

## **II. TINJAUAN PUSTAKA**

### **2.1. Pasar Modal**

Menurut Usman Marzuki (1989) dalam Panji Anoraga (2001) Pasar modal adalah pelengkap di sektor keuangan terhadap dua lembaga lainnya yaitu bank dan lembaga pembiayaan. Pasar modal memberikan jasanya yaitu menjembatani hubungan antara pemilik modal dalam hal ini disebut investor dengan peminjam dana dalam hal ini disebut emiten.

Pengertian klasik dari pasar modal adalah pengertian sebagaimana yang ada di negara negara kapitalis seperti amerika, yakni suatu bidang usaha perdagangan surat surat berharga seperti saham, obligasi, dan sekuritas efek. Menurut Undang-undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995 memberikan pengertian pasar modal yaitu 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. ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), 2010).

Pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus (Husnan Suad,2000),yaitu:

- Fungsi ekonomi

Menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari para investor yang menanamkan dananya pada pasar modal (*lenders*) kepada emiten atau perusahaan yang menerbitkan efek di pasar modal (*borrowers*). *Lenders* akan mengharapkan akan memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut, sedangkan dari sisi *borrowers*, tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan mereka melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari perusahaan. Fungsi ekonomi sebenarnya dilakukan oleh perantara keuangan lainnya (seperti perbankan), tetapi dalam pasar modal yang diperdagangkan adalah dana jangka panjang.

- Fungsi Keuangan

Fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh *borrowers*, dan *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi.

## 2.2. Indeks Harga Saham

Indeks harga saham adalah indikator atau cerminan pergerakan harga saham. Indeks tersebut merupakan salah satu pedoman bagi investor untuk melakukan investasi di pasar modal, khususnya saham. Indeks Harga Saham adalah suatu angka yang digunakan untuk menunjukkan pergerakan harga saham dari waktu ke waktu (www.idx.co.id,2010). Dari definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa indeks berfungsi sebagai indikator trend pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat, apakah pasar sedang aktif atau lesu.

Dengan adanya indeks, dapat diketahui trend pergerakan harga saham saat ini, apakah sedang naik, stabil atau turun. Saat ini Bursa Efek Indonesia memiliki 11 jenis indeks harga saham, yang secara terus menerus disebarluaskan melalui media cetak maupun elektronik. Indeks-indeks tersebut adalah ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), 2010) :

- Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Menggunakan semua Perusahaan Tercatat sebagai komponen perhitungan Indeks. Agar IHSG dapat menggambarkan keadaan pasar yang wajar, Bursa Efek Indonesia berwenang mengeluarkan dan atau tidak memasukkan satu atau beberapa Perusahaan Tercatat dari perhitungan IHSG. Dasar pertimbangannya antara lain, jika jumlah saham Perusahaan Tercatat tersebut yang dimiliki oleh publik (*free float*) relatif kecil sementara kapitalisasi pasarnya cukup besar, sehingga perubahan harga saham Perusahaan Tercatat tersebut berpotensi mempengaruhi kewajaran pergerakan IHSG.

- Indeks Sektoral

Menggunakan semua Perusahaan Tercatat yang termasuk dalam masing-masing sektor. Sekarang ini ada 10 sektor yang ada di BEI yaitu sektor Pertanian, Pertambangan, Industri Dasar, Aneka Industri, Barang Konsumsi, Properti, Infrastruktur, Keuangan, Perdagangan dan Jasa, dan Manufaktur.

- Indeks LQ45

Indeks yang terdiri dari 45 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang sudah ditentukan. *Review* dan penggantian saham dilakukan setiap 6 bulan.

- *Jakarta Islamic Index (JII)*

Indeks yang menggunakan 30 saham yang dipilih dari saham-saham yang masuk dalam kriteria syariah (Daftar Efek Syariah yang diterbitkan oleh Bapepam-LK) dengan mempertimbangkan kapitalisasi pasar dan likuiditas.

- Indeks Kompas100

Indeks yang terdiri dari 100 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang sudah ditentukan. *Review* dan penggantian saham dilakukan setiap 6 bulan.

- Indeks BISNIS-27

Kerja sama antara Bursa Efek Indonesia dengan harian Bisnis Indonesia meluncurkan indeks harga saham yang diberi nama Indeks BISNIS-27. Indeks yang terdiri dari 27 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih berdasarkan kriteria fundamental, teknikal atau likuiditas transaksi dan Akuntabilitas dan tata kelola perusahaan.

- Indeks PEFINDO25

Kerja sama antara Bursa Efek Indonesia dengan lembaga rating PEFINDO meluncurkan indeks harga saham yang diberi nama Indeks PEFINDO25. Indeks ini dimaksudkan untuk memberikan tambahan informasi bagi pemodal khususnya untuk saham-saham emiten kecil dan menengah (*Small Medium Enterprises / SME*). Indeks ini terdiri dari 25 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih dengan mempertimbangkan kriteria-kriteria seperti: Total Aset, tingkat pengembalian modal (*Return on Equity / ROE*) dan opini akuntan publik. Selain kriteria tersebut di atas, diperhatikan juga faktor likuiditas dan jumlah saham yang dimiliki publik.

- Indeks SRI-KEHATI

Indeks ini dibentuk atas kerja sama antara Bursa Efek Indonesia dengan Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia (KEHATI). SRI adalah kependekan dari *Sustainable Responsible Investment*. Indeks ini diharapkan memberi tambahan informasi kepada investor yang ingin berinvestasi pada emiten-emiten yang memiliki kinerja sangat baik dalam mendorong usaha berkelanjutan, serta memiliki kesadaran terhadap lingkungan dan menjalankan tata kelola perusahaan yang baik. Indeks ini terdiri dari 25 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih dengan mempertimbangkan kriteria-kriteria seperti: *Total Aset, Price Earning Ratio (PER)* dan *Free Float*.

- Indeks Papan Utama

Menggunakan saham-saham Perusahaan Tercatat yang masuk dalam Papan Utama.

- Indeks Papan Pengembangan

Menggunakan saham-saham Perusahaan Tercatat yang masuk dalam Papan Pengembangan.

- Indeks Individual

Indeks harga saham masing-masing Perusahaan Tercatat.

### **2.3. Saham**

Saham dapat didefinisikan sebagai surat berharga sebagai bukti penyertaan atau pemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan (Anoraga, Pandji, 2001) . Kepemilikan saham menyatakan kepemilikan perusahaan. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas asset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)).

Harga dasar suatu saham sangat erat kaitannya dengan harga pasar suatu saham. Harga dasar suatu saham dipergunakan di dalam perhitungan indeks harga saham. Harga saham adalah harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Kebanyakan harga saham berbeda dengan nilai saham, makin sedikit informasi yang bisa diperoleh untuk menghitung nilai saham, makin jauh perbedaan tersebut (Jogiyanto, 2000).

### **2.4. Efisiensi Pasar (*Market Efficiency*)**

Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970) dalam Jogiyanto(2000). Dalam konteks ini yang dimaksud dengan pasar adalah pasar modal (*capital market*) dan pasar uang. Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), sesudah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada.

Pasar modal yang efisien merupakan harapan bagi setiap pelaku yang terlibat didalamnya. Secara formal pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas–sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru direspon suatu pasar modal, maka semakin efisien pasar tersebut.

Informasi yang relevan sebagaimana disebutkan oleh Fama (1970) diklasifikasikan menjadi tiga yaitu:

- Perubahan harga diwaktu yang lalu
- Informasi yang tersedia kepada publik
- Informasi yang tersedia baik kepada publik atau tidak

Apabila pasar modal efisien bisa tercapai maka banyak manfaat yang bisa diraih antara lain adalah:

- Dalam pasar modal efisien, harga yang terjadi tidak dapat dipengaruhi oleh seorang investor maupun sekelompok pemodal tertentu, sehingga tidak mungkin terjadi

manipulasi harga. Berarti pula harga yang terjadi adalah harga yang wajar karena semua investor sudah mengetahui informasi- informasi baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan.

- Dapat meningkatkan kepuasan bagi investor untuk menginvestasikan dananya di pasar modal. Hal ini selanjutnya akan dapat menolong perkembangan pasar modal dengan lebih baik.
- Pasar modal efisien dapat digunakan oleh para penentu kebijakan dan pihak- pihak yang berkepentingan sebagai dasar pengambilan keputusan,'

Dipasar modal yang efisien harga yang terjadi adalah wajar, informasi bisa diakses dengan cepat dan benar, maka para investor akan lebih mudah mengambil keputusan atas investasinya sehingga kondisi ini akan mendorong pertumbuhan ekonomi akibat dari penentuan produksi dan investasi yang matang.

Karena dalam pasar modal efisien, tingkat *return* aktual sama dengan tingkat *return* yang diharapkan investor, maka dengan kondisi ini investor dapat diuntungkan karena tingkat *return* dan risiko yang mereka harapkan bisa tercapai.

Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorang pun baik investor individu maupun investor institusi akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), sesudah disesuaikan dengan resiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara sekuritas dan informasi.



Efisiensi pasar sebagai dasar pengambilan keputusan secara informasi dibagi menjadi 3 (Fama, 1970) dalam Suad Husnan (1998), yaitu :

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*Weak Form*)

Pasar dikatakan bentuk lemah apabila harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Bentuk efisiensi pasar dalam bentuk ini berkaitan dengan teori acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang, sehingga tidak dapat digunakan untuk memprediksi nilai sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

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

Pasar dikatakan setengah kuat jika harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut :

- Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*). Contoh dari informasi yang dipublikasikan ini misalnya adalah pengumuman laba, pengumuman pembagian

deviden, pengumuman pengembangan produk baru, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, pengumuman pergantian pemimpin perusahaan dan lain sebagainya.

- Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut. Contoh dari informasi ini misalnya adalah regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan (reserved requirement) yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas tidak hanya sebuah bank saja, tetapi mungkin semua emiten di dalam industri perbankan.
- Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak ke harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan di suatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan.

Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat maka tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama.

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

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini maka tidak ada individual investor maupun grup dari investor yang dapat memperoleh *abnormal return* karena memiliki informasi privat.

Tujuan Fama pada tahun 1970, (Suad Husnan, 1998 ) membedakan dalam tiga bentuk pasar efisien ini adalah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar. Ketiga bentuk efisiensi pasar ini berhubungan satu dengan yang lain. Hubungan ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu : bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat.

#### 2. 4. 1. Alasan-alasan pasar yang efisien

Pasar menjadi efisien karena terjadinya beberapa peristiwa berikut ini,(Jogiyanto, 2000):

- Investor adalah penerima harga ( *price takers* ), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang menentukan *demand* dan *supply*.
- Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah.

Umumnya pelaku pasar menerima informasi lewat radio, koran atau media massa lainnya, sehingga informasi tersebut dapat diterima pada saat yang bersamaan.

- Informasi dihasilkan secara acak ( *random* ) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya random satu dengan yang lainnya, secara random artinya bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
- Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru. Kondisi ini dapat terjadi jika pelaku pasar merupakan individu-individu yang canggih (*sophisticated*) yang mampu memahami dan menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik.

#### 2. 4. 2. Alasan-alasan pasar tidak efisien

Pasar dapat dikatakan tidak efisien jika kondisi-kondisi berikut ini terjadi (Jogiyanto, 2000) :

- Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas.
- Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya terhadap suatu informasi yang sama.
- Informasi yang disebarakan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pelaku pasar.
- Investor adalah individual-individual yang lugas ( *naive investors* ) dan tidak canggih ( *unsophisticated investors* ).

## 2.5. Return Saham

Return merupakan hasil yang diperoleh dari suatu investasi (Jogiyanto, 2000). *Return* saham dibagi menjadi dua macam yaitu *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). Return realisasi merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis sedangkan *return* ekspektasi adalah *return* yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis juga berguna sebagai sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dimasa yang akan datang. Biasanya reutrnrn realisasi digunakan sebagai salah satu ukuran kinerja perusahaan.

Sumber-sumber *return* yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. *Capital gain (loss)* merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga yang bisa memberi keuntungan (kerugian) bagi investor. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke- $t$  yang merupakan selisih harga sekarang relative terhadap harga sebelumnya . Sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi. *Return* ekspektasi dapat dihitung menggunakan 3 model estimasi yakni *mean adjusted model*, *market model* dan *market adjusted model* (Jogiyanto, 2000).

Dalam melakukan investasi dalam saham, seorang investor selalu mengharapkan adanya *return* atau keuntungan. *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal (saham perusahaan *go public*) biasa diistilahkan dengan *return*. Dalam pasar saham tidak selalu menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi investor. Namun beberapa komponen *return* saham yang memungkinkan pemodal meraih keuntungan adalah deviden, saham bonus, dan *capital gain*.

Komponen suatu *return* terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran bersifat periodik seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividen dan sebagainya. Disebut juga pendapatan lancar maksudnya

adalah keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan dengan cepat. Misalnya kupon bunga obligasi yang membayar bunganya dalam bentuk giro/cek, yang tinggal diuangkan, demikian juga dividen saham, yaitu dibayarkan dalam bentuk saham, yang dikonversi menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya.

Komponen kedua dari *return* adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih harga jual dengan harga beli suatu instrumen investasi. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen *return* berupa *capital gain* atau *capital loss*. *Capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut habis diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan-perubahan nilai suatu investasi. Investasi yang dapat memberikan *capital gain* seperti obligasi dan saham, sedangkan yang tidak memberikan komponen *return capital gain* seperti sertifikat deposito, tabungan dan sebagainya.

Sedangkan untuk mendapat *return* atau keuntungan tertentu seorang investor juga harus memperhatikan resiko yang akan ditanggungnya jika ingin memperoleh *return* tertentu. Resiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaan, berarti semakin besar resiko investasi tersebut.

Resiko terdiri dari bermacam-macam sebab, antara lain adalah resiko suku bunga, resiko pasar, resiko inflasi, resiko bisnis, resiko finansial, resiko likuiditas, resiko nilai tukar mata uang. Adapun resiko dibagi dalam jenis resiko, yaitu resiko umum (*general risk*) yang merupakan resiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Dan yang satu adalah resiko spesifik (resiko perusahaan) adalah resiko yang tidak berkaitan dengan perubahan pasar secara keseluruhan.

Return sendiri dapat berupa *return* aktual maupun *return* ekspektasi. *Return* aktual (*Actual return*) merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* aktual penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan serta sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) untuk mengukur risiko di masa yang akan datang.

*Return* saham sesungguhnya ( $R_{i,t}$ ) diperoleh dari harga saham harian sekuritas  $i$  pada waktu ke- $t$  ( $P_{i,t}$ ) dikurangi harga saham harian sekuritas  $i$  pada waktu ke  $t-1$  ( $P_{i,t-1}$ ),

dibagi harga saham harian sekuritas  $i$  pada waktu  $t-1$  ( $P_{i,t-1}$ ) atau dengan rumus:

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

Keterangan :

$R_{i,t}$  = tingkat pengembalian (*return*) saham

$P_{i,t}$  = Harga saham pada periode  $t$



$P_{i,t-1}$  = Harga saham pada periode t-1 (sebelumnya)

Sedangkan *return* ekspektasi adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang, jadi sifatnya belum terjadi.

Return ekspektasi dapat dihitung menggunakan 3 model estimasi yakni *Mean Adjusted Model*, *Market Model* dan *Market Adjusted Model* (Jogiyanto, 2000) :

1. *Mean Adjusted Model*

Model disesuaikan rata rata (mean adjusted model) ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yaitu sebesar nilai rata rata *return actual* sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*),

sebagai berikut :

$$E [R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{i,j}}{T}$$

Keterangan :

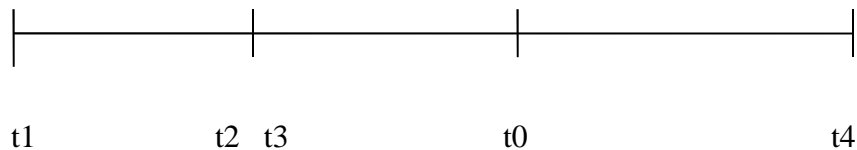
$E[R_{i,t}]$  = *return* ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

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

T = Lamanya periode estimasi yaitu dari t1 sampai dengan t2

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

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



Gambar 2. Periode Estimasi dan periode jendela

Pada gambar 2,  $t_1$  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 jendela ini bervariasi. Lama dari 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 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 oleh investor dapat bereaksi dengan cepat. Sebaliknya untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit ditentukan

oleh investor (misalnya merger), investor akan membutuhkan waktu lama untuk bereaksi.

## 2. *Market Model*

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap yaitu :

- (1) Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi
- (2) Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan tehnik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

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

Keterangan:

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

$\alpha_i$  = intercept untuk sekuritas ke-i

$\beta_i$  = koefisien *slope* yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

$R_{m,j}$  = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

## 3. *Market Adjusted Model*

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan indeks pasar. Indeks pasar yang dapat dipilih untuk pasar BEI misalnya IHSG (Indek Harga Saham Gabungan). *Return* indeks pasar bisa dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$E(R_{i,t}) = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan :

$E(R_{i,t})$  = *return* pasar

$IHSG_t$  = indeks harga pasar pada periode t

$IHSG_{t-1}$  = indeks harga pasar pada periode sebelumnya

Model perhitungan return eskpetasi lainnya :

a. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

*Expected return* diukur dengan mempertimbangkan *return* pasar dan suku bunga bebas risiko.

Model CAPM yang digunakan sebagai dasar perhitungan *expected return* adalah sebagai berikut:

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

Keterangan :

$R_f$  = tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*)

$R_m$  = return pasar

= beta masing-masing saham yang dihitung dengan menggunakan interpolasi dengan menggunakan data return harian.

Return saham harian dan return pasar harian dihitung berdasarkan formula tradisional, yaitu prosentase selisih dari nilai periode t terhadap nilai periode t-1 dibagi nilai periode t-1 dan hasilnya dikalikan dengan seratus persen. Abnormal return saham merupakan selisih antara return sesungguhnya (*actual return*) dan return yang diharapkan (*expected return*). Abnormal return bisa bernilai positif atau negatif.

b. *Single Index Market Model (SIMM)*

Pendapatan saham yang diharapkan (*expected return*) adalah pendapatan yang diharapkan dari suatu saham di masa datang, yang sesuai dengan tingkat resiko 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 Market Model (SIMM)*, yaitu dengan rumus :

$$E(R_{i,t}) = i + i * R_{mt}$$

## 2.6. Anomali Pasar ( *Market Anomalies* )

Jones (1996) mendefinisikan anomali pasar sebagai atau strategi yang tampaknya berlawanan dengan pasar efisien. Anomali adalah kejadian atau peristiwa yang tidak diantisipasi dan yang menawarkan investor peluang untuk memperoleh *abnormal return*. Anomali yang ada, tidak hanya ditemukan pada satu jenis bentuk pasar efisien saja, tetapi ditemukan pada bentuk pasar efisiensi yang lainnya walaupun kebanyakan ditemukan pada bentuk efisiensi semi kuat (*semi strong*).

## 2.7. *Abnormal Return*

*Abnormal return* merupakan kelebihan *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (Jogiyanto, 2000). *Abnormal return* sering digunakan sebagai dasar pengujian kandungan informasi dari suatu pengumuman peristiwa dan akhirnya akan digunakan untuk menguji efisiensi pasar. Suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *return* yang tidak normal pada pasar dan sebaliknya. Penghitungan *abnormal return* dapat dilakukan dengan mengurangi *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang dikurang harga sebelumnya. Sedangkan untuk *return* ekspektasi dapat di estimasi dengan *Mean-adjusted model*, *market model*, *market-adjusted model*, CAPM, dan APT

*Abnormal return* adalah *return* yang didapat investor yang tidak sesuai dengan pengharapan. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang didapatkan. Selisih *return* akan positif jika *return* yang didapatkan lebih besar dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung. Sedangkan *return* akan negatif jika *return* yang didapat lebih kecil dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung.

*Abnormal return* dapat terjadi karena adanya kejadian - kejadian tertentu, misalnya hari libur nasional, awal bulan, awal tahun, suasana politik yang tidak menentu, kejadian-kejadian yang luar biasa, stock split, penawaran perdana saham, dan lain-lain. Studi peristiwa menganalisis *return* tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi (Jogiyanto, 2000 ).

Untuk menghitung *abnormal return* dari saham *i* pada hari ke *t* digunakan formula sebagai berikut :

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

Keterangan:

$AR_{i,t}$  = *abnormal return* sekuritas ke-*i* pada peristiwa ke *t*

$R_{i,t}$  = *actual return* untuk sekuritas ke- *i* pada peristiwa ke *t*

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

### 2.7.1. Rata-Rata *Return* Tidak Normal (*Average Abnormal return*)

Pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *return* tidak normal seluruh sekuritas secara cross section untuk tiap-tiap hari di periode jendela.

Rata-rata *return* tidak normal untuk hari ke-t dapat dihitung berdasarkan aritmatika sebagai berikut:

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

Keterangan:

$AAR_t$  = rata-rata *abnormal lreturn* pada waktu t

$AR_{i,t}$  = *abnormal return* sekuritas ke-i pada peristiwa ke t

$K$  = jumlah sekuritas yang melakukan pengumuman peristiwa

## 2.8. Studi Peristiwa (*Event study*)

Penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi sering disebut dengan studi peristiwa (*event study*). Menurut Jogiyanto (2000), 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.

Pengujian kandungan informasi dan pengujian pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, 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 digunakan *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, 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 (*information 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 untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju harga keseimbangan baru.

Tujuan *event study* adalah untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan *return* dari surat berharga tersebut. Selain itu reaksi pasar dapat juga diindikasikan dengan adanya perubahan volume perdagangan.

## **2.9. Telaah Penelitian Terdahulu**

Sebagian besar penelitian *event study* yang dilakukan terdahulu menggunakan berbagai event yang terkait langsung dengan aktivitas ekonomi atau bisnis. Sebagian penelitian tersebut dilakukan untuk menguji efisiensi suatu pasar modal. Namun beberapa penelitian *event study* yang terbaru cenderung untuk mengamati reaksi pasar modal dengan menggunakan berbagai event yang tidak terkait dengan aktivitas-aktivitas ekonomi.

Dr. Adler Haymans Manurung dan Cahyanti Ira K (2004) dalam penelitian *event study* yang dilakukannya dengan judul Pengaruh Peristiwa Politik (Pengumuman Hasil Pemilu Legislatif, Pengumuman hasil Pemilihan Presiden, Pengumuman Susunan Kabinet, Reshuffle Kabinet) Terhadap Sektor- Sektor Industri di Bursa Efek Jakarta menghasilkan abnormal return yang signifikan di Bursa Efek Jakarta dikarenakan informasi dari peristiwa-peristiwa politik tersebut. Selain itu penelitian tersebut menunjukkan bahwa sektor keuangan, sektor perdagangan, jasa dan investasi, serta sektor konstruksi, properti dan real estate menunjukkan reaksi setiap kali peristiwa politik terjadi. Hal ini memberikan implikasi bahwa pada masa-masa ketidakpastian politik selama beberapa

hari di sekitar peristiwa politik, investasi pada sector-sektor yang terlalu reaktif terhadap peristiwa politik sebaiknya dihindari jika ada indikasi bahwa informasi yang muncul tidak sesuai dengan harapan investor secara umum.