

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Landasan Teori

##### 2.1.1 Pasar Modal

Secara umum, pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrument keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksa dana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sumber pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain, dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi.

Undang – Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 mendefinisikan pasar modal sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan Perdagangan Efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek. Menurut Keputusan Menteri Keuangan RI No. 1548/KMK/1990, pasar modal adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk didalamnya adalah bank – bank komersial dan semua lembaga perantara di bidang keuangan, serta keseluruhan surat – surat berharga yang beredar.

##### 2.1.2 Bursa Saham

Bursa saham (efek) adalah sebuah pasar yang berhubungan dengan penjualan dan pembelian efek yang telah terdaftar di bursa itu. Bursa efek dibagi menjadi dua bagian utama yaitu pasar primer dan pasar sekunder. Pasar

primer merupakan pasar untuk perusahaan yang baru pertama kali melakukan penerbitan saham, sedangkan pasar sekunder merupakan pasar untuk penjualan dan pembelian efek yang telah beredar (Natalia : 2013).

Undang – undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 yaitu Undang – Undang yang mengatur tentang pasar modal menyatakan bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak – pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka.

### 2.1.3 Saham

Saham merupakan salah satu instrumen keuangan yang paling populer. Menerbitkan saham merupakan salah pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk pendanaan perusahaan. Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas aset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Investor yang melakukan investasi pada saham akan mendapatkan dua jenis keuntungan, yaitu *capital gain* dan dividen. *Capital Gain* adalah selisih antara harga beli dan harga jual. *Capital gain* terbentuk akibat adanya perdagangan saham di pasar sekunder. Dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang

saham dalam RUPS. Dividen terbagi menjadi dua jenis, yaitu dividen tunai dan dividen saham. Dividen tunai yaitu dividen yang diberikan kepada setiap pemegang saham berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham. Dividen saham yaitu dividen yang diberikan kepada setiap pemegang saham berupa sejumlah saham sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang investor akan bertambah dengan adanya pembagian dividen tersebut.

Di sisi lain, saham juga memiliki risiko seperti *capital loss* dan risiko likuiditas. *Capital loss* merupakan kebalikan dari *capital gain*, yaitu suatu kondisi dimana investor menjual saham lebih rendah dari harga beli. Risiko likuiditas dapat diartikan perusahaan yang sahamnya dimiliki mengalami kebangkrutan yang dinyatakan oleh pengadilan atau perusahaan tersebut dibubarkan.

#### 2.1.4 *Return* Saham

Dalam melakukan investasi saham, seorang investor selalu mengharapkan adanya keuntungan. Keuntungan tersebut disebut dengan *return*. *Return* saham adalah tingkat pengembalian yang diterima oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal. Pasar modal tidak menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi para investor. Akan tetapi pasar modal memungkinkan para investor untuk meraih keuntungan lain di luar *return*, seperti dividen, saham bonus, dan *capital gain*.

*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang telah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum

terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi digunakan sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa mendatang. *Return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang dan sifatnya belum terjadi. Sedangkan *return* realisasi adalah *return* yang sifatnya sudah terjadi (Jogiyanto : 2003).

Secara sistematis *return* saham yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{Return saham} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

$P_t$  = harga investasi sekarang

$P_{t-1}$  = harga investasi periode lalu

Investor harus mempertimbangan sisi risiko suatu investasi selain melihat sisi *return* ketika akan membuat keputusan investasi. Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaan yang akan terjadi, hal ini berarti semakin besar risiko investasi tersebut. Pada umumnya risiko terbagi menjadi dua jenis, yaitu risiko umum (*general risk*) dan risiko spesifik (risiko perusahaan). Risiko terdiri dari berbagai sebab, seperti risiko suku bunga, risiko pasar, risiko inflasi, risiko finansial, risiko likuiditas, risiko nilai tukar, dan risiko negara (*country risk*).

### 2.1.5 Volatilitas

Volatilitas adalah pengukuran statistik untuk fluktuasi harga selama periode tertentu (Laporan Studi Volatilitas Pasar Modal Indonesia dan Perekonomian Dunia : 2011). Volatilitas dapat dijelaskan dengan simpangan baku (*standard deviation*) dan sering kali dipersepsikan sebagai risiko. Semakin tinggi tingkat volatilitas, semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian dari imbal hasil (*return*) saham yang dapat diperoleh.

Menurut Schwert dan W. Smith, Jr (1992) terdapat lima jenis volatilitas dalam pasar keuangan, yaitu :

1. *Future Volatility*

*Future volatility* adalah apa yang hendak diketahui oleh para pemaindalam pasar keuangan (*trader*). Volatilitas yang paling baik adalah yang mampu menggambarkan penyebaran harga di masa yang akan datang untuk suatu *underlying contract*. *Trader* jarang membicarakan *future volatility* karena masa depan tidak mungkin diketahui.

2. *Historical Volatility*

Untuk dapat mengetahui masa depan maka perlu mempelajari masa lalu. Hal ini dilakukan dengan membuat suatu permodelan dengan teori *pricing* berdasarkan data masa lalu untuk dapat meramalkan volatilitas pada masa yang akan datang. *Historical volatility* dapat dihitung dengan menggunakan berbagai pilihan, namun sebagian besar metode bergantung pada pemilihan dua parameter, yaitu

periode historis dimana volatilitas akan dihitung, dan interval waktu perubahan harga. *Future volatility* dan *historical volatility* terkadang disebut sebagai *realized volatility*.

### 3. *Forecast Volatility*

Seperti halnya terdapat jasa yang berusaha meramalkan pergerakan arah masa depan harga suatu kontrak, demikian juga terdapat jasa yang berusaha meramalkan volatilitas masa depan suatu kontrak. Peramalan bisa jadi untuk suatu periode, tetapi biasanya mencakup periode yang identik dengan sisa masa *option* dari *underlying contract*.

### 4. *Implied Volatility*

Pada umumnya *future*, *historical*, dan *forecasting volatility* berhubungan dengan *underlying contract*. *Implied volatility* merupakan volatilitas yang harus dimasukkan ke dalam model teoritis *pricing* untuk menghasilkan nilai teoritis yang identik dengan harga *option* di pasar.

### 5. *Seasonal Volatility*

Komoditas pertanian selalu identik sensitive terhadap faktor – faktor volatilitas yang muncul dari kondisi cuaca musim yang jelek. Sehingga berdasarkan faktor – faktor tersebut seseorang harus menetapkan volatilitas yang tinggi pada masa – masa tersebut.

### 2.1.6 *Efficient Market Hypothesis* (EMH)

*Efficient Market Hypothesis* didasarkan pada asumsi bahwa harga – harga dari sekuritas di pasar keuangan sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. Teori efisiensi pasar yang digagas oleh Bachelier (1964), Fama (1970), dan Jensen (1978) terbagi menjadi tiga bentuk, yaitu:

1. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong – form efficiency*)

Pasar mengalami kondisi yang sepenuhnya efisien apabila harga yang ada selalu mencerminkan semua informasi yang tersedia di pasar, baik informasi historis, informasi publik, maupun informasi privat (*insider*). Dalam pasar bentuk kuat, tidak ada kemungkinan bagi investor untuk memperoleh imbal hasil yang jauh melebihi tingkat risikonya (*abnormal return*).

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi–strong–form efficiency*)

Dalam pasar bentuk setengah kuat, harga sekuritas mencerminkan seluruh informasi publik, yaitu informasi yang tersedia bagi seluruh investor. Sehingga di dalam kondisi efisiensi setengah kuat, investor yang memiliki informasi privat dapat membukukan imbal hasil abnormal (*abnormal return*) sebelum informasi tersebut dipublikasikan di pasar.

3. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak – form efficiency*)

Dalam bentuk efisiensi bentuk lemah, harga yang ada di pasar hanya mencerminkan data historis sekuritas yang bersangkutan, namun tidak mencerminkan informasi publik ataupun privat yang diperoleh

investor. Dengan demikian, investor dapat mengambil keuntungan yang lebih tinggi dengan memanfaatkan informasi publik ataupun privat yang dimilikinya.

### 2.1.7 Anomali pasar

Pembahasan mengenai hipotesis pasar efisien selalu berkaitan dengan adanya ketidak – teraturan (*anomaly*). Anomali dalam hal ini merupakan salah satu dari bentuk fenomena yang ada di pasar. Pada anomali ditemukan hal – hal yang seharusnya tidak ada bilamana hipotesis pasar efisien dianggap benar – benar ada. Suatu peristiwa dapat dimanfaatkan oleh para investor untuk mendapatkan *abnormal return*. Anomali dapat ditemukan atau terjadi pada pasar efisien jenis apapun, walaupun pada umumnya lebih banyak ditemukan pada pasar efisien bentuk semi – kuat (*semi strong*).

Dalam teori keuangan, ada empat jenis anomali pasar yaitu anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa (*event anomalies*), dan anomali akuntansi (*accounting anomalies*) (Levy 1996: 436, dalam Imandani 2008). Berikut ini adalah ringkasan singkat mengenai keempat jenis anomali yang biasanya ditemukan di pasar modal:



Tabel 1  
Ringkasan Anomali Pasar

No	Kelompok	Jenis Khusus	Keterangan
1.	Anomali Peristiwa	1. <i>Analysts' Recommendation</i>	Semakin banyak analis merekomendasi untuk membeli suatu saham, semakin tinggi peluang harga akan turun.
		2. <i>Insider Trading</i>	Semakin banyak saham yang dibeli oleh <i>insiders</i> , semakin tinggi kemungkinan harga akan naik.
		3. <i>Listings</i>	Harga sekuritas cenderung naik setelah perusahaan mengumumkan akan melakukan pencatatan saham di bursa.
		4. <i>Value Line Rating Changes</i>	Harga sekuritas akan terus naik setelah <i>Value Line</i> menempatkan raing perusahaan pada urutan tinggi.
2.	Anomali Musiman	1. <i>January</i>	Harga sekuritas cenderung naik di bulan Januari, khususnya di hari – hari pertama.
		2. <i>Week – end</i>	Harga sekuritas cenderung naik hari Jumat dan turun hari Senin.
		3. <i>Time of Day</i>	Harga sekuritas cenderung naik di 45 menit pertama dan 15 menit terakhir perdagangan.
		4. <i>End of Month</i>	Harga sekuritas cenderung naik di hari – hari akhir tiap bulan.
		5. <i>Seasonal</i>	Saham perusahaan dengan penjualan musiman tinggi cenderung naik selama musim ramai.
		6. <i>Holidays</i>	Ditemukan return positif pada hari terakhir sebelum liburan.
3.	Anomali Perusahaan	1. <i>Size</i>	<i>Return</i> pada perusahaan kecil cenderung lebih besar walaupun sudah disesuaikan dengan risiko.
		2. <i>Closed – end Mutual funds</i>	<i>Return</i> pada <i>close-end funds</i> yang dijual dengan potongan cenderung lebih tinggi.
		3. <i>Neglect</i>	Perusahaan yang tidak diikuti oleh banyak analis cenderung menghasilkan <i>return</i> lebih tinggi.

Tabel 1. Ringkasan Anomali Pasar (lanjutan)

No	Kelompok	Jenis Khusus	Keterangan
		4. <i>Institutional Holdings</i>	Perusahaan yang dimiliki oleh sedikit institusi cenderung memiliki <i>return</i> lebih tinggi.
4.	Anomali Akuntansi	1. <i>P/E</i>	Saham dengan <i>P/E ratio</i> rendah cenderung memiliki <i>return</i> yang lebih tinggi.
		2. <i>Earning Surprise</i>	Saham dengan capaian <i>earnings</i> lebih tinggi dari yang diperkirakan cenderung mengalami peningkatan harga.
		3. <i>Price/Sales</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.
		4. <i>Price/Book</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.
		5. <i>Dividend Yield</i>	Jika <i>yield</i> -nya tinggi cenderung berkinerja lebih baik.
		6. <i>Earnings Momentum</i>	Saham perusahaan yang tingkat pertumbuhann <i>earnings</i> -nya meningkat cenderung berkinerja lebih baik.

(Sumber: Levy 1996: 436, dalam Imandani 2008)

#### 2.1.8 Jakarta Stock Exchange (^JKSE)

*Jakarta Stock Exchange* atau yang juga disebut dengan Bursa Efek Indonesia merupakan pasar modal Indonesia. Bursa efek ini merupakan penggabungan dari 2 pasar modal yaitu Bursa Efek Jakarta yang telah berdiri sejak tahun 1912 dan Bursa Efek Surabaya. Sejak tanggal 1 Desember 2007, kedua bursa efek ini melakukan penggabungan yang secara efektif mulai beroperasi dengan nama Bursa Efek Indonesia.

Bursa Efek Indonesia diwakili oleh indeks yang mencakup seluruh perusahaan tercatat di BEI yaitu IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) atau

*Jakarta Composite Index* (^JKSE) yang merupakan komponen perhitungan indeks yang dapat menggambarkan keadaan pasar yang wajar. JKSE dapat disebut sebagai *benchmark* dari Bursa Efek Indonesia. (sumber: <http://www.idx.co.id/>)

#### 2.1.9 FTSE Bursa Malaysia KLCI (^KLSE)

Bursa Malaysia pada awalnya merupakan bagian dari Bursa Efek Malaysia dan Singapura. Keduanya merupakan penggabungan dari dua bursa efek karena adanya pertukaran mata uang kedua negara. Pada tahun 1974, pertukaran mata uang antara Singapura dan Malaysia terhenti. Penghentian pertukaran mata uang menyebabkan perpisahan Bursa Efek Singapura Malaysia. Bursa Efek Malaysia atau yang lebih dikenal Bursa Malaysia *Berhad* merupakan sebuah perusahaan dagang yang disetujui di bawah *Section 15 of the Capital Markets dan Services Act 2007*. KLSE merupakan *benchmark* untuk Bursa Malaysia *Berhad*. Indeks ini diperhitungkan menurut standar global FTSE dan distandarisasi untuk memenuhi kebutuhan internasional. (sumber: <http://www.bursamalaysia.com>)

#### 2.1.10 *Karachi Stock Exchange* (^KSE)

*Karachi Stock Exchange* merupakan bursa efek Pakistan yang merupakan salah satu bursa efek tertua dan juga bursa efek dengan kapitalisasi pasar terbesar di Asia Selatan. Dengan demikian, *Karachi Stock Exchange*

memiliki banyak konsorsium Pakistan serta perusahaan luar negeri yang listing di bursa tersebut. (sumber: <http://www.kse.com.pk/>)

KSE 100 merupakan *benchmark* dari *Karachi Stock Exchange*, dimana indeks ini terdiri atas perusahaan dari 34 sektor di *Karachi Stock Exchange*. Indeks ini juga merupakan indeks saham yang dijadikan acuan dalam membandingkan harga saham di bursa selama satu periode. (sumber: <http://www.bloomberg.com/quote/KSE100:IND>)

## 2.2 Studi Terkait

Penelitian yang membahas topik anomali pasar telah banyak dilakukan. Di antara begitu banyak penelitian yang mengangkat topik ini, ada beberapa penelitian yang membahas mengenai suatu fenomena anomali pasar yang mungkin kurang diketahui oleh masyarakat. Fenomena anomali pasar tersebut adalah *Ramadhan Effect*. *Ramadhan effect* termasuk ke dalam jenis anomali pasar *Holidays Effect*.

Salah satu peneliti yang melakukan *Ramadhan Effect* adalah Husain (1998) yang menemukan penurunan yang signifikan pada volatilitas akan tetapi tidak ada perubahan pada *return* saham di pasar modal Pakistan. Seyyed Fazal, Abraham dan Al – Hajji (2005) juga menemukan hal yang sama dengan penelitian Husain yaitu penurunan volatilitas saham pada pasar saham Saudi Arabia. Dari waktu ke waktu, topik mengenai *Ramadhan Effect* semakin sering dijadikan topik penelitian. Penelitian yang dilakukan pun dengan memperluas sampel penelitian. Seperti yang dilakukan oleh Bailkowski,

Etebari, dan Wisniewski (2012) yang meneliti topik ini pada 14 pasar modal di negara yang mayoritas penduduknya beragama Muslim. Pada penelitian tersebut ditemukan tingkat volatilitas yang rendah selama bulan Ramadhan dan juga tingkat *return* saham yang tinggi secara signifikan. Penelitian ini juga menyelidiki kemungkinan penyebab terjadinya hal ini, seperti adanya pengaruh praktik keagamaan pada psikologi investor.

Al – Ississ (2010) menemukan efek positif pada *return* saham selama bulan Ramadhan pada 17 pasar keuangan, tetapi juga menemukan efek negatif selama hari suci Muslim Ashoura. Penelitian ini menyatakan bahwa efek ini disebabkan oleh faktor keagamaan atau religious dari pada faktor lainnya. Bailkowski, Bohl, Kaufmann, dan Wisniewski (2013) menyatakan bahwa *Ramadhan Effect* pada bursa efek Turki cukup kuat dan kinerja keuangan secara substansial lebih tinggi selama bulan Ramadhan.

Di sisi lain, Shah dan Ahmed (2014) tidak menemukan *Ramadhan Effect* pada *Karachi Stock Exchange*. Dharani dan N. Vijayakumar (2014) juga tidak berhasil menemukan efek itu pada penelitian yang dilakukan dengan menggunakan sampel lain yaitu pada indeks syariah S&P CNX Nifty di India. Penyebab terjadinya hal ini dipaparkan oleh Al – Khazali (2014) dalam penelitiannya yang menemukan bahwa efek ini tidak ada di sebagian negara Muslim karena proporsinya berkurang selama krisis global tahun 2007 sampai dengan 2012.

Tabel 2  
Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Nama dan Jurnal Penelitian	Judul Penelitian	Variabel	Hasil
1.	Fazal Husain (1998), <i>The Pakistan Review</i> 37:1 (Spring) pp 77 - 81	<i>A Seasonality in Pakistani Equity Market: The Ramadhan Effect</i>	<i>Return</i> saham pada bulan Ramadan dan bulan – bulan di luar bulan Ramadan	Terdapat penurunan yang signifikan pada volatilitas akan tetapi tidak terdapat perubahan pada <i>return</i> saham di pasar modal Pakistan
2.	Mohamad Al – Ississ (2010), <i>Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper [3]</i>	<i>The Impact of Religious Experience on Financial Markets</i>	<i>Trading volume</i> dan <i>return</i> dari masing – masing indeks yang setara di 17 pasar keuangan negara Muslim.	Terdapat efek positif terhadap <i>return</i> saham selama bulan Ramadan di 17 pasar keuangan Muslim, tetapi juga terdapat efek negatif selama hari suci Muslim Ashoura
3.	Jedrzej Bialkowski, Ahmad Etebari, Tomasz Piotr Wisniewski (2012), <i>Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper, [7]</i>	<i>Piety and Profits: Stock Market Anomaly during the Muslim Holy Month</i>	<i>Return</i> saham pada bulan Ramadan dan bulan – bulan di luar bulan Ramadan pada 14 negara yang dominan beragama Islam	Tingkat <i>return</i> saham selama bulan Ramadan signifikan lebih tinggi dan tingkat volatilitas yang lebih rendah dari pada bulan – bulan lainnya di tahun tersebut.

Tabel 2. Ringkasan Penelitian Terdahulu (lanjutan)

No	Nama dan Jurnal Penelitian	Judul Penelitian	Variabel	Hasil
4.	S.M Atiq Ur Rehman Shah & Syed Nisar Ahmed (2014), <i>European Academic Research Vol I, Issue 1/ February 2014</i>	<i>The Ramadan Effect on Stock Market</i>	<i>Return</i> saham pada bulan Ramadan di pasar <i>Karachi Stock Exchange</i>	<i>Ramadan Effect</i> tidak signifikan pada <i>Karachi Stock Exchange</i>
5.	M. Dharani & N. Vijayakumar (2014), ( <a href="http://utiicm.com/Faculty/pdf/arch1/Dharani_vijaykumar.pdf">http://utiicm.com/Faculty/pdf/arch1/Dharani_vijaykumar.pdf</a> )	<i>Impact of Ramzan Fasting Effect on Return and Volatility of The S&amp;P CNX Nifty Shariah Index in India</i>	<i>Return</i> indeks syariah pada bulan Ramadan di <i>National Stock Exchange of India</i> (NSE)	<i>Ramzan Effect</i> tidak berpengaruh pada <i>return</i> dan volatilitas dari indeks syariah di pasar modal India. Namun, <i>Friday Effect</i> ditemukan pada volatilitas indeks syariah di India.

Di Indonesia, penelitian akan *Ramadhan Effect* secara spesifik masih sedikit dilakukan. Kebanyakan dari penelitian yang ada mengangkat topik *Calendar Anomaly Effect* dan *Holidays Effect*. Oleh sebab itu, peneliti akan melakukan penelitian yang melihat pengaruh *Ramadhan Effect* pada volatilitas *return* di bursa efek Indonesia, Malaysia, dan Pakistan. Dengan mengacu pada penelitian – penelitian yang telah dilakukan maka dirumuskan hipotesis berikut:

**H1 : terdapat pengaruh *Ramadhan Effect* pada volatilitas *return* di Bursa**

**Efek Indonesia**

**H2 : terdapat pengaruh *Ramadhan Effect* pada volatilitas *return* di Bursa**

**Efek Malaysia**

**H3 : terdapat pengaruh *Ramadhan Effect* pada volatilitas *return* di Bursa**

**Efek Pakistan**

