[R_{i,t}]$: return harapan (*expected return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa t

$R_{M,t}$: return pasar sekuritas ke-i pada periode peristiwa t

8. Trading Volume Activity (TVA)

Trading Volume Activity (TVA) yaitu indikator yang digunakan untuk melihat dan mengukur reaksi pasar terhadap suatu peristiwa atau pengumuman yang terjadi. Adapun parameter yang digunakan yaitu dengan melihat volume transaksi perdagangan saham pada pasar modal. *Trading volume activity* merupakan penjualan dari setiap transaksi pada saham dalam waktu tertentu. Dengan adanya informasi yang beredar, maka akan mempengaruhi penawaran dan permintaan saham sehingga menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi pergerakan harga saham. TVA juga digunakan sebagai salah satu indikator yang digunakan dalam mengukur likuiditas saham. Jika suatu transaksi perdagangan saham lebih besar daripada saham yang diterbitkan oleh perusahaan, maka saham tersebut semakin likuid dengan demikian volume perdagangan saham mengalami kenaikan (Suganda, 2018).

Keputusan investasi yang dilakukan investor dapat dicerminkan dari adanya perubahan pada volume transaksi perdagangan saham di pasar modal. Jika pasar memberikan reaksi dari sebuah informasi atau peristiwa, maka aktivitas perdagangan saham di pasar modal juga akan mengalami perubahan. Untuk mengetahui nilai dari *trading volume activity* didapatkan dengan membandingkan antara jumlah saham yang diperdagangkan selama periode pengamatan dengan jumlah keseluruhan saham perusahaan yang beredar pada periode yang sama (Wijaya, 2019).

B. TELAAH PUSTAKA

Pada penelitian yang dilaksanakan oleh Sihotang dan Mekel (2015) tentang reaksi pasar modal terhadap pemilihan umum presiden tanggal 9 Juli 2014 di Indonesia dengan studi kasus pada perusahaan konstruksi, infrastruktur dan utilitas di BEI

menggunakan metode penelitian studi peristiwa (*event study*). Adapun hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa *abnormal return* sebelum dan sesudah pemilihan umum presiden tidak terdapat perbedaan. Kemudian untuk *trading volume activity* sebelum dan sesudah pemilihan umum presiden hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah pengumuman tersebut (Sihotang & Mekel, 2015).

Octafilia (2016) melakukan penelitian yang mengkaji tentang dampak dari pemilihan presiden Republik Indonesia pada tahun 2014 terhadap *abnormal return* serta *trading volume activity* pada Bursa Efek Indonesia untuk saham-saham di indeks Kompas 100 dengan menggunakan metodologi studi peristiwa (*event study*). Adapun dari penelitian tersebut hasilnya menunjukkan bahwa untuk peristiwa pemilihan, pengumuman hasil, penetapan hasil pemilu, serta pelantikan presiden pada tahun 2014 tidak signifikan atas *abnormal return* serta *trading volume activity*, namun *abnormal return* di saat pelantikan menunjukkan hasil yang signifikan (Octafilia, 2016).

Penelitian dari Hasib dkk. (2017) tentang efek dari perubahan Kabinet Kerja II terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity* pada perusahaan yang tercatat di *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan metodologi studi peristiwa. Adapun berdasarkan pada penelitian yang dilakukan tersebut hasilnya menunjukkan bahwa terdapat reaksi atau pengaruh terhadap *abnormal return* serta *trading volume activity* sebelum dan sesudah terjadinya pengumuman pergantian kabinet yang kedua (Hasib dkk., 2017).

Penelitian yang dilakukan oleh Faith dan Nafiah (2019) tentang efek dari ramadan pada perusahaan di *Jakarta Islamic Index* (JII) pada periode 2014-2018 dengan metode studi peristiwa. Adapun dari penelitian tersebut hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang berarti pada *abnormal return* atas peristiwa bulan ramadan periode 2014-2018. Namun pada tahun 2014, 2015, dan 2017 menunjukkan

hasil bahwa terdapat pengaruh yang berarti antara *trading volume activity* terhadap pasar atas peristiwa yang terjadi (Faith & Nafiah, 2019).

Penelitian dari Sukmaningrum dkk. (2019) tentang reaksi pada pasar saham yang tercatat di *Jakarta Islamic Index (JII)* terhadap pengumuman penetapan Gubernur DKI Jakarta tahun 2017 dengan metodologi penelitian studi peristiwa. Adapun penelitian tersebut hasilnya menunjukkan bahwa *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman tidak terdapat perbedaan berarti (Sukmaningrum dkk., 2019).

Penelitian oleh Sutanto dkk. (2019) melakukan penelitian tentang analisa perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* saham sebelum dan setelah Pilkada serentak 9 Desember 2015 dengan metodologi studi peristiwa. Adapun dari penelitian yang telah dilakukan hasilnya menyatakan bahwa *abnormal return* serta *trading volume activity* tidak terdapat perbedaan berarti sebelum dan setelah peristiwa tersebut terjadi (Sutanto dkk., 2019).

Penelitian yang dilakukan oleh Yusrina (2019) tentang analisis perbedaan *average abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan setelah peristiwa deviden tunai di perusahaan yang tercatat pada *Jakarta Islamic Index (JII)* pada periode 2014-2017 yang dalam penelitian tersebut menggunakan metodologi penelitian studi peristiwa. Adapun hasil dari penelitian menyatakan bahwa *average abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman tersebut menunjukkan terdapat perbedaan berarti. Kemudian dalam *trading volume activity* sebelum dan setelah pengumuman tersebut hasilnya menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang berarti (Yusrina, 2019).

Maghfirani (2019) melakukan penelitian tentang analisa reaksi pasar modal pada *Jakarta Islamic Index (JII)* sebelum dan sesudah Pilkada DKI Jakarta 2017 dengan metode penelitian studi peristiwa (*event study*). Berdasarkan penelitian tersebut

hasilnya menunjukkan bahwa *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman tersebut tidak terdapat perbedaan. Kemudian untuk *trading volume activity* pada enam hari sebelum dan enam hari sesudah pengumuman tersebut hasilnya menunjukkan bahwa terdapat perbedaan akibat pengumuman tersebut (Maghfirani, 2019).

Penelitian yang dilakukan oleh Ratnaningsih (2020) tentang *abnormal return*, *trading volume activity*, serta *security return variability* sebelum dan setelah pengumuman hasil pemilu presiden Indonesia pada tanggal 21 Mei 2019 di perusahaan yang tercatat dalam indeks LQ 45 dengan metodologi penelitian studi peristiwa. Adapun dari penelitian tersebut hasilnya menunjukkan bahwa *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman memiliki perbedaan. Kemudian untuk *trading volume activity* sebelum dan setelah pengumuman hasilnya menunjukkan tidak terdapat perbedaan akibat dari pengumuman tersebut. Dan yang terakhir untuk *security return variability* sebelum dan setelah pengumuman juga menunjukkan tidak terdapat perbedaan atas peristiwa tersebut (Ratnaningsih, 2020).

Hafidz dan Isbanah (2020) melakukan penelitian terkait analisis komparatif *abnormal return* serta *trading volume activity* berdasarkan peristiwa politik yaitu pengesahan RUU KPK 2019 dengan menggunakan metodologi penelitian studi peristiwa. Berdasarkan penelitian tersebut hasilnya menunjukkan bahwa peristiwa tersebut tidak memberikan pengaruhnya terhadap *abnormal return* serta *trading volume activity* sebelum dan sesudah adanya peristiwa tersebut (Hafidz & Isbanah, 2020).

C. PENGEMBANGAN HIPOTESIS

1. Hubungan Pemilihan Umum Presiden dan *Abnormal Return*

Studi peristiwa dilakukan untuk mengetahui apakah suatu peristiwa memiliki kandungan informasi serta dapat digunakan untuk melakukan uji efisiensi pasar dengan bentuk setengah kuat. Berdasarkan pada *signaling theory* bahwa setiap peristiwa atau tindakan mengandung informasi yang akan mempengaruhi pasar.

Apabila sebuah peristiwa atau pengumuman memiliki kandungan informasi, pasar akan memberikan *abnormal return* kepada investor, kemudian pasar juga akan memberikan respon dengan adanya perubahan pada harga sekuritas yang berkaitan sebagai bentuk dari reaksi pasar atas suatu informasi (Kusuma, 2017).

Peristiwa politik seperti pemilu presiden di suatu negara menjadi peristiwa berskala nasional yang berpengaruh luas, salah satunya terhadap iklim investasi di Indonesia. Pengumuman hasil pemilu presiden tahun 2019 dipilih sebagai peristiwa yang diteliti karena hasil dari pemilu tersebut akan mempengaruhi reaksi pasar modal apabila hasil dari pengumuman tersebut mengandung informasi. Sehingga jika peristiwa tersebut mempunyai kandungan informasi, maka *abnormal return* akan terjadi dan pelaku pasar akan menerimanya. (Hutami, 2014).

Penelitian terdahulu yang melihat hubungan antara peristiwa dengan *abnormal return* telah dilakukan oleh Sukmaningrum dkk. (2019) dan Ratnaningsih (2020) yang hasilnya menyatakan bahwa sebelum dan sesudah pengumuman terdapat perbedaan *abnormal return*. Maka, dengan dasar teori serta penelitian terdahulu yang telah dijelaskan, maka hipotesis pertama yang diajukan yaitu sebagai berikut:

H₁: Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019

2. Hubungan Pemilihan Umum Presiden dan *Trading Volume Activity*

Selain menggunakan *abnormal return*, indikator lainnya yang dapat digunakan untuk mengetahui reaksi pasar yaitu dengan *trading volume activity*. *Trading volume activity* adalah indikator yang digunakan untuk melihat reaksi pasar berdasarkan pada aktivitas transaksi di pasar modal yang ditunjukkan dengan volume transaksi perdagangan saham di perusahaan yang berkaitan. Indikator ini juga digunakan untuk melihat keputusan pelaku pasar dalam merespon suatu informasi tersebut positif atau negatif yang dilihat dari aktivitas transaksi perdagangan saham. Apabila

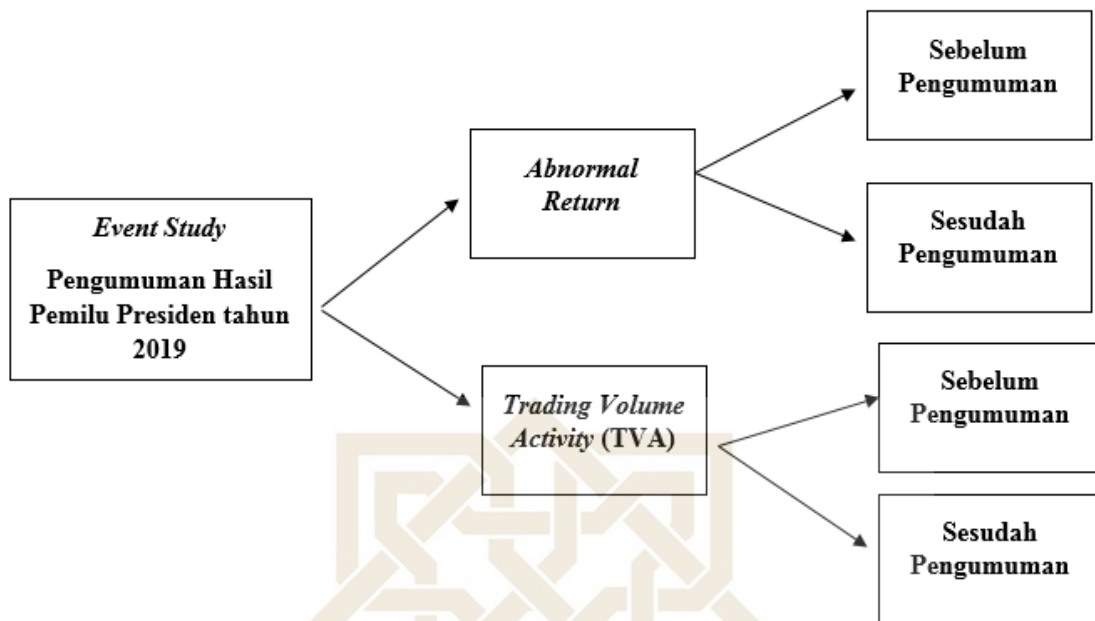
pelaku pasar merespon positif atas peristiwa yang ada, maka permintaan akan saham perusahaan yang bersangkutan menjadi lebih tinggi daripada aksi penawaran saham, dengan demikian volume transaksi perdagangan saham mengalami peningkatan. Sehingga, apabila peristiwa pengumuman hasil pemilu presiden tahun 2019 memiliki kandungan informasi dan investor merespon positif dengan adanya informasi itu, maka aktivitas volume perdagangan saham akan meningkat (Hutami, 2014).

Penelitian terdahulu yang melihat hubungan antara peristiwa dengan *Trading Volume Activity* (TVA) telah dilakukan oleh Hutami (2014), Sihotang dan Mekel (2015), serta Sukmaningrum dkk. (2019) yang hasilnya menunjukkan bahwa sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa, *trading volume activity* memiliki perbedaan. Sehingga berdasarkan teori dan penelitian terdahulu yang telah dijelaskan, maka hipotesis kedua yang diajukan yaitu sebagai berikut:

H₂: Terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019

D. KERANGKA PEMIKIRAN

Kerangka pemikiran merupakan model konseptual tentang bagaimana teori berhubungan dengan berbagai faktor yang telah diidentifikasi sebagai hal yang penting. Dalam menampilkan kerangka pemikiran dapat dalam bentuk deskriptif kualitatif, bentuk bagan ataupun gabungan diantara kedua bentuk tersebut. Berdasarkan telaah pustaka dan analisis pada penelitian terdahulu, maka dapat disusun kerangka penelitian seperti berikut ini: (Sugiyono, 2018)



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian dengan metode penelitian kuantitatif. Penelitian dengan metode kuantitatif merupakan metode penelitian berdasarkan pada filsafat positivisme untuk melakukan penelitian pada suatu populasi atau sampel tertentu, teknik pengambilan sampel, pengumpulan data menggunakan instrumen penelitian, serta analisa data yang bersifat kuantitatif atau statistik, dengan tujuan untuk melakukan uji hipotesis yang sudah ditetapkan (Sugiyono, 2018).

Penelitian yang dilakukan ini merupakan penelitian dengan bentuk studi peristiwa (*event study*) yang merupakan penelitian untuk melihat reaksi pasar sebelum dan sesudah suatu peristiwa terjadi. Peristiwa yang digunakan dalam penelitian ini yaitu pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 yang terjadi pada tanggal 21 Mei 2019. Penelitian yang dilakukan ini akan melihat apakah pengumuman tersebut mengandung informasi dan akan menimbulkan terjadinya reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya perubahan pada harga serta volume transaksi perdagangan saham di pasar modal Indonesia. Adapun pengolahan data menggunakan beberapa *software* seperti Microsoft Excel 2016 dan STATA 14.

B. Populasi dan Sampel

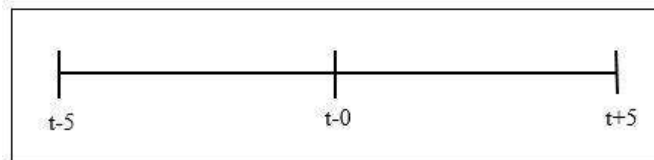
Populasi merupakan kumpulan objek penelitian ataupun data yang akan digunakan untuk penelitian. Menurut Sugiyono (2018), populasi merupakan area generalisasi yang terdiri atas objek yang mempunyai karakter dan kualitas tertentu yang ditetapkan seorang peneliti untuk dipelajari yang kemudian akan ditarik kesimpulannya. Dalam penelitian ini, populasi yang digunakan yaitu saham-saham syariah yang tercatat di indeks *Jakarta*

Islamic Index (JII) untuk periode bulan Desember 2018 – Mei 2019 yang terdiri atas 30 saham syariah.

Sampel merupakan bagian dari populasi yang berfungsi untuk memudahkan penelitian apabila tidak mampu meneliti secara keseluruhan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini diambil dengan teknik pengambilan sampel jenuh atau *total sampling* karena jumlah populasi kurang dari 100. Adapun *total sampling* merupakan salah satu teknik pengambilan sampel yang menjadikan seluruh populasinya sebagai sampel penelitian (Sugiyono, 2018). Sehingga sampel yang digunakan dalam penelitian yang akan dilakukan ini yaitu 30 saham yang tercatat di indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) untuk periode Desember 2018 – Mei 2019. Saham pada periode tersebut dipilih sebagai sampel karena peristiwa yang terjadi pada tanggal 21 Mei 2019, sehingga 30 saham perusahaan yang terdaftar dan digunakan dalam penelitian ini berdasarkan pada pengumuman PT Bursa Efek Indonesia dengan Nomor. Peng-00899/BEI.OPP/11-2018 tentang Pengumuman Perubahan Komposisi Saham dalam Perhitungan *Jakarta Islamic Index*.

C. Periode Pengamatan

Penelitian ini dilaksanakan dengan periode pengamatan (*event period*) selama 11 hari perdagangan di bursa yang terdiri dari 5 hari sebelum peristiwa ($t-5$), 1 hari *event* ($t-0$), dan 5 hari sesudah peristiwa ($t+5$). Dalam menentukan *event period* dalam waktu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah peristiwa dilakukan untuk menghindari adanya peristiwa lain yang dapat memengaruhi penelitian dengan peristiwa yang diteliti. Pengumuman peristiwa terjadi pada tanggal 21 Mei 2019 sebagai $t-0$, sehingga periode pengamatan dari tanggal 14 Mei 2019 sebagai $t-5$ hingga tanggal 28 Mei 2019. Periode estimasi (*estimation period*) tidak digunakan dalam penelitian yang dilakukan ini karena dalam mengestimasi *expected return* model yang digunakan yaitu modal sesuaian pasar (*market adjusted model*) oleh karena itu tidak memerlukan periode estimasi (Darmawan, 2018).



Gambar 3.1 Periode Waktu Penelitian

D. Teknik Pengumpulan Data

Pada penelitian yang akan dilakukan ini, jenis data yang digunakan merupakan data sekunder. Data sekunder merupakan data yang diperoleh secara tidak langsung oleh peneliti yang bersumber dari data penelitian yang sudah diperoleh dan dicatat oleh pihak lain (Supriyanto, 2009). Pada penelitian ini data sekunder yang digunakan berupa data historis dari harga harian saham, jumlah saham yang beredar, serta volume transaksi perdagangan harian saham pada perusahaan yang telah ditetapkan. Adapun data sekunder pada penelitian ini yaitu:

- a. Daftar saham perusahaan yang digunakan sebagai sampel pada penelitian yang terdiri dari 30 saham perusahaan yang terdaftar di indeks JII pada periode Desember 2018 – Mei 2019 yang diperoleh dari Pengumuman Komposisi Saham dalam Perhitungan *Jakarta Islamic Index* No.: Peng-00899/BEI.OPP/11-2018
- b. daftar harga saham harian dan volume transaksi perdagangan saham harian pada perusahaan yang terdaftar pada indeks JII yang diperoleh dari www.idx.com serta www.finance.yahoo.com.

E. Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Beberapa variabel yang digunakan dalam penelitian yang dilakukan ini yaitu sebagai berikut:

1. Return tak normal (*Abnormal Return*)

Return tak normal (*abnormal return*) merupakan selisih antara return sesungguhnya (*actual return*) dengan return yang diharapkan (*expected return*) oleh investor (Hartono, 2017).

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

Notasi:

$AR_{i,t}$: return tak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada *event period* t

$R_{i,t}$: return sesungguhnya (*actual return*) sekuritas ke-i pada *event period* t

$E[R_{i,t}]$: *expected return* sekuritas ke-i pada *event period* t

Return sesungguhnya (*actual return*) merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t atau perbedaan antara harga saham sekarang dengan harga saham sebelumnya (Hartono, 2017).

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Notasi:

$R_{i,t}$: return saham harian sekuritas ke-i pada periode t

$P_{i,t}$: harga saham harian sekuritas ke-i pada periode t

$P_{i,t-1}$: harga saham harian sekuritas ke-i pada periode t-1

Selanjutnya dalam mengestimasi *expected return*, model estimasi yang digunakan yaitu model sesuaian pasar (*market adjusted model*) karena dianggap sebagai penduga yang paling baik dalam mengestimasi return suatu perusahaan yaitu dengan menggunakan return indeks pasar pada saat itu. Adapun *expected return* merupakan return yang diharapkan akan diperoleh investor pada masa yang akan datang sehingga sifatnya belum terjadi. Untuk mendapatkan *expected return* dengan model sesuaian pasar adalah dengan rumus berikut ini (Hartono, 2017):

$$E[R_{i,t}] = RM_{i,t}$$

Notasi:

$E[R_{i,t}]$: return yang diharapkan (*expected return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa t

$RM_{i,t}$: return pasar dari sekuritas ke-i pada periode t

2. *Trading Volume Activity (TVA)*

Trading Volume Activity (TVA) merupakan aktivitas penjualan dari setiap transaksi saham pada waktu tertentu. TVA dihitung dengan cara membandingkan anatar jumlah saham yang diperdagangkan di perusahaan yang bersangkutan dengan jumlah saham yang beredar pada perusahaan tersebut pada periode tertentu (Hutami, 2014).

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

F. Metode Analisis

1. Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk melihat gambaran secara umum dari seluruh data pada variabel yang digunakan dalam penelitian. Dalam penelitian ini analisis deskriptif yang dilihat berupa nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, serta varians. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu dengan teknik analisis berupa studi peristiwa dalam mengolah dan membahas data yang diperoleh. Menurut Elton dan Gruber (2005), dalam studi peristiwa untuk melakukan perhitungan mengikuti prosedur seperti sebagai berikut ini: (Hutami, 2014)

- a. Mengumpulkan perusahaan-perusahaan akan dijadikan sampel
- b. Menentukan tanggal pengumuman yang dijadikan hari ke-0 (t_0)

- c. Menetapkan periode penelitian (*event period*)
- d. Setiap perusahaan yang dijadikan sampel kemudian dilihat return dan aktivitas volume perdagangan selama periode penelitian
- e. Menghitung *abnormal return* setiap perusahaan dari return yang didapatkan
- f. Menghitung *Trading Volume Activity* untuk setiap perusahaan

Setelah diketahui *abnormal return* dan *trading volume activity*, kemudian melakukan analisis deskriptif dengan menentukan tingkat rata-rata (*mean*), standar deviasi, serta varians pada *abnormal return* serta *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman pemilu presiden pada tahun 2019.

2. Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk melakukan pengujian terhadap variabel dalam model penelitian yang digunakan memiliki distribusi yang normal ataupun tidak. Dalam penelitian ini, uji normalitas dilakukan dengan menggunakan uji *Shapiro-Wilk*. Apabila hasil dari uji *Shapiro-Wilk* menunjukkan nilai probabilitasnya lebih dari ($>$) dari tingkat keyakinan yang ditetapkan sebesar 95% atau alpha (α) 5%, maka data memiliki distribusi normal dan apabila nilai probabilitasnya kurang dari ($<$) tingkat signifikansi (5%), maka data tidak berdistribusi normal (Ghozali, 2016).

3. Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk membuktikan kebenaran dari sifat populasi berdasarkan pada data sampel serta untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan antara variabel-variabel tersebut. Pada penelitian ini, pengujian hipotesis dilakukan dalam melihat ada atau tidak perbedaan *abnormal return* serta *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 dengan menggunakan uji *paired sample t test* dan atau uji *Wilcoxon signed rank test*. Kriteria dalam pengujian menggunakan taraf signifikansi 5%, apabila hasilnya menunjukkan nilai probabilitasnya

lebih dari ($>$) 0.05 maka tidak terdapat perbedaan. Namun jika nilai probabilitasnya kurang dari ($<$) 0,05 maka terdapat perbedaan sebelum dan sesudah pengumuman (Ghozali, 2016).

Setelah dilakukan uji normalitas pada data penelitian, maka tahapan selanjutnya yaitu melakukan uji hipotesis dengan ketentuan seperti berikut ini:

- a. Apabila data penelitian terdistribusi normal, maka uji beda rata-rata dua sampel berpasangan menggunakan uji *paired sample t test* yang termasuk dalam uji statistik parametik. Berikut ini merupakan langkah-langkah untuk melakukan uji *paired sample t test* yaitu:
 - 1) Menetapkan taraf signifikansinya yaitu sebesar 5%
 - 2) Membandingkan antara probabilitasnya (p) t-hitung dengan $\alpha=5\%$
 - 3) Melakukan penarikan kesimpulan dari hasil pengujian dengan berdasarkan pada:
 - a) Jika nilai probabilitasnya (p) kurang dari $< 0,05$ maka menolak H_0
 - b) Jika nilai probabilitasnya (p) lebih dari $> 0,05$ maka menerima H_0
- b. Apabila data penelitian tidak terdistribusi normal, maka selanjutnya uji beda rata-rata dua sampel berpasangan yang digunakan yaitu uji *Wilcoxon signed rank test* yang termasuk dalam uji statistik non-parametik. Berikut ini merupakan langkah-langkah untuk melakukan uji *Wilcoxon signed rank test* yaitu:
 - 1) Menetapkan taraf signifikansinya yaitu sebesar 5%
 - 2) Membandingkan probabilitasnya (p) z-hitung dengan $\alpha=5\%$
 - 3) Melakukan penarikan kesimpulan dari hasil pengujian dengan berdasarkan pada:
 - a) Jika nilai probabilitasnya (p) kurang dari ($<$) 0,05 maka menolak H_0
 - b) Jika nilai probabilitasnya (p) lebih dari ($>$) 0,05 maka menerima H_0

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif dalam penelitian memberikan gambaran secara umum dari variabel yang digunakan dalam penelitian. Analisis yang digunakan untuk mendiskripsikan data dalam penelitian ini yaitu dengan nilai rata-rata (*mean*), nilai minimum dan maksimum, serta standar deviasi (Hutami, 2014). Pada tabel 4.1 menampilkan hasil analisis deskriptif untuk *abnormal return* pada seluruh sekuritas yang dijadikan sampel pada penelitian ini.

Tabel 4.1 Hasil Pengujian Statistik Diskriptif *Abnormal Return*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
AR_SEBELUM	5	-0.0024822	0.008325	-0.01153	0.00669
AR_SESUDAH	5	0.0039336	0.003426	0.000252	0.00762

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2021

Pada tabel 4.1 diatas, pada periode sebelum pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 menunjukkan nilai minimum yaitu sebesar -0,01153 serta nilai maksimumnya sebesar 0,00669. Sedangkan untuk periode sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 menunjukkan nilai minimum yaitu sebesar 0,000252 serta nilai maksimum sebesar 0,00762. Selanjutnya untuk hasil nilai rata-rata (*mean*) pada *abnormal return* sebelum pengumuman yaitu

0,0024822 dengan standar deviasi sebesar 0,008325. Standar deviasi diartikan sebagai penyimpangan data, sehingga karena nilai *mean* pada *abnormal return* lebih besar daripada nilai standar deviasinya sebelum pengumuman, maka menunjukkan bahwa data terdistribusi normal. Sedangkan nilai *mean* dan standar deviasi *abnormal return* sesudah pengumuman menunjukkan nilai 0,0039336 dan 0,003426, yang artinya nilai *mean* lebih besar dari nilai standar deviasi sehingga menunjukkan bahwa data terdistribusi normal. Perubahan nilai negatif ke positif pada *mean* sebelum dan sesudah pengumuman dapat berarti terjadi kenaikan return yang diterima oleh investor karena adanya pengumuman tersebut.

Tabel 4.2 Hasil Pengujian Statistik Deskriptif *Trading Volume Activity*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TVA_SEBELUM	5	0.0019225	0.000333	0.00158	0.00243
TVA_SESUDAH	5	0.0022864	0.001873	0.001061	0.00559

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2021

Berdasarkan tabel 4.2 diatas, nilai minimum dan maksimum pada *trading volume activity* sebelum adanya pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 menunjukkan masing-masing sebesar 0,00158 dan 0,00243. Untuk periode sesudah pengumuman, nilai minimum dan maksimum pada *trading volume activity* menunjukkan nilai masing-masing yaitu 0,001061 dan 0,00559. Selanjutnya untuk nilai rata-rata (*mean*) *trading volume activity* periode sebelum adanya pengumuman menunjukkan nilai sebesar 0,0019225 dan nilai standar deviasinya sebesar

0,000333. Sedangkan sesudah pengumuman menunjukkan nilai *mean trading volume activity* yaitu sebesar 0,0022864 dengan nilai standar deviasinya yaitu sebesar 0,001873. Nilai *mean* pada *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman memiliki nilai positif, yang hasilnya menunjukkan peningkatan setelah terjadinya pengumuman tersebut sebesar 0.0003639 yang artinya terjadi peningkatan aktivitas *trading* setelah terjadinya pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019.

B. Analisis Data

1. Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan uji yang dilakukan untuk mengetahui distribusi data yang digunakan dalam penelitian terdistribusi normal atau tidak dan sebagai rangkaian untuk melakukan pengujian selanjutnya. Uji normalitas yang dilakukan sebelum melakukan uji hipotesis untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 pada return tak normal (*abnormal return*) dan *trading volume activity* serta untuk menghindari data bias (Ghozali, 2016).

Uji normalitas dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan program Stata 14 dengan uji *shapiro-wilk*. Uji *shapiro-wilk* dipilih untuk uji normalitas karena uji ini tepat atau efektif untuk sampel yang jumlahnya sedikit yaitu kurang dari 50 (lima puluh) sampel. Adapun tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu 5% (lima persen) atau 0,05. Data dinyatakan normal apabila nilai probabilitas hasil uji *shapiro-wilk* lebih besar dari tingkat signifikansinya. Tabel

berikut menunjukkan hasil dari uji *shapiro-wilk* pada *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019.

Tabel 4.3 Hasil Uji Shapiro-Wilk Abnormal Return

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
AR_SEBELUM	5	0.83971	1.892	0.978	0.16412
AR_SESUDAH	5	0.86654	1.575	0.666	0.2527

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2021

Berdasarkan hasil uji *shapiro wilk* seperti yang ditunjukkan dalam tabel 4.3 untuk *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 menunjukkan bahwa nilai dari probabilitasnya lebih dari tingkat signifikansi (0,05) yaitu sebesar 0,16412 dan 0,2527 sehingga dapat disimpulkan bahwa data pada *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman terdistribusi normal. Sehingga untuk uji hipotesis pada *abnormal return* selanjutnya menggunakan uji *paired sample t-test* (Ghozali, 2016).

Tabel 4.4 Hasil Pengujian Shapiro-Wilk Trading Volume Activity

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
TVA_SEBELUM	5	0.94422	0.659	-0.513	0.69587
TVA_SESUDAH	5	0.70261	3.511	2.319	0.0102

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2021

Tabel 4.4 menunjukkan hasil dari uji *shapiro wilk* pada *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019

yang hasilnya menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebelum pengumuman lebih besar dari tingkat signifikansinya (0,05) yaitu sebesar 0,69587 oleh karena itu data terdistribusi normal. Sedangkan nilai probabilitas sesudah pengumuman menunjukkan nilai kurang dari tingkat signifikansinya yaitu sebesar 0,0102 sehingga data tidak terdistribusi normal. Dengan demikian, berdasarkan hasil uji *shapiro wilk* yang telah dilakukan maka dapat disimpulkan bahwa data pada *trading volume activity* tidak terdistribusi normal. Sehingga untuk uji hipotesis pada *trading volume activity* menggunakan uji *Wilcoxon signed rank test*.

2. Uji Hipotesis

Setelah dilakukan uji normalitas yang hasilnya menunjukkan bahwa data pada *abnormal return* terdistribusi normal sehingga selanjutnya dilakukan uji hipotesis dengan menggunakan uji *paired sample t-test*. Sedangkan untuk uji hipotesis pada *trading volume activity* karena data tidak terdistribusi normal sehingga selanjutnya dilakukan dengan uji *Wilcoxon signed rank test*. Uji hipotesis dilakukan untuk melihat ada atau tidaknya perbedaan pada *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 (Ghozali, 2016).

a. Uji Hipotesis Pertama

Tabel 4.5 merupakan hasil dari uji hipotesis dengan menggunakan uji *paired sample t test* pada *abnormal return* dengan bantuan program Stata 14.

Tabel 4.5 Hasil Pengujian *Paired Sample T-Test Abnormal Return*

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
----------	-----	------	-----------	-----------	----------------------

AR_SEBELUM	5	-0.0024822	0.0037229	0.0083248	-0.0128187	.0078544
AR_SESUDAH	5	0.0039336	0.0015322	0.0034262	-0.0003205	.0081878
diff	5	-0.0064158	0.004864	0.0108752	-0.0199192	.0070875

mean(diff) = mean(AR_SEBELUM-AR_SESUDAH) t = -1.3192
 Ho: mean(diff) = 0 degrees of freedom = 4

Ha: mean(diff) < 0
 Pr(T < t) = 0.1288

Ha : mean(diff) != 0
 Pr(T > t) = 0.2576

Ha: mean(diff) > 0
 Pr(T > t) = 0.8712

Berdasarkan hasil dari uji *paired sample t-test* seperti yang ditunjukkan pada tabel 4.5 dengan interval kepercayaan 95%, nilai t yang diperoleh sebesar -1,3192 dan statistik signifikansi nya dari uji *paired t-test* ($Pr(|T| > |t|)$) yaitu 0,2576. Apabila nilai probabilitasnya (p) lebih besar dari tingkat signifikansinya (α) ($p > \alpha$) maka menerima H_0 dan apabila nilai probabilitas (p) kurang dari tingkat signifikansinya ($p < \alpha$), maka menolak H_0 . Berdasarkan pada tabel 4.5, nilai probabilitasnya lebih dari 0,05 ($p > 0,05$) maka menerima H_0 oleh karena itu hipotesis yang pertama (H_1) yang menyatakan terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 ditolak (Ghozali, 2016).

Berdasarkan pada hasil uji hipotesis yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan pada *abnormal return* sebelum dan sesudah adanya peristiwa pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019. Dengan demikian, dengan adanya peristiwa tersebut tidak menunjukkan pengaruhnya terhadap tingkat return yang didapatkan oleh investor di pasar modal sebelum dan sesudah adanya pengumuman tersebut.

b. Uji Hipotesis Kedua

Tabel 4.6 berikut ini merupakan hasil dari uji *Wilcoxon signed rank test* pada *trading volume activity* dengan menggunakan bantuan program Stata 14.

Tabel 4.6 Hasil Uji Wilcoxon Signed Rank Test pada Trading Volume

		<i>Activity</i>		
Sign		Obs	Sum rank	expected
	positive	4	10	7.5
	negative	1	5	7.5
	zero	0	0	0
	all	5	15	15

unadjusted variance 13.75
 adjustment for ties 0.00
 adjustment for zeros 0.00

adjusted variance 13.75

Ho:

TVA_SEBELUM = TVA_SESUDAH

z = 0.674

Prob > z = 0.5002

Tabel 4.6 merupakan hasil dari uji *Wilcoxon signed rank test* pada *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019. Apabila nilai probabilitasnya lebih dari tingkat signifikansinya ($p > \alpha$) maka menerima H_0 dan apabila nilai probabilitasnya kurang dari atau sama dengan tingkat signifikansinya ($p \leq \alpha$), maka menolak H_0 . Adapun hasil dari uji hipotesis pada *trading volume activity* menunjukkan bahwa dengan interval kepercayaan 95%,

hasil nilai probabilitasnya sebesar 0,5002. Karena hasilnya menunjukkan nilai probabilitasnya lebih besar dari 0,05 ($p > 0,05$) maka menerima H_0 dan hipotesis kedua yang menyatakan terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 ditolak. Sehingga secara statistik tidak terdapat perbedaan pada volume transaksi perdagangan saham sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman tersebut (Ghozali, 2016).

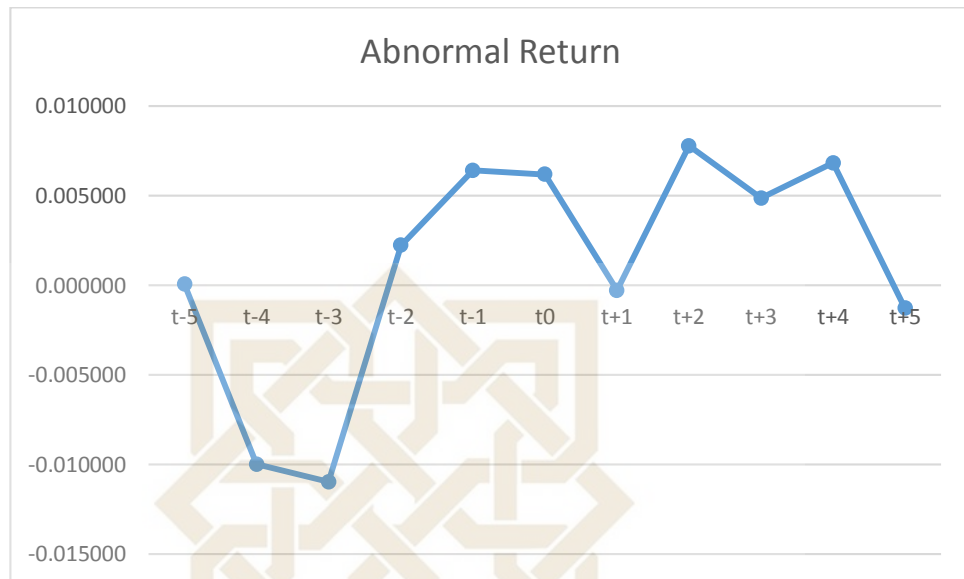
Berdasarkan pada hasil uji hipotesis yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa aktivitas transaksi perdagangan saham tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah adanya pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019. Sehingga peristiwa tersebut tidak menunjukkan pengaruhnya kepada investor dalam melakukan aktivitas perdagangan saham di pasar modal.

C. Pembahasan

Berdasarkan teori sinyal (*signaling theory*) yang prinsipnya menyatakan bahwa setiap sinyal yang diberikan oleh perusahaan ke pasar yang ditunjukkan dalam suatu peristiwa akan mempengaruhi pasar apabila sinyal atau peristiwa tersebut memiliki kandungan informasi. Kemudian dalam studi peristiwa yang melakukan pengamatan tentang harga saham harian pada pasar modal untuk melihat ada atau tidaknya *abnormal return* yang didapatkan oleh pelaku pasar karena terjadinya sebuah peristiwa. Sehingga apabila pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 memiliki kandungan informasi, maka pasar diharapkan akan memberikan reaksinya pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pelaku pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang menandakan bahwa

pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi, dan apabila tidak memberikan *abnormal return* pada pasar maka pengumuman tersebut tidak memiliki kandungan informasi (Kusuma, 2017).

Pada penelitian ini hipotesis kesatu (H_1) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019, hasilnya menunjukkan bahwa berdasarkan uji hipotesis yang telah dilakukan hasilnya menunjukkan bahwa nilai probabilitasnya sebesar 0,2576 lebih dari tingkat signifikansinya ($0,0962 > 0,05$) sehingga berdasarkan hasil dari uji tersebut artinya hipotesis pertama yang diajukan ditolak. Dengan demikian dapat diartikan bahwa reaksi pasar yang dilihat dari *abnormal return* tidak terdapat perbedaan pada saat sebelum dan sesudah adanya peristiwa tersebut dan dapat dikatakan bahwa pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 tidak memiliki kandungan informasi yang dapat menggerakkan pelaku pasar untuk memberikan reaksinya atas pengumuman tersebut.



Sumber: data sekunder yang diolah, 2021

Gambar 4.1 *Abnormal Return*

Gambar 4.1 di atas menunjukkan *abnormal return* di sekitar waktu pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019. Apabila *abnormal return* bernilai positif maka artinya informasi tersebut dinilai baik dan sebaliknya apabila *abnormal return* bernilai negatif maka informasi tersebut dinilai tidak baik. Berdasarkan pada gambar 4.1, pada hari kelima (t-5) sampai hari ketiga (t-3) sebelum pengumuman, menunjukkan nilai *abnormal return* memiliki nilai yang negatif, hal tersebut karena investor melakukan aktivitas untuk mengambil keuntungan (*profit taking*) dan sebagai aksi preventif untuk mencari titik aman sehingga apabila risiko harga saham menurun dapat dihindari. Kemudian dimulai pada t-2 hingga hari pengumuman (t-0), *abnormal return* mulai naik dan bernilai positif, karena investor ingin mencari keuntungan dengan membeli saham pada saat

harga terendah dan akan dijual kembali saat kondisi dinilai sudah maksimal. Hingga satu hari setelah pengumuman ($t+1$), *abnormal return* kembali turun dan bernilai negatif karena investor melakukan aktivitas *take profit*. Hal tersebut karena pada hari itu terjadi aksi demonstrasi di depan kantor Bawaslu. Kemudian setelah adanya pernyataan dari pemerintah bahwa kondisi telah stabil maka pasar merespon dengan kembali melakukan transaksi di pasar modal yang ditunjukkan dengan adanya kenaikan pada $t+2$ dan kembali fluktuatif hingga akhir periode pengamatan.

Berdasarkan pada gambar 4.1, terdapatnya *abnormal return* pada periode sebelum pengumuman dapat diartikan bahwa berdasarkan pada teori hipotesis pasar efisien apabila terdapat *abnormal return* sebelum peristiwa maka terdapat kebocoran informasi. Sehingga pada lima ($t-5$) hingga tiga ($t-3$) hari sebelum pengumuman adanya respon pasar yang negative ditunjukkan dengan nilai *abnormal return* negative diartikan bahwa pasar merespon negative atas informasi yang didapatkannya. Kemudian pada dua ($t-2$) hingga satu ($t-1$) hari sebelum peristiwa, dengan adanya *abnormal return* yang positif diartikan bahwa informasi yang sudah bocor tersebut pasar memberikan respon yang positif (Hartono, 2017).

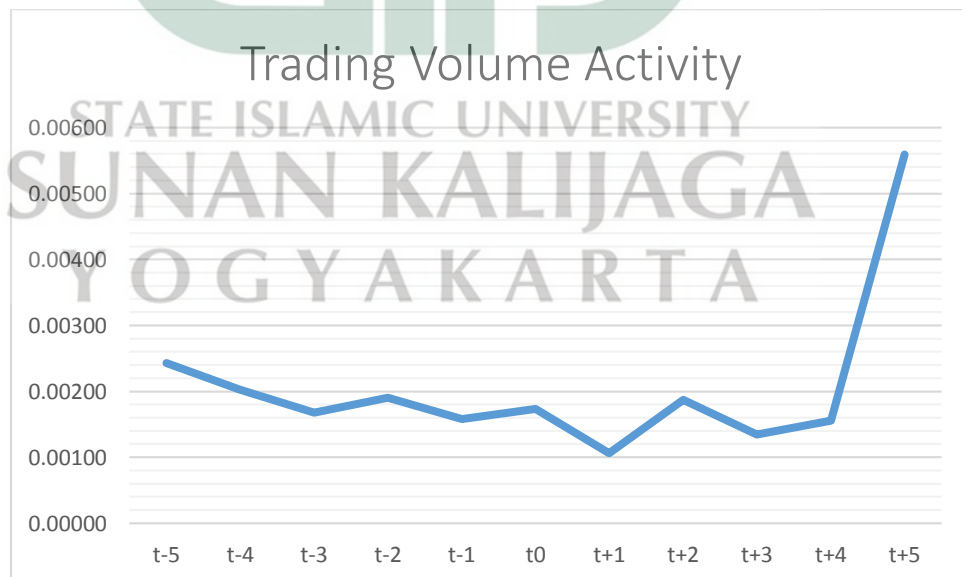
Meskipun terjadi perubahan pada *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa seperti yang ditunjukkan dalam gambar 4.1, namun atas dasar hasil dari uji hipotesis yang dilakukan untuk periode sebelum dan sesudah pengumuman tersebut tidak terdapat perbedaan *abnormal return*. Tidak adanya perbedaan pada *abnormal return* dikarenakan investor masih melihat dan menanti (*wait and see*) perkembangan situasi pasar modal yang terjadi setelah adanya pengumuman hasil

pemilu presiden pada tahun 2019. Selain itu tidak adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman juga terjadi karena pada tanggal 21 – 22 Mei 2019 terjadi demonstrasi di depan kantor Badan Pengawas Pemilu (Bawaslu). Namun setelah adanya pernyataan dari pemerintah bahwa situasi politik dan keamanan dapat dikendalikan sehari setelah terjadinya peristiwa (t2) yang kemudian investor memberikan respon positif sehingga terjadi pergerakan harga saham di pasar modal. Hal tersebut menyebabkan *return* yang didapatkan oleh investor setelah pengumuman tidak jauh berbeda dengan sebelum adanya pengumuman hasil pemilihan presiden pada tahun 2019. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 memiliki kandungan informasi yang ditunjukkan dengan adanya perubahan *abnormal return* yang mencerminkan adanya reaksi pasar meskipun setelah pengumuman tersebut tidak memberikan perbedaan *abnormal return* kepada investor seperti sebelum adanya pengumuman (CNN, 2019).

Selain dilihat dari perubahan harga saham yang ditunjukkan dalam *abnormal return*, reaksi pasar juga dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan aktivitas transaksi perdagangan saham yang terjadi di pasar modal oleh investor. Aktivitas transaksi saham dicerminkan dalam volume perdagangan saham harian yang dilakukan oleh investor. Analisis pada volume transaksi perdagangan saham merupakan salah satu bagian dari analisis teknikal. Aktivitas perdagangan saham dengan jumlah yang tinggi dalam pasar modal diartikan sebagai sinyal bahwa keadaan pasar akan membaik. Apabila volume perdagangan saham mengalami

kenaikan yang disertai dengan adanya peningkatan harga saham menunjukkan tanda bahwa pasar pada kondisi *bullish*. Indikator yang digunakan untuk mengukur volume perdagangan saham adalah *trading volume activity* (Hutami, 2014).

Pada penelitian yang dilakukan ini hipotesis kedua (H_2) yang diajukan mengatakan bahwa terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019, adapun berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilakukan menunjukkan nilai probabilitasnya sebesar 0,5002 yang artinya lebih besar dari nilai signifikansinya ($0,5002 > 0,05$) sehingga dapat diartikan bahwa hipotesis kedua yang diajukan ditolak. Dengan demikian berdasarkan hasil tersebut dapat dikatakan bahwa sebelum dan sesudah adanya pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019, volume transaksi perdagangan saham di pasar modal tidak mengalami perbedaan.



Sumber: Data sekunder yang diolah, 2021

Gambar 4.2 *Trading Volume Activity*

Gambar 4.2 menunjukkan reaksi pasar berdasarkan pada *trading volume activity* di sekitar waktu pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019. Berdasarkan pada gambar 4.2 diatas, *trading volume activity* mendekati pengumuman hingga h+1 pengumuman mengalami penurunan, karena berkaitan dengan adanya demonstrasi di depan Bawaslu (CNN, 2019). Namun setelah adanya pernyataan dari pemerintah bahwa keadaan stabil kemudian volume transaksi di pasar modal mengalami peningkatan dan fluktuatif hingga akhir periode pengamatan.

Berdasarkan pada uji hipotesis yang telah dilakukan hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan volume transaksi saham sebelum dan sesudah adanya pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019. Volume transaksi saham sebelum dan sesudah pengumuman tidak memiliki perbedaan bisa diartikan bahwa pasar tidak menunjukkan reaksi yang signifikan dengan adanya pengumuman tersebut. Hasil ini sama seperti dengan reaksi pasar yang dilihat dari *abnormal return* yang juga menunjukkan bahwa pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 tidak mempengaruhi keputusan investor untuk melakukan investasi sehingga setelah pengumuman tidak menunjukkan perbedaan volume aktivitas transaksi saham seperti sebelum pengumuman.

Pengumuman hasil pemilihan umum presiden pada tahun 2019 oleh KPU lebih memberikan kepastian kepada investor atas presiden dan wakil presiden yang terpilih. Meskipun hasil perhitungan cepat telah menunjukkan kemenangan calon yang sama, akan tetapi hasil tersebut masih dianggap dapat berbeda dengan hasil perhitungan resmi. Selain itu adanya kondisi klaim dari masing-masing calon menjadikan kondisi setelah pemilihan umum menjadi kurang meyakinkan. Oleh karena itu setelah adanya pengumuman resmi oleh KPU, pasar memberikan reaksinya meskipun tidak terlalu signifikan sehingga *return* dan volume transaksi yang dilakukan oleh investor tidak memiliki perbedaan dengan sebelum adanya pengumuman.

Pengumuman atas hasil pemilu presiden tahun 2019 yang dimenangkan oleh Jokowi-Ma'ruf dengan program-program ekonomi yang berencana membangun ekonomi yang lebih kokoh, produktif, mandiri, dan berdaya saing sehingga akan mampu membuka lebih banyak lapangan kerja, menekan tingkat pengangguran terbuka, menurunkan tingkat kemiskinan, serta mengurangi kesenjangan ekonomi. Meskipun dengan program-program ekonomi yang dapat membangun system ekonomi nasional dengan berbasis Pancasila, tetapi dari pengumuman tersebut pasar tidak memberikan respon yang signifikan seperti yang ditunjukkan dengan tidak adanya perbedaan pada *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden tersebut oleh KPU. Tidak adanya perbedaan pada pasar setelah pengumuman tersebut dapat juga diartikan bahwa

pelaku pasar merasa dari program-program tersebut kurang menarik untuk pelaku pasar dan pasar modal Indonesia (CNBC, 2019).

Selain itu, tidak adanya perbedaan pada *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 oleh KPU dapat terjadi karena investor sudah biasa dengan adanya kondisi politik yang ada di Indonesia seperti pemilihan umum yang telah terjadi secara rutin sehingga investor memilih untuk melihat dan menunggu terlebih dahulu. Selain itu para investor juga dapat belajar dari kejadian atau pengalaman yang terjadi sebelumnya sehingga tidak gegabah dalam pengambilan keputusan untuk investasi serta dalam melakukan aktivitas perdagangan saham (Ratnaningsih, 2020).

Hasil dari penelitian ini juga menunjukkan bahwa tidak ada permasalahan untuk mengetahui waktu yang tepat untuk melakukan investasi bagi investor. Oleh karena itu dapat diartikan bahwa tidak adanya perbedaan jika investor melakukan aktivitas perdagangan saham sebelum ataupun sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 sesuai dengan keinginan atau keputusan masing-masing investor. Selain dengan berdasarkan suatu informasi yang beredar, pergerakan harga saham, tingkat pengembalian, dan aktivitas transaksi perdagangan di pasar modal tidak hanya berkaitan dengan suatu peristiwa tertentu. Investor juga mempertimbangkan faktor ekonomi makro lain semacam tingkat inflasi, nilai tukar rupiah, pertumbuhan ekonomi, tingkat suku bunga Bank Indonesia, dan lain sebagainya (Suganda, 2018).

Abnormal return dan *trading volume activity* dalam pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 menandakan bahwa pasar dalam hal ini investor menunjukkan respon atas informasi pengumuman tersebut. Dengan demikian dapat dikatakan penelitian ini mendukung teori efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat (*semi strong information*). Dalam efisiensi pasar pada bentuk ini menggambarkan bahwa pasar yang harga-harga pada sekuritasnya mencerminkan seluruh informasi yang dipublikasikan secara penuh dan investor dapat memperoleh *abnormal return* dari informasi yang tersedia (Hartono, 2017).

Hasil penelitian yang hasilnya menunjukkan tidak adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 didukung oleh penelitian terdahulu yang sudah dilakukan sebelumnya oleh Hutami (2014) yang hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pemilu presiden tahun 2014. Kemudian penelitian lainnya yang dilakukan oleh Sihotang dan Mekel (2015) hasilnya juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pemilu presiden tahun 2014. Serta penelitian yang dilaksanakan oleh Octafilia (2016) yang hasilnya juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* pada peristiwa yang sama.

Kemudian untuk hasil penelitian yang menyatakan tidak adanya perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman hasil pemilu presiden pada tahun 2019 didukung dengan penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Rizal (2017) yang hasilnya menunjukkan bahwa tidak ada perubahan pada *trading*

volume activity karena terjadinya peristiwa politik sebelum dan sesudah adanya peristiwa tersebut. Kemudian penelitian yang telah dilakukan oleh Sukmaningrum dkk. (2019) yang hasilnya juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perubahan *trading volume activity* sebelum dan sesudah peristiwa yang sama. Serta penelitian yang dilaksanakan oleh Ratnaningsih (2020) yang hasilnya menunjukkan bahwa tidak adanya perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah adanya peristiwa yang berkaitan.