

BAB II LANDASAN TEORI

2.1. Kajian Teori

2.1.1. Teori Pasar Efisien

Pasar yang efisien ditandai oleh harga-harga sekuritas yang mencerminkan dengan akurat semua informasi yang tersedia (Fama, 1970). Pada dasarnya, di pasar yang efisien, harga-harga aset keuangan dengan cepat dan akurat merespons informasi baru seiring dengan ketersediaannya. Hal ini berarti bahwa setiap kali ada peristiwa atau informasi baru yang dapat memengaruhi nilai suatu aset, perubahan tersebut akan segera tercermin dalam harga aset tersebut, sehingga sulit bagi investor untuk secara konsisten mengungguli pasar berdasarkan informasi yang sama. Ide ini sering disebut sebagai "*stock prices reflect all available information,*" yang menekankan peran informasi dalam membentuk harga-harga aset dan pengambilan keputusan investasi oleh para pelaku pasar (Malkiel & Fama, 1970).

Menurut Fama (1970) dalam (Hartono, 2017), Fama menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu:

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

Pasar dianggap efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga sekuritas sepenuhnya mencerminkan informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini adalah

data yang telah terjadi. Konsep efisiensi pasar dalam bentuk lemah ini terkait dengan teori langkah acak yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak memiliki korelasi dengan nilai saat ini. Dalam pasar efisien secara bentuk lemah, nilai-nilai masa lalu tidak dapat dipergunakan untuk memprediksi harga saat ini. Hal ini mengimplikasikan bahwa dalam pasar efisien bentuk lemah, investor tidak dapat memanfaatkan informasi masa lalu untuk meraih keuntungan yang tidak normal.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dianggap efisien setengah kuat ketika harga-harga sekuritas sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia secara publik, termasuk informasi yang tercantum dalam laporan keuangan perusahaan emiten.

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

Pasar dianggap efisien dalam bentuk kuat ketika harga sekuritas sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia, termasuk informasi yang bersifat privat. Dalam kondisi pasar efisien seperti ini, tidak ada investor individu atau kelompok investor yang dapat memperoleh keuntungan abnormal karena memiliki akses terhadap informasi privat.

Tujuan dari Fama (1970) dalam membedakan ke dalam tiga macam bentuk pasar efisien adalah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris mengenai efisiensi pasar. Ketiga bentuk pasar efisien ini saling terhubung satu sama lain. Hubungan ketiganya bersifat kumulatif, bentuk lemah merupakan bagian dari

bentuk setengah kuat, dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat.

2.1.2. Pasar Modal

Menurut Hartono (2017), pasar modal adalah tempat di mana perusahaan yang memerlukan dana dapat menjual surat berharga perusahaan kepada investor di pasar modal. Surat berharga yang baru diterbitkan oleh perusahaan dijual dalam pasar primer. Surat berharga baru ini dapat berupa penawaran perdana kepada publik (*initial public offering* atau IPO) atau penawaran surat berharga tambahan setelah perusahaan menjadi publik (dikenal sebagai *seasoned new issues*). Selanjutnya, surat berharga yang telah beredar diperdagangkan di pasar sekunder.

Ada juga dua tipe pasar lain dalam pasar modal, yaitu pasar ketiga (*third market*) dan pasar keempat (*fourth market*). Pasar ketiga adalah pasar perdagangan surat berharga terjadi setelah pasar kedua ditutup. Pasar ketiga dijalankan oleh *broker* atau makelar yang menyatukan pembeli dan penjual setelah pasar kedua ditutup. Pasar keempat, di sisi lain, adalah pasar modal yang melibatkan transaksi antara institusi-institusi besar untuk menghindari komisi yang dikenakan oleh *broker* atau makelar. Pasar keempat umumnya menggunakan jaringan komunikasi untuk memfasilitasi perdagangan saham dalam volume besar (Hartono, 2017).

2.1.3. *Return*

Return merujuk pada keuntungan yang diperoleh dari kegiatan investasi. *Return* dapat dibedakan menjadi dua, yaitu *return* yang diharapkan (*expected return*) dan *return* realisasian (*realized return*) yang sudah terealisasi, yang mencerminkan hasil dari keuntungan investasi (Hartono, 2017). *Return*, dengan kata lain, menggambarkan perbedaan antara hasil investasi yang diperoleh dan jumlah modal yang telah diinvestasikan.

Realized Return mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat diukur dan menjadi dasar untuk menilai keuntungan dan risiko di masa mendatang. Ini diperoleh dengan menghitung selisih antara hasil investasi sebelumnya dengan *return* saham saat ini, kemudian dibagi oleh harga sebelumnya.

Expected Return merupakan perkiraan *return* dan menimbulkan harapan bagi investor mengenai investasi masa depan yang realisasinya tidak pasti. Berbeda dengan *return* sebenarnya yang pasti, *return* investasi ini tidak pasti.

2.1.4. *Abnormal Return*

Abnormal return adalah selisih antara keuntungan aktual yang telah terjadi dengan keuntungan yang diharapkan atau yang belum terjadi (Hartono, 2017). Dengan kata lain, *abnormal return* merupakan hasil aktual yang dikurangi dengan *return* yang diharapkan. Keuntungan dalam konteks ini merujuk pada hasil yang diperoleh dari investasi yang telah dilakukan melalui

pasar modal. Hasil efektif adalah selisih antara harga saham pada saat ini dengan harga pada saat pembelian awal.

Untuk menghitung nilai *abnormal return*, nilai *actual return* dan *expected return* harus diperoleh terlebih dahulu (Suganda, 2018). Ada tiga model yang dapat digunakan untuk mengestimasi *expected return* (Hartono, 2017), yaitu:

1. *Mean-adjusted Model*. Model ini mengasumsikan bahwa *return* yang diharapkan tetap konsisten dan setara dengan rata-rata *return* yang telah terjadi dalam periode estimasi sebelumnya. Periode estimasi biasanya merujuk pada waktu sebelum terjadinya peristiwa tertentu. Sementara itu, periode peristiwa juga dikenal sebagai periode pengamatan atau jendela peristiwa. (*event window*).
2. *Market Model*. Perhitungan *return* yang diharapkan menggunakan model pasar ini melibatkan dua tahap. Tahap pertama adalah membentuk model yang diharapkan dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi. Tahap kedua melibatkan penggunaan model yang telah dibentuk ini untuk mengestimasi *return* yang diharapkan selama periode jendela.
3. *Market-adjusted Model*. Model ini mengasumsikan bahwa penduga terbaik untuk memperkirakan *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat yang bersamaan. Oleh karena itu, model ini tidak memerlukan periode estimasi untuk membangun model estimasi, karena *return* yang diestimasi untuk sekuritas tersebut sama dengan *return* indeks pasar pada saat tersebut.

2.1.5. *Trading Volume Activity*

Trading volume activity atau aktivitas volume perdagangan adalah indikator yang digunakan untuk mengamati dan mengukur reaksi pasar modal terhadap informasi atau peristiwa yang terjadi. Informasi atau peristiwa tertentu dapat memicu pergerakan saham di pasar modal, mempengaruhi penawaran dan permintaan saham (Suganda, 2018). *Trading volume activity* mencerminkan penjualan dari setiap transaksi yang terjadi di bursa saham pada waktu tertentu untuk saham tertentu, dan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi pergerakan saham.

Trading volume activity mengacu pada jumlah sekuritas yang diperdagangkan di pasar keuangan selama suatu periode waktu tertentu (Hartono, 2018). Ini mencerminkan besarnya perubahan volume transaksi dan mencakup berapa banyak saham atau instrumen keuangan lainnya yang diperjualbelikan. *Trading volume activity* sering dianggap sebagai indikator penting untuk mengukur minat dan partisipasi investor di pasar saham.

Tingginya volume perdagangan dapat menunjukkan minat yang kuat dalam suatu saham atau pasar, sementara volume perdagangan rendah dapat mengindikasikan kurangnya minat atau ketidakpastian di kalangan investor. Pedagang dan investor sering menggunakan data volume perdagangan untuk mengidentifikasi tren, mengukur likuiditas pasar, dan membuat keputusan perdagangan.

2.1.6. *Event Study*

Event study adalah metode penelitian yang digunakan untuk menganalisis dampak suatu peristiwa atau pengumuman tertentu terhadap harga saham atau aset keuangan lainnya (Hartono, 2018). Metode ini memungkinkan peneliti untuk memahami bagaimana pasar modal merespons peristiwa tertentu, apakah responsnya positif, negatif, atau netral. Biasanya, penelitian ini melibatkan analisis perubahan harga saham sebelum, selama, dan setelah peristiwa tersebut terjadi. Hasil dari *event study* sering digunakan untuk menilai apakah peristiwa tersebut membawa informasi yang signifikan atau hanya memiliki dampak sementara di pasar.

Event study atau studi peristiwa di pasar modal adalah penelitian empiris yang menganalisis dampak suatu kejadian terhadap pasar modal di suatu negara. Artinya, studi ini bertujuan untuk meneliti bagaimana pasar modal merespons suatu peristiwa. Dalam penelitian pasar modal, khususnya terkait pengujian efisiensi pasar, metodologi studi peristiwa digunakan untuk menguji efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat (*semi-strong form*) (Suganda, 2018).

2.2. Penelitian Terdahulu

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Sari *et al.* (2023) yang berjudul “*Comparative Analysis of Stock Prices, Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return, and Trading Volume Activity in the Indonesia Stock Exchange: An Event Study of the Russia-Ukraine War*”, terdapat perbedaan perbedaan *abnormal return* dan *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa perang Rusia-Ukraina pada sektor energi, serta sektor makanan dan minuman. Penelitian ini mengungkap bahwa peristiwa terkait perang Rusia-Ukraina berdampak pada Bursa Efek Indonesia (IDX), memicu reaksi pasar baik secara langsung maupun berkelanjutan di sektor energi serta sektor makanan dan minuman.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Afdhal *et al.*, (2022) yang berjudul “Dampak Invasi Rusia Terhadap Reaksi Pasar Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Di Indonesia” menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham sebelum dan sesudah invasi Rusia ke Ukraina pada Perusahaan Pertambangan di Indonesia. Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* saham sebelum invasi pada perusahaan pertambangan di Indonesia lebih tinggi dibandingkan rata-rata *abnormal return* saham sesudah invasi dengan nilai mean masing-masing sebesar 0,392 dan 0,098. Hasil ini berarti bahwa reaksi pasar saham yang dihitung dengan *abnormal return* saham yang diperoleh oleh investor lebih sesuai dengan return saham yang diharapkan investor sebelum terjadinya peristiwa invasi Rusia ke Ukraina.

Penelitian yang dilakukan oleh Huka & Kelen (2022) dengan judul “Dampak Invasi Rusia ke Ukraina Terhadap *Average Abnormal Return* Perusahaan Industri Energi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia” menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* saham pada perusahaan sektor industri energi. Huka & Kelen (2022) berpendapat bahwa negara-negara pendukung Ukraina memang melakukan embargo minyak bumi terhadap Rusia, sehingga pasokan minyak bumi berkurang dan menyebabkan harga minyak bumi meningkat. Namun, hubungan bilateral antara Rusia dan Indonesia tetap berjalan baik dan harmonis. Sikap Indonesia dalam menghadapi persoalan invasi Rusia ke Ukraina sesuai dengan sikap politik luar negeri yang bebas dan aktif.

Penelitian Priyambodo & Yunita (2023) yang berjudul “Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Perang Rusia dan Ukraina” membuktikan bahwa terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa perang Rusia dan Ukraina pada perusahaan Sub Sektor Energi Minyak dan Gas Bumi di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, ditemukan indikasi adanya kenaikan rata-rata *trading volume activity* sebelum dan sesudah peristiwa tersebut, yang merefleksikan peningkatan aktivitas jual beli para investor di bursa. Kenaikan rata-rata volume perdagangan saham ini menjadi representasi bahwa peristiwa perang Rusia dan Ukraina memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *trading volume activity* serta menunjukkan bahwa pelaku pasar merespons peristiwa yang terjadi sehingga pasar modal bereaksi.

Berdasarkan penelitian dari Bakhri *et al.* (2022) yang berjudul “Perbedaan *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* Saham LQ-45 Sebelum dan Sesudah

Deklarasi Invasirusia ke Ukraina”, kenaikan *trading volume activity* yang signifikan sesudah deklarasi invasi Rusia ke Ukraina dipicu oleh banyaknya investor yang berminat terhadap saham-saham sektor energi dengan bidang usaha batubara dan migas, dan juga saham- saham sektor non energi yang bergerak di bidang usaha pertambangan dengan produksinya nikel, timah, emas, perak, tembaga dan pulp and paper karena harga komoditas ini terus naik sehingga dinilai memiliki prospek yang bagus ke depannya. Selain itu kenaikan *trading volume activity* pasca deklarasi invasi juga dipicu oleh aksi pelepasan saham oleh investor pemegang saham sektor non energi pada bidang usaha semen, produk makanan olahan, bank, jasa kesehatan, jasa telekomunikasi dan jasa konstruksi karena saham-saham pada bidang usaha ini dinilai kurang memiliki prospek yang bagus ke depan sebagai akibat dampak ekonomi akibat covid-19 belum pulih sepenuhnya sehingga pasar belum bisa optimal menyerap barang atau jasa yang dihasilkan oleh perusahaan pada bidang usaha tersebut.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Kasim *et al.* (2022), terdapat perbedaan yang signifikan dalam *abnormal return* dan *trading volume activity* sebelum dan setelah terjadinya suatu peristiwa. Perubahan dalam aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman atau peristiwa tertentu mengindikasikan respons pasar terhadap informasi yang signifikan.

Berdasarkan penelitian dari Ibrahim & Lasmanah (2022) dan Afdhal *et al.* (2022), terdapat perbedaan yang signifikan dalam *abnormal return* sebelum dan setelah terjadinya suatu peristiwa. Perubahan dalam aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman atau peristiwa tertentu mengindikasikan

respons pasar terhadap informasi yang signifikan. Hasil temuan ini diperkuat dengan hasil dari penelitian Obi *et al.* (2023) dan Evan & Setiawati (2021) yang menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan dalam *abnormal return* sebelum dan setelah terjadinya suatu peristiwa.

Penelitian yang dilakukan oleh Irmayani (2020) menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan setelah terjadinya suatu peristiwa pada sektor *consumer good industry*. Peneliti berpendapat bahwa Bursa Efek Indonesia (BEI) hendaknya memberikan informasi yang lebih transparan dan cepat kepada masyarakat. Hal ini dimaksudkan agar pelaku pasar modal dapat lebih cepat menyesuaikan atau mengantisipasi informasi tersebut dalam transaksi sekuritas mereka.

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Kesimpulan
1	Sari <i>et al.</i> (2023)	<i>Comparative Analysis of Stock Prices, Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return, and Trading Volume Activity in the Indonesia Stock Exchange: An Event Study of the Russia-Ukraine War</i>	Terdapat perbedaan <i>abnormal trading</i> dan <i>trading volume activity</i> yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa Perang Rusia dan Ukraina.
2	Priyambodo & Yunita (2023)	Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Perang Rusia dan Ukraina	Tidak terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa Perang Rusia dan Ukraina, namun

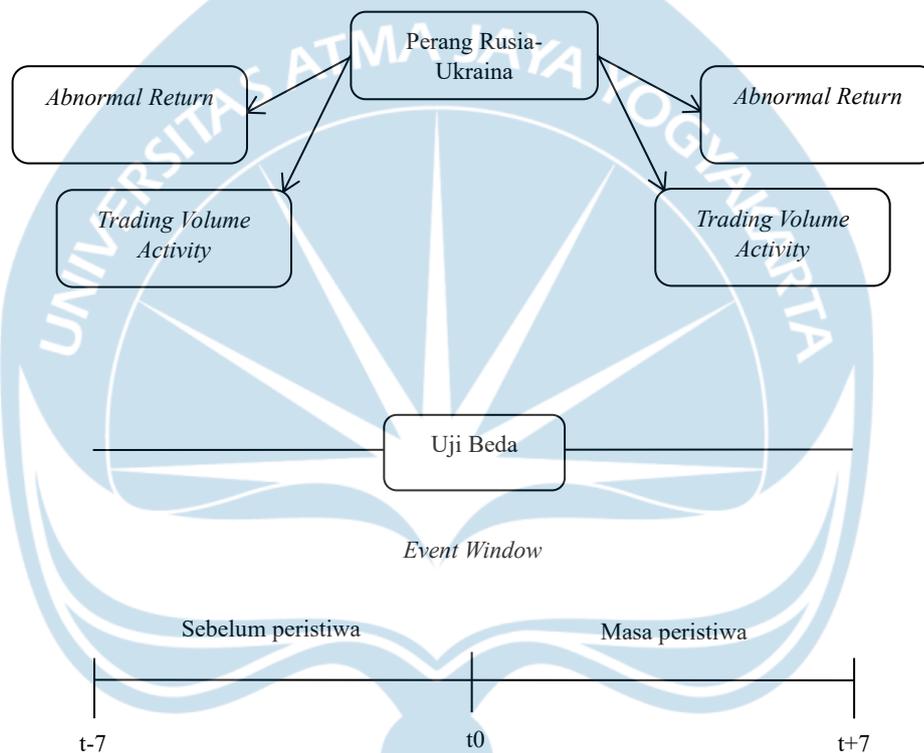
			terdapat perbedaan <i>trading volume activity</i> yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa Perang Rusia dan Ukraina.
3	Huka & Kelen (2022)	Dampak Invasi Rusia ke Ukraina Terhadap <i>Average Abnormal Return</i> Perusahaan Industri Energi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Tidak terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa Perang Rusia dan Ukraina.
4	Bakhri <i>et al.</i> (2022)	Perbedaan Abnormal Return dan Trading Volume Activity Saham LQ-45 Sebelum dan Sesudah Deklarasi Invasi Rusia ke Ukraina	Tidak terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa Perang Rusia dan Ukraina, namun terdapat perbedaan <i>trading volume activity</i> yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa Perang Rusia dan Ukraina.
5	Afdhal <i>et al.</i> (2022)	Dampak Invasi Rusia Terhadap Reaksi Pasar Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Di Indonesia	Terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa Perang Rusia dan Ukraina.
6	Irmayani (2020)	Dampak <i>Pandemic COVID-19</i> Terhadap Reaksi Pasar Pada Sektor <i>Consumer Goods Industry</i> di Bursa Efek Indonesia	Tidak terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> yang signifikan sebelum dan sesudah COVID-19.
7	Ibrahim & Lasmanah (2022)	Analisis Perbandingan <i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i> Sebelum dan	Ada perbedaan yang signifikan dalam <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah

		Sesudah dilakukannya Vaksinasi COVID-19 di Indonesia	vaksinasi COVID-19 di Indonesia.
8	Afdhal <i>et al.</i> (2022)	<i>Do The Covid-19 Pandemic Affect Abnormal Returns of Stocks in Indonesia?</i>	Ada perbedaan yang signifikan dalam <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pandemi COVID-19.
9	Evan & Setiawati (2021)	Analisa Dampak Pengumuman Covid-19 di Indonesia Tahun 2020 Terhadap <i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity Event Study</i> Pada Perusahaan LQ45 di BEI.	Ada perbedaan yang signifikan dalam <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman COVID-19 di Indonesia.
10	Yunus Kasim <i>et al.</i> (2021)	<i>Market reaction to the Covid-19 pandemic: Events study at stocks listed on LQ45 index</i>	Ada perbedaan yang signifikan dalam <i>abnormal return</i> dan aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pandemi COVID-19.

Sumber: Informasi dari berbagai jurnal.

2.3. Kerangka Penelitian

Berdasarkan informasi sebelumnya mengenai dampak suatu peristiwa terhadap *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan sebelum serta sesudah suatu peristiwa, kerangka penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:



Gambar 2.1. Kerangka Penelitian

Penelitian ini menggunakan *market-adjusted model*, model ini hanya menggunakan *event window* sehingga periode estimasi tidak perlu digunakan. Berdasarkan model ini, penelitian hanya menggunakan periode jendela (*windows period*) tanpa menggunakan periode estimasi (*estimation period*). Penelitian ini mengamati pasar saham selama 15 hari, yang terdiri dari 7 hari sebelum peristiwa

terjadi, hari terjadinya perang Rusia-Ukraina, dan 7 hari setelah peristiwa tersebut terjadi. Penelitian ini dilakukan dalam rentang waktu tersebut untuk menghindari *confounding effect*. *Confounding effect* adalah variabel-variabel lain yang tidak diteliti tetapi dapat mempengaruhi hasil penelitian, sehingga menyebabkan interpretasi yang salah terhadap hubungan antara variabel yang sedang dipelajari.

2.4. Hipotesis

2.4.1. *Abnormal Return*

Investor memiliki kecenderungan untuk merespons informasi yang terkandung dalam suatu peristiwa, dan respons ini memiliki potensi untuk memengaruhi perubahan harga saham. Metode penelitian seperti *event study* digunakan untuk memahami reaksi pasar terhadap suatu peristiwa, terlepas dari apakah peristiwa tersebut membawa berita atau tidak. *Abnormal return* adalah indikator respons pasar terhadap peristiwa yang membawa informasi penting. Ketika suatu peristiwa menghasilkan *abnormal return* positif, itu menandakan bahwa pasar menganggap informasi tersebut bernilai. Sebaliknya, jika peristiwa tersebut tidak berdampak signifikan pada *abnormal return*, maka informasinya mungkin dianggap kurang penting.

Penelitian Kasim *et al.* (2022), Obi *et al.* (2023), dan Evan & Setiawati (2021) menggambarkan perbedaan dalam *abnormal return* sebagai akibat dari peristiwa tertentu, mencerminkan variasi dalam cara pasar modal merespons

peristiwa sebagai sumber informasi yang dianggap penting. Berdasarkan penjelasan yang baru saja diuraikan, maka dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1: Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan setelah peristiwa perang Rusia-Ukraina.

2.4.2. *Trading Volume Activity*

Trading volume activity atau aktivitas volume perdagangan yang tinggi pada suatu saham memiliki potensi untuk memengaruhi respon saham terhadap peristiwa terkini. Respon yang cepat ini dapat mengakibatkan peningkatan *return* saham harian dan mingguan dibandingkan dengan saham yang memiliki volume perdagangan yang lebih rendah. Faktor ini disebabkan oleh tingginya minat dan keterlibatan investor dalam perdagangan saham yang memiliki volume tinggi, yang pada gilirannya menciptakan fluktuasi harga yang lebih dinamis.

Menurut Ibrahim & Lasmanah (2022) dan Afdhal *et al.*, (2022), perubahan dalam aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman atau peristiwa tertentu mengindikasikan respons pasar terhadap informasi yang signifikan. Berdasarkan penjelasan yang baru saja diuraikan, maka dapat diajukan hipotesis penelitian selanjutnya:

H2: Terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan setelah peristiwa perang Rusia-Ukraina.

