

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Pengertian Saham

Terdapat beberapa definisi yang dapat menjelaskan mengenai pengertian saham dengan uraian yang berbeda-beda. Tentunya ditinjau dari sudut pandang pihak-pihak yang mendefinisikan mengenai saham dan kepentingan yang berbeda-beda. Adapun pengertian saham adalah sebagai berikut :

Saham merupakan surat tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan.⁶

Saham merupakan salah satu jenis dari sekuritas yaitu suatu sertifikat yang menunjukkan kepemilikan (penyertaan modal) seseorang atau badan dalam suatu perusahaan.⁷

Saham adalah bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu perseroan terbatas.⁸

Saham adalah penyertaan dalam modal dasar suatu perseroan terbatas.⁹

Sementara itu, sekuritas mempunyai pengertian yang lebih luas, yaitu:

Sekuritas merupakan secarik kertas yang menunjukkan hak pemodal (pihak yang memiliki kertas tersebut) untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan

⁶ Sarwiji. Widiatmojo, 1996, Cara Sehat Investasi di Pasar Modal "Pengetahuan Dasar", Jakarta: Jurnalindo Aksara Grafika, Hal 43.

⁷ Panji.Anaraga dan Wiwik.Widiyanti, 1995, Pasar Modal "Keberadaan dan Manfaat Bagi Pembangunan", Edisi Kedua, Jakarta: Rekina Cipta, Hal 51.

⁸ Bambang. Riyanto, 1995, Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan, Edisi Keempat, Yogyakarta: BPF, Hal 240.

⁹ Sumartono, 1990, Pengantar Tentang Pasar Modal di Indonesia, Cetakan Pertama, Jakarta: Ghalia Indonesia, Hal 10.

organisasi yang menerbitkan sekuritas tersebut dan berbagai kondisi yang memungkinkan menjalankan haknya.¹⁰

B. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal diartikan sebagai pertemuan antara pembeli dan penjual untuk saling mengadakan transfer barang atau jasa.¹¹ Dari pengertian diatas terdapat beberapa hal yang perlu penekanan, pertama, pasar modal tidak mutlak memerlukan lokasi fisik, yang diperlukan adalah komunikasi antara pembeli dan penjual mengenai aspek yang relevan dengan pembelian dan penjualan. Kedua, pasar tidak mesti memiliki sendiri barang dan jasa yang diperdagangkan. Dan ketiga, pasar dapat memperdagangkan beberapa macam barang dan jasa.

Secara garis besar pasar modal sebenarnya memiliki pengertian tidak jauh berbeda dengan pasar-pasar yang lain. Namun secara sederhana pasar modal dapat diartikan sebagai pasar dimana diterbitkan serta diperdagangkan surat-surat berharga jangka panjang, khususnya obligasi saham.¹²

Dalam pasal 1 Kepres No 60 tahun 1988 tertanggal 20 Desember 1988 tentang pasar modal, memberikan pengertian bahwa Pasar Modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawaran dan permintaan dana jangka panjang dalam bentuk efek. Selanjutnya, Departemen Keuangan RI melalui publikasi BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) tahun 1984 mendefinisikan bursa efek

¹⁰ Suad Husnan, 1994, Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas, Yogyakarta, UPP AMP YKPN, Hal 3.

¹¹ Murdiyono Triwidodo, 1994, Memahami Pasar Modal Indonesia, Yogyakarta, BPFE UII, Hal 15.

¹² Ibid, Hal 17.

sebagai suatu sistem yang terorganisasi dengan mekanisme resmi untuk mempertemukan penjualan efek (pihak defisit dana) dengan pembeli efek (pihak yang surplus dana) secara langsung atau melalui wakil-wakilnya.

Sedangkan secara formal pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan atas sekuritas jangka panjang yang bisa diperjual belikan baik dalam bentuk hutang atau modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, publik authorities, maupun perusahaan swasta.¹³

Jadi dapat disimpulkan bahwa Pasar Modal adalah salah satu lembaga keuangan non bank yang merupakan salah satu sarana alternatif untuk memperoleh sumber dana dengan jalan memperjual belikan sekuritas jangka panjang.

C. Manfaat Pasar Modal

Pasar modal sebagai alternatif menghimpun dana sebagai sarana investasi banyak memberikan manfaat tidak hanya bagi *emiten*, tetapi juga bagi pihak-pihak lain seperti pemodal, lembaga penunjang dan pemerintah.

Bagi *emiten*, pada suatu masa kemungkinan perusahaan sudah mencapai titik dimana *debt to equity ratio tinggi*. Apabila hal ini terjadi perusahaan akan kesulitan mendapatkan pinjaman dari perbankan. Tetapi dengan adanya pasar modal, perusahaan akan mendapatkan alternatif lain dalam mendapatkan dana segar. Keuntungan lain dari adanya pasar modal bagi *emiten* antara lain :

¹³ Suad Husnan, op.cit, Hal 3.

- Tidak ada *covenant* (akad atau perjanjian) sehingga manajemen dapat bebas (punya keleluasaan) dalam mengelola dana yang diperoleh perusahaan.
- Solvabilitas perusahaan tinggi sehingga akan memperbaiki citra perusahaan dan ketergantungan terhadap bank kecil.
- Tidak ada beban finansial yang tetap dan profesionalisme manajemen akan cenderung meningkat.

Bagi pemodal, investasi di pasar modal adalah merupakan sarana investasi alternatif yang dapat dimanfaatkan oleh masyarakat pemodal. Manfaat yang diberikan antara lain :

- Nilai investasi berkembang mengikuti pertumbuhan ekonomi. Perkembangan tersebut tercermin dari perubahan harga saham yang diharapkan akan menjadi *capital gain*.
- Pemegang saham atau investor akan mendapatkan *dividen* dan pemegang obligasi akan mendapatkan bunga tetap setiap periode.
- Dapat melakukan penggantian dan kombinasi surat berharga sehingga dapat mengurangi resiko dan meningkatkan keuntungan.

Bagi lembaga penunjang, berkembangnya pasar modal akan mendorong perkembangan lembaga penunjang menjadi lebih profesional dalam memberikan pelayanan sesuai dengan bidang masing-masing. Manfaat lain adalah munculnya lembaga penunjang baru sehingga akan semakin bervariasi.

Bagi pemerintah, pembangunan yang semakin pesat memerlukan dana yang semakin besar juga. Perkembangan pasar modal merupakan alternatif lain dalam pemanfaatan potensi dana masyarakat sebagai sumber pembiayaan. Manfaat yang diberikan antara lain :

- Sebagai sumber pembiayaan BUMN sehingga tidak lagi tergantung pada subsidi dari pemerintah.
- Manajemen dari badan usaha menjadi lebih baik, hal ini terjadi karena manajemen dituntut untuk lebih profesional.
- Meningkatkan pendapatan dari sektor pajak, penghematan devisa bagi pembiayaan serta memperluas kesempatan kerja.

D. Perkembangan Pasar Modal Indonesia

Pasar modal di Indonesia secara resmi berdiri sejak jaman penjajahan Belanda tepatnya tanggal 14 Desember 1912 bersamaan dengan didirikannya *Vereniging Voor de Effecten Handle* di Jakarta.¹⁴

Efek yang diperjual belikan adalah saham dan obligasi perusahaan perkebunan Belanda yang beroperasi di Indonesia. Namun kegiatan pasar modal saat itu terpaksa dihentikan karena perang dunia kedua, dan bersamaan dengan itu Indonesia menyatakan kemerdekaannya, maka pasar modal ditutup.

Pada tahun 1950 pemerintah Indonesia mengeluarkan obligasi yang mendorong diaktifkannya lagi pasar modal Indonesia melalui UU Darurat No. 3

¹⁴ DepKeu RI, 1984, *Pasar Modal Dan Pembangunan Nasional*, Publikasi Bapepam, Jakarta, Hal 16

Tanggal 01 September 1951, yang kemudian Undang-Undang tersebut ditetapkan sebagai UU No. 15 Tahun 1952. Namun karena pada saat itu inflasi dan tingkat suku bunga sangat tinggi menyebabkan mekanisme pasar modal tidak berjalan dengan baik, sehingga pada tahun 1958 praktis bursa tidak lagi berfungsi. Barulah pada tahun 1977 kegiatan pasar modal resmi dibuka kembali oleh Presiden dengan misi dan motivasi untuk pemerataan kepemilikan saham sehingga tidak jatuh ketangan satu orang saja. Tetapi kenyataannya bursa masih sulit berkembang, karena masih banyaknya campur tangan pemerintah dalam pengelolaannya serta ketatnya aturan-aturan yang diberlakukan. Bahkan pasar modal dikelola sekaligus diawasi oleh lembaga yang sama yakni BAPEPAM yang selain bertindak sebagai pelaksana juga sebagai pengawas pasar modal.

Melihat situasi seperti ini, pemerintah berusaha menggairahkan kembali pasar modal dengan mengeluarkan berbagai kebijakan yang meliputi :

- Paket 27 Desember 1976, pemerintah menghidupkan kembali lembaga pasar modal melalui Kepres No. 52 Tahun 1976 dengan mendirikan BAPEPAM dan PT. Danareksa.
- Paket 23 Desember 1987, Menteri Keuangan menetapkan berbagai kebijakan berupa, penyempurnaan dan persyaratan yang lebih longgar bagi perusahaan yang ingin menjual sahamnya, prosedur pembelian izin profesi pasar modal semuanya sekaligus diurus dan berlaku seterusnya tanpa perlu di perpanjang, dimulainya bursa paralel, dibukanya pasar modal bagi investor asing sampai batas maksimal 49 % dan penghapusan

peraturan yang membatasi fluktuasi harga sampai maksimum 4 % perubahan pada satu hari perdagangan.

- Paket 27 Oktober 1988 dan paket 20 Desember 1988, memberikan lebih banyak kesempatan bagi pasar modal untuk berkembang melalui perlakuan yang sama antara bunga *deposito* dan *dividen* saham dikenakan pajak 15 %, dibukanya kesempatan pengelolaan bursa efek oleh pihak swasta termasuk kesempatan mendirikan bursa baru diluar Jakarta, dan mulainya *Company Listing* yang meningkatkan jumlah saham dan perusahaan yang terdaftar di pasar modal.
- Tanggal 17 April 1992 diswastakannya Bursa Efek Jakarta (BEJ) oleh pemerintah.
- Penghujung tahun 1995 telah diundangkan UU No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal yang berlaku hingga sekarang.
- Dimulainya penerapan perdagangan saham jarak jauh (*remote trading*) mulai bulan Juni 2001, sistem ini akan menghubungkan investor, broker, bursa, KPEI (Kliring Efek Penjaminan Indonesia), serta perbankan secara online. Saat ini baru merupakan awal (penerapan sistem online) karena memperhatikan kesiapan anggota bursa, jadi prosesnya akan bertahap. Jika hubungan antara investor, broker, bursa, dan semua yang terlibat perdagangan saham sudah online dengan sistem STP (*straight true processing*) maka tidak ada lagi intervensi manual.

- Tanggal 19 November 2000, Bursa Efek Jakarta (BEJ) bekerja sama dengan stockSimulation DotCom meluncurkan situs SimulasiSaham.com (www.simulasisaham.com) merupakan situs simulasi pasar modal menggunakan data real time dari BEJ yang pertama di Indonesia.

E. Jenis Sekuritas Yang Diperdagangkan di Pasar Modal

Beberapa jenis sekuritas yang diperdagangkan di pasar modal bertujuan untuk memberikan pilihan kepada investor atau calon investor dalam menginvestasikan uangnya sesuai dengan tujuan investasinya. Adapun sekuritas yang diperdagangkan di pasar modal terdiri dari saham biasa, saham preferen, obligasi, obligasi konversi dan sertifikat right.¹⁵

- Saham biasa adalah bukti tanda kepemilikan atas suatu perusahaan. Jika kita memiliki saham dari suatu perusahaan, ini berarti kita mempunyai hak atas perusahaan tersebut jika perusahaan memperoleh keuntungan dan menanggung resiko jika perusahaan mengalami kerugian sebesar modal yang telah disetorkan. *Deviden* yang diterima tidak tetap, tergantung pada rapat keputusan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Pemilik saham biasa mempunyai hak memilih dalam RUPS.¹⁶
- Saham preferen merupakan kombinasi antara bentuk hutang dan modal sendiri. Pemegang saham preferen berhak atas *deviden* yang tetap

¹⁵ Ibid, Hal 28.

¹⁶ Ibid, Hal 30.

besarnya berapapun keuntungan perusahaan. Umumnya pemilik saham preferen ini tidak mempunyai hak dalam RUPS.¹⁷

- Obligasi adalah surat tanda hutang yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan atau pemerintah. Surat berharga ini diperjual belikan kepada masyarakat luas, dan harga pasar yang terbentuk bisa berubah-ubah sesuai dengan tingkat bunga yang berlaku dimasyarakat. Apabila tingkat bunga diperkirakan naik, maka harga obligasi akan turun begitu juga sebaliknya.¹⁸
- Obligasi konversi adalah obligasi yang dapat dikonversikan atau ditukar menjadi saham biasa pada waktu tertentu.¹⁹
- Sedangkan sertifikat right merupakan sekuritas yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham baru dengan harga tertentu.²⁰

F. Faktor-Faktor Keberhasilan Pasar Modal

Keberhasilan pasar modal tergantung pada beberapa faktor, antara lain penawaran sekuritas, permintaan sekuritas, kondisi politik ekonomi, masalah hukum dan peraturan, dan peran lembaga penunjang pasar modal.²¹

¹⁷ Suad Husnan, 1982, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi 1, Yogyakarta, Liberty, Hal 306

¹⁸ *Ibid*, Hal 303

¹⁹ Suad Husnan, *Loc.cit*, Hal 30

²⁰ Suad Husnan, *Loc.cit*, Hal 30

²¹ Suad Husnan, *Op.cit*, Hal 8

- Penawaran sekuritas (efek), perusahaan yang bersedia menerbitkan sekuritas di pasar modal harus dalam jumlah yang banyak sehingga penawaran dapat dilakukan dalam jumlah yang besar pula.
- Permintaan sekuritas, faktor ini berarti bahwa harus terdapat anggota masyarakat yang memiliki jumlah dana yang cukup besar untuk dipergunakan membeli sekuritas-sekuritas yang ditawarkan. Calon-calon pembeli sekuritas tersebut mungkin berasal dari individu, perusahaan non keuangan, maupun lembaga-lembaga non keuangan. Sehubungan dengan faktor ini, maka income perkapita suatu negara dan distribusi pendapatan mempengaruhi besar kecilnya demand akan sekuritas.
- Kondisi politik dan ekonomi, faktor ini akhirnya akan mempengaruhi supply dan demand sekuritas. Kondisi politik yang stabil akan ikut membantu pertumbuhan ekonomi yang pada akhirnya mempengaruhi supply dan demand akan sekuritas.
- Masalah hukum dan peraturan, pembeli sekuritas pada dasarnya mengandalkan diri pada informasi yang disediakan oleh perusahaan-perusahaan yang menerbitkan sekuritas. Kebenaran informasi menjadi sangat penting disamping kecepatan dan kelengkapan informasi. Peraturan yang melindungi pemodal dari informasi yang tidak benar dan menyesatkan menjadi mutlak diperlukan.
- Peran lembaga-lembaga penunjang pasar modal, lembaga-lembaga seperti BAPEPAM / Bursa Efek, akuntan publik, under writer, wali amanat,

notaris, konsultan hukum, lembaga clearing, dan lain-lain perlu untuk bekerja dengan profesional dan bisa diandalkan sehingga kegiatan emisi dan transaksi di bursa efek dapat berlangsung dengan cepat, efisien dan bisa dipercaya.

BAPEPAM, lembaga ini merupakan lembaga yang dibentuk pemerintah untuk mengawasi pasar modal Indonesia. BAPEPAM merupakan singkatan Badan Pengawas Pasar Modal. Perusahaan-perusahaan yang akan menerbitkan sekuritas, baik saham maupun obligasi harus mendapat ijin dari BAPEPAM, fungsi yang harus dilakukan adalah fungsi pengawasan.

Bursa efek, merupakan lembaga yang menyelenggarakan kegiatan perdagangan sekuritas. Pertemuan antara pembeli dan penjual sekuritas terjadi di bursa ini. Di Indonesia terdapat dua bursa efek, yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Masing-masing mempunyai persyaratan tersendiri agar suatu sekuritas dapat terdaftar dibursa tersebut.

Akuntan publik, peran akuntan publik yang pertama adalah memeriksa laporan keuangan dan memberikan pendapat terhadap laporan keuangan di pasar modal. Pendapat wajar tanpa pengecualian terhadap laporan keuangan dari perusahaan yang akan menerbitkan atau telah terdaftar dibursa, berarti laporan keuangan perusahaan tersebut telah disusun sesuai dengan Prinsip-Prinsip Akuntansi Indonesia tanpa suatu catatan atau kekurangan. Informasi ini sangat membantu pemodal untuk melakukan emisi.

Under writer, perusahaan yang akan menerbitkan sekuritas di bursa (perusahaan tersebut disebut sebagai *emiten*) tentu ingin agar sekuritas yang terjual laku semua, sehingga dana yang diperlukan bisa diperoleh. Untuk menjamin agar penerbitan (emisi) sekuritas yang pertama kali tersebut terjual semua, *emiten* akan meminta under writer untuk menjamin penjualan tersebut. Kalau under writer memberikan jaminan *full commitment* maka semua sekuritas dijamin akan terjual semua. Kalau tidak terjual semua maka under writer itulah yang akan membeli sisanya. Karena under writer menanggung resiko harus membeli sekuritas yang tidak terjual, mereka cenderung berupaya untuk bernegosiasi dengan calon *emiten* agar sekuritas yang ditawarkan tidak terlalu mahal harganya. Disamping itu mereka memperoleh imbalan dalam bentuk fee dari *emiten*.

Wali amanat (*Trustee*), jasa wali amanat diperlukan untuk penerbitan obligasi. Wali amanat mewakili kepentingan pembeli obligasi, pemikirannya adalah karena pembeli obligasi pada dasarnya adalah kreditor dan kredit yang diberikan tidak dijamin dengan agunan apapun. Untuk meminimumkan agar kredit tersebut tidak macet, macet berarti bahwa obligasi yang dibeli tidak dilunasi oleh perusahaan yang menerbitkan, maka ada pihak yang mewakili para pembeli obligasi dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan yang akan menerbitkan obligasi. Wali amanat inilah yang melakukan penilaian terhadap keamanan obligasi yang dibeli oleh para pemodal.

Notaris, jasa notaris diperlukan untuk membuat berita acara Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan menyusun pernyataan keputusan RUPS.

Bagaimanapun juga keputusan untuk menjual sekuritas kepasar modal merupakan peristiwa yang penting dan karenanya perlu memperoleh persetujuan dari para pemegang saham.

Konsultan hukum, jasa konsultan hukum diperlukan agar perusahaan yang menerbitkan sekuritas dipasar modal ternyata terlibat persengketaan hukum dengan pihak lain, juga keabsahan dokumen-dokumen perusahaan perlu diperiksa oleh konsultan hukum tersebut.

Lembaga clearing, perdagangan sekuritas tidak mungkin dilakukan dengan melakukan pemindahan fisik sekuritas-sekuritas yang diperdagangkan. Sekuritas-sekuritas akan disimpan oleh suatu lembaga dan lembaga tersebut bertugas untuk mengatur arus sekuritas tersebut. Berkaitan dengan hal tersebut diatas , berhasilnya suatu pasar modal sangat didukung oleh suatu pasar yang baik (*good market*). Ada beberapa ciri yang menandai bahwa suatu pasar itu baik antara lain :²²

- informasi yang diteliti dan tepat berkenaan dengan harga dan volume dari transaksi lampau dan dengan permintaan dan penawaran yang berlaku.
- Likuiditas, yang berarti sekuritas dapat dibeli dan dijual secara tepat (*marketability*).
- Biaya transaksi rendah (*internal efficiency*) yang berarti semua aspek yang berkaitan dengan transaksi memerlukan biaya rendah (*low cost*).

²² Riley FK, 1989, *Investment Analysis at Portofolio Management*, USA, The Dry den Press.

- Penyesuaian yang cepat dari harga terhadap informasi baru (*external efficiency*) yang berarti harga yang berlaku mencerminkan semua informasi yang ada mengenai sekuritas.

G. Pasar Perdana dan Pasar Sekunder di Bursa Utama

Proses penjualan surat berharga kepada masyarakat telah menciptakan dua pasar, yaitu pasar perdana dan pasar sekunder. Pasar perdana merupakan pasar untuk memperdagangkan klaim finansial yang baru dikeluarkan, dan pasar untuk memperdagangkan klaim finansial yang telah dikeluarkan disebut pasar sekunder.²³ Perusahaan yang ingin mengembangkan usaha, umumnya memerlukan dana yang cukup besar. Dana tersebut dapat diperoleh melalui pinjaman yang harus dibayar kembali beserta bunganya atau modal yang tidak perlu dibayar kembali tetapi cukup dengan pembagian laba, jika ada karena pemodal menjadi bagian dari perusahaan.

Salah satu cara untuk menghimpun dana dari masyarakat adalah melalui penawaran umum dipasar modal. Perusahaan yang akan melakukan penawaran umum harus menyampaikan pernyataan pendaftaran kepada BAPEPAM untuk menawarkan atau menjual efek kepada masyarakat secara efektif. Untuk melakukan penawaran umum, *emiten* harus menunjuk penjamin pelaksana emisi efek. Baik *emiten* maupun penjamin bertanggung jawab atas kebenaran dan kelengkapan pernyataan pendaftaran yang disampaikan kepada BAPEPAM. Pernyataan pendaftaran harus memenuhi

²³ Sentanoe Kertonegoro, 1999, Pasar Uang Pasar Modal, Edisi Kedua, Jakarta, Yayasan TKI.

prinsip keterbukaan. Emiten yang pernyataan pendaftarannya telah menjadi efektif wajib :

- Menyampaikan laporan secara berkala kepada BAPEPAM dan mengumumkan laporan tersebut kepada masyarakat.
- Menyampaikan laporan kepada BAPEPAM dan mengumumkan kepada masyarakat tentang peristiwa materiil yang dapat mempengaruhi harga efek selambat-lambatnya pada hari kedua setelah terjadinya peristiwa tersebut.

Agar perdagangan dapat dilakukan dengan teratur, wajar dan efisien, dikeluarkan ketentuan-ketentuan tentang kegiatan pasar modal dalam suatu Undang-Undang No.08 Tahun 1995 tentang kegiatan pasar modal yang disetujui oleh DPR RI.

Didalam Undang-Undang ini diatur tentang adanya kewajiban bagi perusahaan yang melakukan penawaran umum atau perusahaan yang memenuhi persyaratan sebagai perusahaan publik untuk menyampaikan informasi mengenai keadaan usahanya, baik dari segi keuangan, manajemen, produksi, maupun hal-hal yang berkaitan dengan kegiatan usahanya kepada masyarakat.

Informasi tersebut mempunyai arti sangat penting bagi masyarakat sebagai bahan pertimbangan untuk melakukan investasi. Oleh karena itu, dalam Undang-Undang ini diatur mengenai adanya ketentuan yang mewajibkan pihak yang melakukan penawaran umum dan memperdagangkan efeknya di pasar sekunder untuk memenuhi prinsip keterbukaan. Kegagalan atas kewajiban tersebut mengakibatkan pihak yang melakukan, yang terlibat dengan penawaran umum

bertanggung jawab atas kerugian yang diderita masyarakat dan dapat dituntut secara pidana apabila terkandung unsur penipuan. Sanksi juga diberikan dalam bentuk denda atau kurungan penjara jika informasi yang diberikan tidak akurat atau informasi yang penting dihilangkan. Selain itu, investor yang membeli sekuritas berhak untuk menuntut perusahaan publik untuk mengganti kerugian, jika mereka mengalami kerugian sebagai akibat dari informasi yang salah ini.

Dari keterangan diatas dapat di simpulkan bahwa pada transaksi yang terjadi dipasar perdana terjadi hubungan antara investor dengan perusahaan penerbit surat berharga (*emiten*) tentu saja melalui pialang. Penawaran surat berharga dipasar primer dilakukan oleh penjamin emisi dengan dibantu oleh agen penjualan atau broker yang menjamin anggota bursa dan ditunjuk oleh penjamin pelaksana emisi. Pada pasar ini terjadi aliran uang dari investor ke perusahaan penerbit surat berharga dengan perantara pialang. Jika ternyata jumlah permintaan lebih besar dari penawaran, harus ada penjatahan yang dilakukan dengan berpedoman pada prinsip pemerataan kepemilikan dan memberikan prioritas kepada investor kecil. Surat berharga yang dibeli harus diserahkan kepada pembeli selambat-lambatnya 12 hari kerja terhitung setelah tanggal akhir penjatahan dan selanjutnya surat berharga tersebut harus didaftarkan dibursa.

Setelah perusahaan menjual surat berharga dipasar primer, Selanjutnya surat berharga tersebut dapat diperjual belikan dipasar sekunder yaitu tempat jual beli surat-surat berharga yang sudah dicatatkan. Pada pasar ini transaksi jual beli surat berharga terjadi antar investor. Dengan demikian uang mengalir dari investor yang

satu ke investor yang lain. Transaksi yang terjadi dipasar sekunder tidak akan mempengaruhi posisi laporan keuangan perusahaan (*emiten*) karena pada dasarnya transaksi tersebut hanya merupakan pemindahan kepemilikan saham dari satu investor ke investor yang lain. Perubahan hanya akan terjadi pada komposisi kepemilikan saham perusahaan. Arsip kepemilikan di perusahaan akan berubah apabila terjadi transaksi jual beli saham, sehingga pembayaran *dividen* tentunya akan diberikan pada pemegang saham yang baru.

H. Efisiensi Pasar Modal

Pengertian pasar modal yang efisien dapat dilihat dari dua segi yaitu pasar yang efisien secara operasional (efisiensi secara internal) dan pasar yang efisien dalam penetapan harga (efisiensi secara eksternal).²⁴ Pada pasar yang efisien operasinya, para pembeli dan penjual dapat memperoleh jasa transaksi yang mencerminkan biaya nyata yang serendah mungkin dengan memberikan harga yang benar. Berbeda dengan pasar yang efisien dalam penetapan harga yang menunjukkan bahwa pasar berada dalam keadaan keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasar atas informasi yang tersedia dipasar tidak bisa memberikan tingkat keuntungan diatas tingkat keuntungan keseimbangannya. Adapun secara formal pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar yang harga-harga sekuritasnya telah mencerminkan

²⁴ Frank.J.Fabozzi, 1999, Manajemen Investasi, dialibahasakan oleh team Salemba Empat, Jakarta, Salemba Empat, Hal 244.

semua informasi yang relevan.²⁵ Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Dengan demikian akan sulit bagi para pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan diatas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Efisiensi dalam arti ini bisa juga disebut sebagai efisiensi informasional.

Selanjutnya Eugene Fama mengklasifikasikan efisiensi penetapan harga pasar saham kedalam tiga bentuk, yaitu bentuk lemah, bentuk semi kuat dan bentuk kuat.²⁶ Efisiensi lemah berarti bahwa harga sekuritas mencerminkan harga sekuritas dimasa yang lalu dan perdagangan histories sekuritas. Efisiensi semi kuat berarti bahwa harga sekuritas bukan hanya mencerminkan harga-harga diwaktu yang lalu, tetapi semua informasi masyarakat yang dipublikasikan. Dengan kata lain, para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan diatas normal dengan memanfaatkan informasi publik ini. Informasi publik yang dimaksud disini antara lain penerbitan saham baru, pengumuman laba dan *deviden*, perkiraan tentang laba perusahaan, perubahan praktek-praktek akuntansi, *merger* dan pemecahan saham. Sebagian besar informasi-informasi ini dengan cepat dan tepat dicerminkan dalam harga saham. Efisiensi kuat muncul dalam pasar dimana harga sekuritas tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga termasuk didalamnya informasi yang diperoleh dari analisis feundamental tentang perusahaan dan perekonomian.

²⁵ Suad Husnan, Loc.cit, Hal 246.

²⁶ Fama. E., and MacBeth, J.,1973, "Risk,Return and Equilibrium: Empirical Tests", Journal of Political Economy, May/ June, pp.67-69.

Terdapat dua tipe analisis investasi yang membantu membuat adanya perubahan harga secara random.²⁷ Analisis Fundamental mempelajari bisnis perusahaan dan mencoba membuka informasi tentang profitabilitas yang akan memberikan informasi baru terhadap harga saham. Persaingan di antara peneliti ini cenderung membuat harga mencerminkan semua informasi yang relevan dan perubahan harga tidak bisa diramalkan. Lain halnya dengan Analisis Teknikal yang hanya mempelajari catatan harga di masa yang lalu dan mencari siklus-siklus tertentu dari perubahan harga di waktu yang lalu itu. Persaingan dalam penelitian teknis ini akan cenderung membuat harga saat ini mencerminkan semua informasi dalam urutan harga di waktu yang lalu dan perubahan harga tidak bisa diperkirakan dari harga di waktu yang lalu.

I. Gaya Investasi (Investment Style)

Apabila dikaitkan dengan konsep pasar modal yang efisien, gaya investasi dapat dibagi menjadi dua, yaitu gaya investasi aktif (*active investment style*) dan gaya investasi pasif (*passive investment style*).²⁸ *Active investment style* mendasarkan diri pada asumsi bahwa pasar modal melakukan kesalahan dalam penentuan harga (*mispriced*) dan para pemodal berpendapat bisa mengidentifikasi *mispriced* ini dan memanfaatkannya. *Passive investment style* mendasarkan diri pada asumsi bahwa pasar modal tidak melakukan *mispriced* dan meskipun terjadi *mispriced*, para pemodal berpendapat mereka tidak bisa mengidentifikasi dan memanfaatkan.

²⁷ Suad Husnan, Loc.cit, Hal 251.

²⁸ Ibid, Hal 265.

Mereka yang menganut *active investment style* pada dasarnya tidak percaya pada pasar modal yang efisien, berbeda dengan yang menganut paham *passive investment style* percaya pasar modal efisien. Tetapi meskipun begitu tidak berarti pemodal akan menganut masing-masing gaya investasi tersebut secara mutlak. Mereka mungkin menginvestasikan sebagian dana mereka dengan menganut *active style* dan sisanya mendasarkan diri menganut *passive style*.

J. Return Saham

Return saham merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi yang dilakukan oleh pelaku pasar. *Return saham* dapat diartikan sebagai tingkat pengambilan yang diharapkan. Tingkat pengembalian yang diharapkan adalah tingkat pengembalian yang akan direalisasikan dari satu investasi, ini sama dengan rata-rata dari distribusi probabilitas untuk hasil yang mungkin dicapai.²⁹

Return yang ditawarkan oleh suatu saham dapat berupa *capital gain* dan *dividen*,³⁰ dalam bentuk formulasi sebagai berikut :

$$\text{Return yang diharapkan} = \frac{\text{Deviden} + P_1 - P_0}{P_0} \dots\dots\dots(1)$$

Dimana :

P_1 = Harga saham diharapkan pada akhir tahun pertama

P_0 = Harga saham pada saat ini

Nilai investasi dari selembarnya saham tergantung kepada jumlah pendapatan dalam rupiah yang diharapkan akan diterima oleh investor yang membeli saham

²⁹ J. Fred. Weston, 1986, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (terjemahan), Edisi Tujuh, Jakarta, Erlangga, Hal 117.

³⁰ Bambang. Riyanto, *Loc.cit*, Hal 181.

tersebut. Dengan demikian, maka nilai dari suatu saham ditentukan oleh besarnya *dividen* yang diterima oleh investor yang mempertahankan saham tersebut ditambah penerimaan hasil penjualan apabila investor menjual saham tersebut.

Besarnya *dividen* yang diterima investor tidak selalu proposional dengan besarnya laba yang diperoleh perusahaan, hal ini tergantung kebijaksanaan *dividen* yang diambil perusahaan, sebab laba perusahaan tidak selalu untuk *cost dividen* tetapi juga digunakan sebagai sumber pembelanjaan intern perusahaan sebagai laba yang ditahan.³¹ Investasi pada saham biasa di pasar modal cenderung mengesampingkan *dividen* sebagai komponen tingkat keuntungan dari investasi saham, karena alasan diatas juga disebabkan pertimbangan sebagai berikut pertama, periode pembagian *dividen* dianggap kurang ekonomis. Kedua, *dividen* yang diterima cenderung jauh lebih kecil dibandingkan pendapatan dari kenaikan harga jual. Ketiga, *dividen* yang diberikan pada pemegang saham tidak selalu berupa *dividen*, tetapi dapat berupa saham baru.

Berdasarkan alasan-alasan tersebut diatas dan adanya anggapan bahwa harga saham lebih mencerminkan nilai suatu perusahaan dibandingkan dengan besarnya *dividen* yang dibagikan pada pemegang saham, maka diasumsikan pendapatan

³¹ J. Russel Fuller dan James.L.Farrel, 1987, *Modern Investment and Security Analysis*, Singapore, Mc Graw Hill Book Company, Hal 47.

berupa *dividen* adalah nol ($D_{i,t} = 0$). Perhitungan saham dapat digunakan rumus sebagai berikut :³²

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \times 100\% \dots\dots\dots (2)$$

Dimana :

$R_{i,t}$ = return saham yang diharapkan.

$P_{i,t}$ = harga aktual sekuritas i pada periode t.

$P_{i,t-1}$ = harga aktual sekuritas i pada periode t-1.

Capital Gain dapat diperoleh, apabila harga saham i pada periode t ($P_{i,t}$) lebih tinggi dari saham periode i pada periode t-1 ($P_{i,t-1}$) dan dapat terjadi *Capital Loss*, apabila harga saham i pada periode ($P_{i,t}$) lebih rendah dari harga saham i pada periode t-1 ($P_{i,t-1}$).

Abnormal return saham merupakan selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan.³³ Penelitian yang dilakukan memberikan pertimbangan mengenai beberapa model untuk menghitung *abnormal return* saham dengan berbagai kejadian-kejadian yang spesifik. Untuk setiap model perhitungan abnormal return dari harga saham dalam setiap periode t adalah perbedaan antara *actual expert return* lebih rendah dari *return* yang diterima. Model-model tersebut adalah sebagai berikut :

³² C. Ambar Pujiharjanto, 1995, Telaah Pengumuman Dividen dan Pengumuman Earning Pada Bursa Efek Jakarta, Tesis Program Pascasarjana, Jakarta: Universitas Indonesia, Hal 25-27. (Robert.A.Ariel, 1987, A Monthly Effect In Stock Return, Journal Economic No.18)

³³ C. Ambar Pujiharjanto, 1995, Telaah Pengumuman Dividen dan Pengumuman Earning Pada Bursa Efek Jakarta, Tesis Program Pascasarjana, Jakarta: Universitas Indonesia, Hal 25-27. (penelitian yang dilakukan oleh Brown, Warner dan Schweitzer)

1. Mean Adjusted Return

Yaitu perbedaan antara return saham i hasil observasi pada periode t dengan expected dari return saham i tersebut.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_i \dots\dots\dots (3)$$

Dimana :

$AR_{i,t}$ = abnormal return saham i pada periode t

$R_{i,t}$ = return saham i hasil observasi pada periode t

R_i = rata-rata saham i pada periode yang diteliti

Model Mean Adjusted Return konsisten dengan *Capital Asset Pricing Model* dengan asumsi bahwa setiap sekuritas mempunyai risiko sistematis konstan dan efisien frontiernya adalah konstan.

2. Market Adjusted Return

Dalam model ini *abnormal return* mempunyai perbedaan antara return saham i dengan return portofolio pasar.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \dots\dots\dots (4)$$

Dimana :

$AR_{i,t}$ = abnormal return saham i pada periode t .

$R_{i,t}$ = return saham i observasi pada periode t .

$R_{m,t}$ = return market pasar pada periode t .

Market Adjusted Return model ini juga konsisten dengan *Asset Pricing Model*, jika seluruh saham mempunyai kesatuan risiko sistematis.

3. Market Model Residual

Model ini memperhatikan faktor-faktor luas pasar dan risiko sistematis dari setiap sekuritas. *Abnormal return* dihitung dengan menggunakan *market model*. Adapun persamaan *market model* seperti berikut ini :

$$R_{i,t} = \alpha + \beta R_{m,t} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (5)$$

Dimana :

$R_{i,t}$ = return saham normal

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

α, β = parameter

Parameter regresi tersebut hasil estimasi, maka return saham (R_{it}) juga estimasi dengan menggunakan parameter (β), maka persamaannya menjadi :

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta E(R_{it}) \dots \dots \dots (6)$$

Abnormal return adalah perbedaan antara return normal yang diestimasi dengan return aktual :

$$A(R_{it}) = R_{it} - E(R_{it}) \dots \dots \dots (7)$$

Dimana :

$E(R_{it})$ adalah estimasi return pada periode t , yang diperoleh dari persamaan 6, kemudian dari persamaan (3 s/d 7) dapat dihitung abnormal return rata-rata (AAR) dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^n AR_{it} \dots \dots \dots (8)$$

Dimana :

AAR_t = mean abnormal return pada periode t.

AR_{i,t} = abnormal return saham pada periode t.

N = jumlah observasi.

Dari *abnormal return rata-rata* dapat dihitung abnormal return rata-rata kumulatif

(CAAR) dengan persamaan sebagai berikut :

$$CAAR_t = AAR_t + CAAR_{t-1} \dots\dots\dots (9)$$

Dari beberapa model yang ditawarkan dari penelitian ini tidak dijelaskan mana yang paling baik, tetapi mereka menyarankan dalam pengukuran kinerja saham dengan menggunakan model yang cocok dengan situasi dan kondisi.

K. Return Market

Return market merupakan tingkat keuntungan yang diwujudkan oleh indeks pasar umum. Untuk pasar modal Indonesia biasanya digunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dalam menentukan besarnya return market.

Persamaan bagi return market dapat digunakan formula sebagai berikut :³⁴

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \times 100\% \dots\dots\dots (10)$$

Dimana :

R_{m,t} = return market.

IHSG_t = indeks harga saham gabungan periode t.

IHSG_{t-1} = indeks harga saham gabungan periode t-1.

³⁴ Institute For Economic and Financial, 1996, Indonesian Capital Market Directory, Edisi Duabelas, Jakarta : Bursa Efek Jakarta, Hal 74.

L. Penelitian Terdahulu

a. Suad Husnan (1994)

Penelitian dengan membandingkan perilaku harga saham di pasar perdana untuk dua periode yang berbeda yaitu tahun 1989 (periode pasar sedang bullish) dan tahun 1992 (periode normal). Perbandingan antara kedua periode tersebut menunjukkan bahwa (1) terdapat gejala undervalue perdana, meskipun tingkat undervaluation lebih besar pada periode 1989. (2) terdapat *abnormal return* yang negatif pada tahun 1989 untuk minggu ke dua menunjukkan saham menjadi over value setelah diperdagangkan di bursa. Gejala ini tidak tampak pada tahun 1992. (3) *Cumulative Abnormal Return* (CAR) mencapai puncak tertinggi pada minggu ke enam. Meskipun demikian hal tersebut juga menunjukkan bahwa terdapat kemungkinan memperoleh *abnormal return* yang signifikan setelah saham-saham diperdagangkan di bursa.

b. Sri Widyastuti (1998)

Mengadakan penelitian mengenai risiko dan tingkat keuntungan saham pada sektor industri dan perusahaan sektor perbankan pada tahun 1998. dari 20 sampel perusahaan yang diteliti, dapat diambil kesimpulan bahwa return rata-rata saham sektor industri lebih besar dibandingkan dengan return rata-rata saham perusahaan sektor perbankan. Sedangkan untuk risiko saham, sektor industri memiliki tingkat risiko yang lebih besar dibandingkan tingkat risiko saham perusahaan sektor perbankan.

c. Junaidi (1999)

Menganalisis return saham sektoral di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada masa normal dan masa krisis. Penelitiannya menghasilkan kesimpulan bahwa terdapat perbedaan return saham sektoral tersebut pada masa normal dan masa krisis di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Selain itu dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan peringkat saham sektoral. Pada masa normal dan masa krisis di Bursa Efek Jakarta secara konseptual, karakteristik sektoral di Bursa Efek Jakarta (BEJ) berbeda-beda. Hal ini seharusnya membawa konsekuensi logis bahwa dampak krisis yang dialami oleh sektor-sektor tersebut akan berbeda-beda pula.

