

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Pasar Modal

2.1.1 Pengertian Pasar Modal

Pasar modal adalah tempat untuk memobilisasi dana, baik dari dalam negeri maupun luar negeri. Pasar modal juga didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan dalam bentuk hutang maupun modal yang diterbitkan oleh pemerintah, BUMN, maupun swasta. Berdasarkan aliran baru, pasar modal adalah wahana untuk menghimpun dana guna pembiayaan pembangunan yang merupakan wujud nyata peran serta masyarakat. Dalam UU No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal, pasar modal adalah 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. (Tjipto Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, 2001)

Secara formal pasar modal didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau sekuritas jangka panjang yang diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang atau modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta. Secara sederhana, pasar modal adalah tempat untuk menerbitkan atau

memperdagangkan surat-surat berharga jangka panjang, khususnya saham dan obligasi. Berdasarkan pengertian diatas, pasar modal dapat dibedakan menjadi pasar primer (*primary market*), pasar sekunder (*secondary market*), pasar ketiga (*third market*) dan pasar keempat (*fourth market*). Pasar primer adalah pasar tempat penerbitan perdana surat-surat berharga, sedangkan pasar sekunder adalah pasar tempat surat-surat berharga yang sudah beredar atau bukan emisi baru diperdagangkan. Pasar ketiga adalah pasar perdagangan surat berharga pada saat pasar kedua ditutup. Pasar ketiga biasanya dijalankan oleh wali amanat atau pialang yang mempertemukan antara pembeli dan penjual setelah pasar kedua ditutup. Pasar keempat adalah pasar modal yang dilakukan antara institusi berkapasitas besar untuk menghindari komisi untuk para wali amanat dengan melakukan transfer langsung blok saham antara lembaga investasi tanpa melalui wali amanat. Pasar keempat biasanya menggunakan jaringan komunikasi untuk memperdagangkan saham dalam jumlah blok besar. (Suad Husnan, 1994)

2.1.2 Fungsi Pasar Modal

Pasar modal merupakan alternatif sumber pendanaan bagi pihak yang membutuhkan modal (*borrowers*) diluar sektor perbankan untuk melaksanakan usahanya. Disisi lain adanya pasar modal merupakan sarana investasi bagi pihak yang kelebihan dana (*lenders*). Dimana bagi investor, pasar modal merupakan sarana yang dimanfaatkan untuk menginvestasikan dananya dalam suatu aset finansial. (Suad Husnan, 1998)

Jogiyanto Hartono (2003) menyebutkan bahwa fungsi pasar modal merupakan tempat bertemu antara penjual dan pembeli dengan resiko untung dan rugi. Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham dan obligasi. Pasar modal juga mempunyai fungsi sarana alokasi dana yang produktif untuk memindahkan dana dari pemberi pinjaman ke penerima pinjaman. alokasi dana yang produktif terjadi jika individu yang mempunyai kelebihan dana dapat meminjamkannya ke individu lain yang lebih produktif yang membutuhkan dana. Pasar modal menyediakan fasilitas transfer dana diantara peminjam dan pemberi pinjaman.

Sri Handaru Yulianty (1996) membedakan fungsi pasar modal menjadi fungsi makro dan mikro. Dari sudut pandang makro, fungsi pasar modal adalah sebagai suatu alternatif sumber pembiayaan investasi atau pembangunan nasional (disamping yang berasal dari perbankan dan lembaga keuangan bukan bank) baik yang dilakukan oleh sektor pemerintah maupun sektor swasta, sebagai suatu instrumen moneter melalui pelaksanaan *open market policy* dan sebagai sarana untuk mengikutsertakan kalangan pemodal kecil dalam kegiatan pembangunan di sector pemerintah maupun swasta. Sedangkan dari sudut pandang mikro, fungsi pasar modal adalah untuk memperbaiki struktur permodalan emiten, merupakan sarana bagi perusahaan untuk mewujudkan atau menunjukkan kemampuannya dalam membangun usaha dan wahana *Go Public* dijadikan salah satu cara untuk menaikkan nilai perusahaan.

Berdasarkan Keppres No. 52 tahun 1976 adanya pasar modal bertujuan untuk mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham

perusahaan swasta guna menuju pemerataan pendapatan masyarakat dan untuk lebih menggairahkan partisipasi masyarakat dalam mengerahkan dan menghimpun dana untuk digunakan secara produktif dalam pembiayaan pembangunan nasional.

Suad Husnan (1998) menyebutkan bahwa dalam kegiatannya pasar modal menjalankan dua fungsi yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Fungsi ekonomi pasar modal adalah untuk menyediakan fasilitas dalam memindahkan dana dari para investor (*lenders*) kepada emiten (*borrowers*) di pasar modal. *Lenders* mengharapkan mendapatkan imbalan atas penyerahan dana tersebut, sedangkan dari sisi *borrowers*, tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari internal perusahaan. Sedangkan fungsi keuangan pasar modal adalah merupakan sarana bagi pihak *lenders* yang menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi serta sarana menyediakan dana yang diperlukan oleh *borrowers*.

Dari beberapa pendapat di atas dapat diambil beberapa kesimpulan bahwa fungsi pasar modal meliputi:

- a. Untuk pihak perusahaan, pasar modal menjadi alternatif penghimpunan dana selain sektor perbankan. Apabila perusahaan memenuhi kebutuhan dananya melalui perbankan maka perusahaan akan memperoleh dana dalam bentuk kredit.
- b. Untuk pihak investor, Pasar modal memungkinkan pemodal untuk melakukan diversifikasi dan membentuk portofolio investasi sesuai dengan resiko dan tingkat keuntungan yang diinginkan. Apabila resiko tinggi maka *return* yang

akan diterima semakin tinggi pula. Pemodal dapat mengubah portofolio setiap saat, hal itu dikarenakan investasi pada sekuritas di pasar modal mempunyai likuiditas yang tinggi ditunjukkan dengan mudah dan cepatnya proses jual beli di pasar modal.

- c. Untuk pihak pemerintah, pasar modal menunjang pelaksanaan pembangunan nasional dalam rangka meningkatkan kesejahteraan dan kemakmuran rakyat, karena pasar modal berfungsi sebagai sarana untuk memobilisasi dana yang bersumber dari masyarakat ke berbagai sektor. Adanya mobilisasi dana akan memunculkan hubungan saling menguntungkan antara pihak masyarakat yang kelebihan dana dengan pihak yang kekurangan dana, sehingga meningkatkan kemakmuran secara keseluruhan.

2.1.3 Instrumen Pasar Modal

Instrumen pasar modal adalah semua surat-surat berharga (*securities*) yang diperdagangkan di bursa. Instrumen pasar modal ini umumnya bersifat jangka panjang. (Tjipto Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, 2001)

Saat ini instrumen pasar modal yang sudah ada terdiri dari saham, obligasi, opsi, right, warrant dan sertifikat reksadana. (Tjipto Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, 2001)

2.1.3.1 Saham

Saham adalah tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang maupun badan dalam suatu perusahaan atau emiten. Pemilik saham merupakan pemilik sebagian dari perusahaan tersebut. Ada dua macam jenis kepemilikan saham, yaitu saham atas nama dan saham

atas tunjuk. Sekarang ini, saham yang diperdagangkan di Indonesia adalah saham atas nama, yaitu saham yang nama pemilik tertera di atas saham tersebut. Jenis saham ada 2 yaitu saham biasa dan saham preferen, dimana saham biasa merupakan saham yang menempatkan pemiliknya paling junior jika terdapat pembagian dividen, dan hak atas harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut dilikuidasi. Sedangkan saham preferen merupakan saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan pendapatan tetap (seperti bunga obligasi), tetapi juga bisa tidak mendapatkan hasil yang dikehendaki investor.

Karakteristik saham preferen, yaitu memiliki hak yang lebih dahulu memperoleh *dividen*, dapat mempengaruhi manajemen perusahaan terutama dalam pencalonan pengurus perusahaan, memiliki hak pembayaran maksimum sebesar nilai nominal saham lebih dahulu setelah kreditor apabila perusahaan tersebut dilikuidasi, kemungkinan dapat memperoleh tambahan dari pembagian laba perusahaan disamping penghasilan yang diterima secara tetap, memiliki hak memperoleh pembagian kekayaan perusahaan di atas pemegang saham biasa setelah semua kewajiban perusahaan dilunasi apabila perusahaan dilikuidasi.

2.1.3.2 Obligasi

Obligasi pada dasarnya merupakan surat hutang atau pinjaman yang diterima oleh perusahaan penerbit obligasi dari masyarakat. Jangka waktu obligasi yang ditetapkan berdasarkan perjanjian, obligasi diterbitkan oleh pemerintah, BUMN, BUMD maupun pihak swasta.

2.1.3.3 Opsi

Opsi (*option*) merupakan suatu produk efek turunan yang diturunkan dari berbagai efek sebenarnya. Sebagai efek derivatif, opsi akan mempunyai nilai selagi terhubung ke aset finansial yang bersangkutan. Aset finansial ini bisa berupa saham biasa, obligasi atau obligasi konversi. Nilai opsi tergantung dari nilai hidup pasarnya. Jika masa hidup pasarnya habis, maka efek derivatif tersebut tidak ada nilainya.

2.1.3.4 Right

Right menunjukkan bukti hak memesan terlebih dahulu yang melekat pada saham yang memungkinkan para pemegang saham untuk membeli saham baru yang akan diterbitkan oleh emiten, sebelum saham-saham tersebut ditawarkan kepada pihak lain.

2.1.3.5 Warrant

Waran adalah efek yang diterbitkan oleh emiten yang memberi hak kepada pemegang saham untuk memesan saham dari emiten yang bersangkutan pada harga tertentu, umumnya masa hidup warrant adalah selama 6 bulan hingga 5 tahun.

2.1.3.6 Reksadana

Reksadana (*mutual fund*) merupakan portofolio yang dibentuk oleh perusahaan reksadana dan dijual kembali kepada masyarakat dalam bentuk unit penyertaan. Salah satu tujuan dari reksadana adalah meminimumkan risiko tidak sistematis (dengan membentuk portofolio) dan menghasilkan *return* yang tinggi. (Jogiyanto, 2005).

2.2 Corporate Action

Corporate action adalah tindakan atau aksi korporasi emiten (perusahaan *go public*) yang berpengaruh terhadap jumlah saham yang beredar maupun terhadap harga saham perusahaan yang bersangkutan dibursa. *Corporate action* merupakan berita yang umumnya menarik perhatian pihak-pihak yang terkait di pasar modal, khususnya para pemegang saham.

Tujuan *corporate action* adalah untuk memenuhi tujuan-tujuan tertentu seperti ekspansi, akuisisi, peningkatan modal perusahaan, peningkatan liquiditas perdagangan saham, dan tujuan-tujuan lainnya. (M. Paulus Situmorang, 2008)

Corporate action adalah berita yang umumnya menyedot perhatian dari pihak yang terkait di pasar modal khususnya para pemegang saham. Keputusan *corporate action* harus disetujui dalam suatu rapat umum pemegang saham baik RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) maupun RUPSLB (Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa). Persetujuan pemegang saham adalah mutlak, untuk berlakunya suatu *corporate action*, sesuai dengan peraturan di pasar modal. Beberapa contoh *corporate action* antara lain *stock split*, *right issue*, saham bonus, pengumuman pembagian *dividen*, *Initial Public Offering* dan *Additional Listing* seperti *Private Placement*, konversi saham baik dari *warrant*, *right* ataupun obligasi.

Pada umumnya *corporate action* mempengaruhi secara signifikan terhadap kepentingan pemegang saham, jumlah saham yang dimiliki pemegang saham, serta mempengaruhi pergerakan harga saham. Maka dari itu, pemegang saham harus

memperhatikan dampak dari *corporate action*, sehingga pemegang saham akan mendapatkan keuntungan dengan melakukan keputusan yang tepat. Untuk mendapatkan haknya sebagai pemegang saham atas *corporate action*, maka saham tersebut harus terdaftar atas nama pemegang saham tersebut. Dengan kata lain, pemodal terlebih dahulu harus melakukan registrasi atas saham yang dipegangnya agar hak atas suatu *corporate action* dapat terpenuhi.

2.3 Saham Bonus

Ketentuan mengenai saham bonus diatur dalam Peraturan Nomor IX.D.5 yang dimuat dalam lampiran Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor : KEP-35/PM/2003 tentang saham bonus sebagai berikut : (www.idx.co.id)

1. Definisi

- a. Agio saham adalah selisih lebih setoran pemegang saham diatas nilai nominalnya dalam hal saham dikeluarkan dengan nilai nominal.
- b. Kekayaan bersih adalah selisih antara total aktiva dengan total kewajiban.
- c. Saldo laba adalah akumulasi hasil usaha periodik setelah memperhitungkan pembagian dividen dan koreksi laba rugi periode lalu.
- d. Saham bonus adalah saham yang diberikan secara cuma-cuma kepada para pemegang saham berdasarkan jumlah saham yang dimiliki.
- e. *Dividen* saham adalah bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk saham.
- f. *Dividen* kas adalah bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk uang.

- g. Selisih kembali penilaian aktiva tetap adalah selisih antara nilai revaluasi dengan nilai buku (nilai tercepat) aktiva tetap.
2. Peraturan ini berlaku bagi emiten yang melakukan penawaran umum efek bersifat ekuitas atas perusahaan publik.
 3. Pembagian saham bonus harus proporsional dengan kepemilikan saham dari setiap pemegang saham.
 4. Pelaksanaan pembagian saham bonus harus telah selesai dilakukan selambat-lambatnya 45 (empat puluh lima) hari setelah pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham yang menyetujui pembagian saham bonus tersebut.
 5. Emiten atau perusahaan publik wajib menyampaikan kepada BAPEPAM laporan penjabatan saham bonus yang telah diperiksa oleh Akuntan yang terdaftar di BAPEPAM sebanyak 2 (dua) eksemplar selambat-lambatnya 14 (empat belas) hari setelah pembagian saham bonus dilaksanakan.
 6. Saham bonus yang merupakan *dividen* saham, berasal dari kapitalisasi saldo laba.
 7. Saham bonus yang bukan merupakan *dividen* saham, berasal dari kapitalisasi
 - a. Agio saham, dan atau
 - b. Unsur ekuitas lainnya
 8. Jumlah saham yang dibagikan dalam rangka saham bonus yang merupakan *dividen* saham ditentukan berdasarkan hal-hal sebagai berikut
 - a. Dalam hal harga pasar saham pada penutupan perdagangan 1 (satu) hari sebelum Rapat Umum Pemegang Saham dibawah nilai nominal saham, maka jumlah saham yang dibagikan ditentukan berdasarkan sekurang-kurangnya pada nilai nominal saham.

- b. Dalam hal harga pasar saham sama atau lebih tinggi dari nilai nominal saham, maka jumlah saham yang dibagikan ditentukan berdasarkan harga pasar saham pada penutupan perdagangan 1(satu) hari sebelum Rapat Umum Pemegang Saham.
9. Jumlah saham yang dibagikan dalam rangka saham bonus yang bukan merupakan *dividen* saham ditentukan berdasarkan nilai nominal saham.
10. Dengan memperhatikan ketentuan nomor 8 dan nomor 9 peraturan ini, dalam hal terdapat lebih dari satu nilai nominal saham, maka yang digunakan sebagai dasar pembagian saham bonus adalah dengan nilai nominal terendah.
11. Pembagian saham bonus hanya dapat dilaksanakan apabila asal saham bonus tersebut telah dimuat dalam laporan keuangan tahunan terakhir yang telah diaudit oleh Akuntan yang terdaftar di BAPEPAM.
12. Dalam hal saham bonus berasal dari kapitalisasi agio saham maka nilai yang dapat dikapitalisasi adalah jumlah agio saham setelah dikurangi biaya emisi efek ekuitas.
13. Emiten atau perusahaan publik atau pelaku pasar modal lainnya dalam hubungan dengan para pemodal dilarang memberikan informasi yang menyesatkan mengenai rencana pembagian saham bonus oleh emiten atau perusahaan publik tertentu. Informasi yang termasuk menyesatkan tersebut antara lain pernyataan bahwa :
 - a. Saham bonus merupakan pengganti dari *deviden* kas yang dijanjikan oleh emiten atau perusahaan publik,

- b. Saham bonus yang berasal dari kapitalisasi agio saham dan atau unsur ekuitas lainnya merupakan indikasi kemampuan emiten atau perusahaan publik dalam memperoleh laba,
 - c. Harga saham pada saat penawaran umum menjadi lebih rendah dengan adanya rencana pembagian saham bonus, dan
 - d. Pembagian saham bonus sama dengan hasil *dividen* (*dividen yield*), seperti :
 - 1) Menggunakan pembagian saham bonus sedemikian rupa sehingga menimbulkan kesan sama dengan hasil *dividen* kas,
 - 2) Menambahkan persentase pembagian saham bonus dengan hasil *dividen* dan menyatakannya sebagai pembayaran *dividen* atau sebagai hasil investasi, dan
 - 3) *Dividen yield* tidak berubah berkaitan dengan diubahnya *dividen* kas menjadi *dividen* saham.
14. Emiten atau perusahaan publik yang akan membagikan saham bonus wajib menginformasikan kepada BAPEPAM selambat-lambatnya 7 (tujuh) hari sebelum pengumuman Rapat Umum Pemegang Saham. Informasi mengenai pembagian saham bonus tersebut wajib diumumkan kepada publik selambat-lambatnya 28 (dua puluh delapan) hari sebelum pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham.
15. Informasi sebagaimana dimaksud dalam nomor 14 sekurang-kurangnya wajib memuat hal sebagai berikut :

- a. Penjelasan terperinci mengenai sumber dari kapitalisasi modal yang menjadi saham bonus,
 - b. Nilai dari masing-masing sumber kapitalisasi saham bonus,
 - c. Rasio pembagian saham bonus,
 - d. Dasar penetapan harga yang digunakan sebagai dasar pembagian saham bonus sebagaimana dimaksud dalam nomor 8, nomor 9 dan nomor 10 peraturan ini,
 - e. Penjelasan mengenai perlakuan pajak atas saham bonus, baik pengaruhnya kepada pemegang saham maupun kepada perusahaan. Jika pengenaan pajak atas saham bonus kurang menguntungkan bagi pemegang saham daripada jika pembagian diberikan dalam bentuk *dividen* kas, maka fakta tersebut wajib diungkapkan dan alasan tidak membayarkan *dividen* kas wajib dijelaskan, dan
 - f. Prosedur administratif yang berkaitan dengan pembagian saham bonus.
16. Semua pelaku pasar modal yang terlibat dalam persiapan data historis mengenai harga saham dan informasi keuangan per saham wajib menyesuaikan informasi tersebut terhadap pengaruh dari pembagian saham bonus dan menjelaskan metode yang digunakan dalam penyesuaian tersebut.
17. Dengan tidak mengurangi berlakunya ketentuan pidana dibidang pasar modal, bapepam berkenan mengenai sanksi terhadap setiap pelanggaran ketentuan peraturan ini, termasuk kepada pihak yang menyebabkan terjadinya pelanggaran tersebut.

Buku pengantar pasar modal yang ditulis oleh Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhrudin (2001) menyebutkan bahwa, saham bonus merupakan bonus pembagian saham baru untuk para pemegang saham, dimana pembagian bonus itu ditunjukkan sebagai bentuk *reward*. Saham uang diberikan secara cuma-cuma oleh emiten kepada pemegang saham tersebut dapat berasal dari kapitalisasi agio saham, atau dapat pula berasal dari selisih kembali penilaian aktiva tetap. Besarnya bonus ditentukan dalam rapat pemegang saham, dimana besarnya dinyatakan dalam satuan rasio berapa pemegang saham lama mendapatkan tambahan saham baru.

Dampak dari saham baru adalah meningkatnya jumlah saham yang beredar. Dengan kata lain, saham bonus berakibat pada meningkatnya faktor penawaran saham. Dengan asumsi permintaan tetap, maka pembagian saham bonus ini berakibat pada turunnya harga saham atau terjadi koreksi atas harga saham sesuai dengan faktor koreksinya.

Faktor koreksi merupakan perbandingan saham lama dibandingkan dengan jumlah saham baru setelah penambahan jumlah saham bonus yang diberikan oleh perusahaan. Faktor koreksi akan mempengaruhi pasar saat mas *cum-date* terlewati (*ex-date*). Keberhasilan saham bonus akan terlihat bila harga setelah *ex-date* berada diatas harga teoritis. Demikian juga sebaliknya, apabila harga cenderung turun dibawah harga teoritis, maka saham bonus itu dianggap tidak menguntungkan investor. Harga teoritis adalah perkiraan suatu harga saham pada saat pembukaan *ex-date* setelah saham bonus dibagikan. Harga teoritis diperoleh dengan cara mengalikan faktor koreksi dengan harga saham sebelum *ex-date*.

2.4 Studi Peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. (Jogiyanto, 2000)

Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika menggunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Pengujian kandungan informasi hanya menguji reaksi dari pasar, tetapi tidak menguji seberapa cepat pasar itu bereaksi. Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar secara informasi (*informational market*) bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang

memperoleh *abnormal return* dari informasi yang diumumkan atau jika memang ada *abnormal return*, maka pasar harus bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return*, untuk menuju harga keseimbangan yang baru.

2.5 Return Saham

Return merupakan tingkat pengembalian yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasian yang sudah terjadi atau *return* ekspektasian yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang. (Jogiyanto, 2009).

Return realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung menggunakan data historis. *Return* realisasi digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan, selain itu juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko dimasa datang.

Sedangkan *return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa yang akan datang. *Return* ekspektasi sifatnya belum terjadi.

Untuk mendapatkan tingkat pengembalian atau keuntungan dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut : (Van Horne and Wachawicz Jr, 1998)

$$R = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

R = tingkat pengembalian (*return*) saham

P_t = harga saham pada periode t

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

2.6 *Abnormal Return*

Menurut Jogiyanto (2005), *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor) dan merupakan *return* yang terjadi pada keadaan dimana tidak terjadi suatu peristiwa. Jika terjadi suatu peristiwa, maka *return* normal akan naik (bila peristiwanya adalah peristiwa baik atau *good news*) atau akan turun (bila peristiwanya adalah peristiwa buruk atau *bad news*). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dan *return* ekspektasi.

Perhitungan *abnormal return* dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

Keterangan :

$AR_{i,t}$ = *return* tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

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

$E(R_{i,t})$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Menurut Jogiyanto (2005), efisiensi pasar diuji dengan melihat *return* tidak normal (*abnormal return*) yang terjadi. Pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa

pelaku pasar dapat menikmati *return* yang tidak normal dalam jangka waktu yang cukup lama.

Abnormal return diperoleh dari selisih return sesungguhnya dengan *return* ekspektasi. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke- t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi.

Brown dan Warner (1985) mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan model estimasi sebagai berikut :

1. *Mean-adjusted Model*

Model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*) ini menganggap bahwa *return* ekspektasi yang bernilai konstan sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*) :

$$E [R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,j}}{T}$$

Keterangan :

$E [R_{i,t}]$ = *return* ekspektasi sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t

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

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event windows*).

Periode estimasi dan periode jendela dapat dilihat pada gambar dibawah ini :



Gambar 2. Periode estimasi dan periode jendela

Pada gambar 1, t_1 sampai dengan t_2 merupakan periode estimasi, t_3 sampai dengan t_4 merupakan periode jendela dan t_0 merupakan saat terjadinya peristiwa. Panjang dari periode jendela ini bervariasi. Lama dari periode jendela yang umum digunakan berkisar 3 hari sampai dengan 121 hari untuk data harian dan 3 bulan sampai dengan 121 bulan untuk data bulanan.

Lamanya periode jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwanya merupakan peristiwa yang dinilai ekonomis (seperti pengumuman *right issue*, pengumuman laba, dan pengumuman pembagian *dividen*) dapat ditentukan dengan mudah oleh investor, periode jendela dapat pendek, disebabkan karena investor dapat bereaksi dengan cepat. Sebaliknya untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit (misalnya *merger*), investor akan membutuhkan waktu yang lama untuk bereaksi.

2. *Market Model*

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahapan, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan

data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_1 \cdot R_{m,j} + \varepsilon_{i,j}$$

Keterangan :

- $R_{i,j}$ = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j
 α_i = *intercept* untuk sekuritas ke-i
 β_1 = koefisien *slope* yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i
 $R_{m,j}$ = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j
 $\varepsilon_{i,j}$ = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

3. *Market-Adjusted Model*

Model disesuaikan pasar (*Market-Adjusted Model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, kita tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. *Return* indeks pasar dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$E(R_{m,t}) = \frac{IHS_{Gt} - IHS_{Gt-1}}{IHS_{Gt-1}}$$

Keterangan :

- $E(R_{m,t})$ = *Return* Pasar
 IHS_{Gt} = Indeks Harga Pasar pada periode t

IHSGt-1 = Indeks Harga Pasar pada periode sebelumnya

2.7 Return Ekspektasi (*expected return*)

Return ekspektasi (*expected return*) merupakan *return* yang digunakan untuk mengambil keputusan investasi. *Return* ini penting bila dibandingkan dengan *return* historis karena *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan dari investor yang akan dilakukan.

Menurut Jogiyanto (2003) *Return* ekspektasi (*expected return*) dapat dihitung berdasarkan beberapa cara :

1. Berdasarkan nilai estimasi masa depan.

Return ekspektasi cara ini dihitung dengan metode nilai ekspektasi (*expected value*) yaitu mengalikan hasil-hasil masa depan (*outcome*) dengan probabilitas kejadiannya dan menjumlah semua produk perkalian tersebut. *Return* ekspektasi dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R_i) = \sum_{j=1}^n (R_{ij} \cdot P_j)$$

Keterangan :

$E(R_i)$ = *return* ekspektasi suatu aktiva atau sekuritas ke-i,

R_{ij} = hasil masa depan ke-j untuk sekuritas ke-i

P_j = probabilitas hasil masa depan ke-j (untuk sekuritas ke-i)

N = jumlah dari hasil masa depan.

2. Berdasarkan nilai-nilai *return* historis.

Menghitung hasil masa depan dan probabilitasnya merupakan hal yang tidak mudah dan bersifat subyektif. Akibat dari perkiraan yang subyektif ini, ketidakakuratan akan terjadi. Untuk mengurangi ketidakakuratan data historis dapat digunakan sebagai dasar ekspektasi.

Ada tiga metode yang dapat diterapkan untuk menghitung *return* ekspektasi dengan menggunakan data historis, yaitu :

1. Metode rata-rata (*mean method*)

Metode rata-rata mengasumsikan bahwa *return* ekspektasi dapat dianggap sama dengan rata-rata nilai historisnya.

2. Metode tren (*trend method*)

Beranggapan bahwa distribusi data *return* bersifat acak sehingga sulit digunakan untuk memprediksi, sehingga diperkirakan *return* terakhir akan terulang di masa depan.

3. Metode jalan acak (*random walk method*)

Jika distribusi data *return* tidak mempunyai pola dan acak, maka *random walk method* akan menghasilkan *return* ekspektasi lebih tepat.

3. Berdasarkan model *return* ekspektasi

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

Selain itu juga terdapat model lain untuk mengestimasi *return* ekspektasi, yaitu model indeks tunggal (*Single Index Model*) dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Model Indeks Tunggal (*Single Index Model*) pertama kali dikembangkan oleh Willian Sharp (1963). Pendapatan saham yang diharapkan (*expected return*) adalah pendapatan yang diharapkan dari satu saham dimasa datang, yang sesuai dengan tingkat risiko dari saham tersebut. Sebelum menghitung *expected return* terlebih dahulu mencari besarnya koefisien nilai alfa dan beta untuk masing-masing saham dengan cara meregresikan $R_{i,t}$ dengan $R_{m,t}$ selama periode yang diteliti. Menghitung normal *return* dengan menggunakan nilai alfa dan beta yang dihitung sebelumnya, sedangkan *market return* yang digunakan adalah *market return* selama periode penelitian. Dihitung dengan menggunakan *single Index Model*, yaitu dengan rumus :

$$E (R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i * R_{m,t}$$

Keterangan :

$E (R_{i,t})$ = *expected return* untuk sekuritas ke- i pada peristiwa ke- t

α_i = *intercept* untuk sekuritas ke-i

β_i = koefisien *slope* yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

$R_{m,t}$ = *return* pasar

Capital Asset Pricing Model (CAPM) Bentuk CAPM pertama kali dikembangkan oleh Sharpe (1964), Linter (19665) dan Mossin (1969).

Model CAPM menggunakan beta dalam mengestimasi *return*. Untuk portofolio, tambahan *return* ekspektasi terjadi diakibatkan oleh tambahan risiko dan portopolio bersangkutan. Untuk sekuritas individual, tambahan *return* ekspektasi diakibatkan oleh tambahan risiko sekuritas individual yang diukur dengan beta.

Menurut Jogianto (2009), beta menentukan besarnya tambahan *return* ekspektasi untuk sekuritas individual dengan argumentasi bahwa untuk portofolio yang didiversifikasikan dengan sempurna, risiko tidak sistematis (*nonsystematic risk*) cenderung menjadi hilang dan risiko yang relevan hanya risiko sistematis yang diukur oleh beta.

Beta untuk portofolio pasar bernilai satu (1). Suatu sekuritas yang mempunyai beta lebih kecil dari 1 dikatakan berisiko lebih kecil dari risiko portofolio pasar.

Sebaliknya, suatu sekuritas yang mempunyai nilai beta lebih dari 1 dikatakan mempunyai risiko sistematis yang lebih besar dari risiko pasar. Jika sekuritas memiliki beta sama dengan beta portofolio pasar atau sama dengan 1 maka diharapkan sekuritas ini mempunyai *return* ekspektasi yang sama dengan *return* ekspektasi portofolio pasar atau $E(R_m)$. Untuk sekuritas individual yang mempunyai beta lebih kecil (besar) dari 1, maka diharapkan akan mendapatkan *return* ekspektasi lebih kecil (besar) dibandingkan dengan *return* ekspektasi portofolio.

Persamaan dari model CAPM adalah :

$$E(R_i) = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Keterangan :

$E(R_i)$ = *Expected Return*

R_f = *Return* aktiva bebas risiko

$E(R_m)$ = *Return* Pasar

β = Beta

Untuk mengaplikasikan model CAPM ke persamaan regresi, maka nilai R_f perlu dipindahkan dari ruas kanan ke ruas kiri persamaan, sehingga didapat persamaan sebagai berikut :

$$R_i - R_f = \beta (R_m - R_f)$$

Dari persamaan tersebut, dependen variabel sebesar $(R_i - R_f)$, dan independent variabel sebesar $(R_m - R_f)$.