

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Hasil Penelitian Terdahulu

Sebelumnya telah banyak peneliti yang tertarik untuk meneliti efisiensi pasar modal, diadakannya penelitian ulang terhadap efisiensi secara informasional di Bursa Efek Jakarta disebabkan karena efisiensi secara informasional merupakan salah satu tolok ukur prestasi perkembangan pasar modal. Salah satu teori pasar yang efisien menekankan pada *unsure information* dan segala sesuatu yang berhubungan dengan informasi tersebut terlibat, yaitu : jenis dan sumber informasi, kualitas informasi, dan kecepatan penyampaian informasi kepada pemodal.

Penelitian – penelitian tentang efisiensi pasar modal yang pernah dilakukan di Bursa Efek Jakarta :

Suad Husnan (1994) melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta untuk membandingkan perilaku harga saham di pasar perdana untuk dua periode yang berbeda, yaitu periode 1989 (periode bullish) dan tahun 1992 (periode normal). Dengan alat analisis yang digunakan adalah Market Model (Single Index Model) dengan kesimpulan efisiensi dalam bentuk setengah kuat belum tercapai di Bursa Efek Jakarta pada periode 1989 dan 1992.

Indro Prabowo (1998) meneliti efisiensi Bursa Efek Jakarta pada periode pengamatan tahun 1996 – 1997. Sampel yang digunakan meliputi 25

sumber – sumber pembiayaan bagi perkebunan - perkebunan Belanda. Asosiasi ini memperjualbelikan efek – efek, obligasi pemerintah Hindia Belanda.

Perkembangan Bursa Efek di Batavia yang baik segera disusul dengan pembukaan Bursa Efek di Surabaya (11 Januari 1925) dan juga Bursa Efek Semarang (1 Agustus 1925).

B. Periode Kedua (1952 – 1960) :

Seiring dikeluarkannya obligasi negara tahun 1950 maka tanggal 1 September 1951 dikeluarkan Undang – undang Darurat No. 13 yang kemudian menjadi Undang – undang No. 15/1951 tentang Pasar Modal. Berdasarkan Keputusan Menteri Keuangan No. 289737/U.U tanggal 1 November 1951 penyelenggaraan Bursa diserahkan kepada Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek – efek (PPUE) yang terdiri atas 3 bank dengan bank Indonesia sebagai anggota kehormatan. Kemudian Menteri Keuangan menunjuk Bank Indonesia sebagai penasihat.

Bursa ini berkembang cukup baik dengan sebagian besar aktifitasnya adalah penjualan obligasi negara terutama kemudian obligasi pemerintah Indonesia lewat Bank Pembangunan Indonesia serta obligasi pemerintah melalui Bank Industri Negara di tahun 1954, 1955, 1956.

Di tahun 1958 seiring meningkatnya intensitas ketegangan Belanda – Indonesia dalam masalah Papua Barat memberikan dampak signifikan pada Bursa Efek Jakarta. Nasionalisasi perusahaan – perusahaan Belanda,

eksodus warga negara Belanda yang merupakan investor utama di Bursa Efek Jakarta, yang kemudian dikeluarkan larangan memperjualbelikan efek – efek perusahaan Belanda di tahun 1960 membuat semakin tenggelamnya Bursa Efek Jakarta.

C. Periode Ketiga (1977 – 1988); Periode Orde baru

Didasarkan Keputusan Presiden No. 52 tahun 1976 yang merupakan penetapan pendirian Pasar Modal Indonesia berikut perangkat – perangkat nya seperti Badan Pembina Pasar Modal, Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM) dan PT. Danareksa, Presiden Soeharto meresmikan berdirinya kembali Bursa Efek Jakarta tanggal 10 Agustus 1977.

Di awal periode ini pemerintah memberikan serangkaian kebijakan fiskal yang mendukung dan merangsang masyarakat, investor, dan pengusaha untuk terjun dan aktif di pasar modal. Sejumlah kebijakan fiskal baru, antara lain :

- A. Pemutihan modal bagi setiap dana masyarakat yang diinvestasikan pada efek – efek dari perusahaan *go public* sampai maksimum Rp. 10 juta.
- B. Pembebasan bea materai modal atas penempatan dan penyeteroran modal yang berasal dari selisih hasil revaluasi aktiva tetap bagi perusahaan – perusahaan yang *go public*.

- C. Pembebasan pajak perseroan, pajak pendapatan, serta pajak atas bunga, deviden dan royalty atas *capital gain* dari harga saham akibat revaluasi.
- D. Keringanan pajak perseroan sampai batas tertentu bagi perusahaan yang melakukan *go public*.
- E. Pembebasan pajak penjualan sebesar 100 % atas jaa perdagangan efek di pasar modal.

Namun Kebijakan – kebijakan fiskal di atas berakhir dengan adanya Undang- undang Perpajakan tahun 1983.

Periode ini disebut pula periode tidur yang panjang (Dr Jogiyanto, hal. 40) karena hingga 1988 hanya 24 perusahaan yang *listing*.

Berbagai kebijakan yang lahir selama periode ini :

- A. Kebijaksanaan Moneter, 1 Juni 1983

Deregulasi perbankan tentang kebebasan bank komersial untuk menentukan tingkat bunga depositonya tanpa adanya campur tangan Bank Indonesia

- B. Pakem (Paket 6 Mei) 1986.

Kebijakan ini memberikan stastus yang sama pada PMDN (Penanaman Modal Dalam negeri) dengan PMA (Penanaman Modal Asing).

- C. Pakdes (Paket Desember) 1987.

Kebijakan ini memberikan angin segar di bidang pasar modal seperti :

1. Penyederhanaan prosedur dan persyaratan efek.
2. Investor asing diperkenankan membeli saham – saham perusahaan *go public*.
3. Pengenalan saham atas unjuk.
4. Memberikan kesempatan perusahaan baru untuk mencari modal di Bursa Paralel.
5. Penghapusan pembatasan flutuasi kurs 4 % sehari.

Sejumlah faktor – faktor eksternal yang juga memberikan andil atas lesunya pasar modal di Indonesia, ialah :

1. Devaluasi

Perubahan sistem *Managed Floating Rate* menjadi *Floating Rate*. Kebijakan devaluasi 3 kali dalam satu dasawarsa : Tahun 1978 Rp. 415/US\$ 1 menjadi Rp. 625/US\$ 1 (Knop 15). Dari Rp. 702,5/US\$1 menjadi Rp. 970/US\$ 1. Tahun 1986 dari Rp. 1134/US\$ 1 menjadi Rp.1644/US\$ 1.

2. Kenaikan bahan Bakar Minyak (BBM)

Empat kali kenaikan bahan bakar minyak selama periode ini, yaitu Mei 1979, Mei 1980, Januari 1982, Januari 1984.

Masa – masa ini benar – benar telah memperpuruk pasar modal Indonesia.

D. Periode Keempat (1988 – 1995) : Periode Bangun dari Tidur Panjang

Setelah tahun 1988 yang kemudian hingga tahun 1990 jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta meningkat tajam hingga 127 emiten.

Peningkatan tajam ini disebabkan oleh :

A. Permintaan investor asing.

Bursa Efek di Indonesia cukup menarik digunakan sebagai lahan untuk diversifikasi internasional.

B. Pakto 1988 (Paket Oktober 1988).

Dikeluarkan tanggal 27 oktober 1988, merupakan kebijakan pemerintah untuk merangsang ekspor non migas , peningkatan efisiensi di bank komersial (adanya ketentuan Legal Landing Limit yang membatasi kredit, ketentuan akan CAR (*Capital Adequacy Ratio*) menuntut dunia perbankan untuk mencari modal di pasar modal), penciptaan kebijakan moneter yang lebih efektif, peningkatan simpanan domestik, dan memicu kemajuan pasar modal, pengenaan pajak atas deposito.

C. Paket Desember (Pakdes) 1988

Kebijakan – kebijakan dalam bidang pasar modal :

1. Diperbolehkannya perusahaan yang *go public* untuk melakukan *company listing*.

2. Dalam rangka menciptakan sentra – sentra ekonomi baru di daerah – daerah, pemerintah memberikan kesempatan kepada pihak swasta untuk mendirikan bursa.
3. Hak prioritas pembelian efek di pasar perdana dikurangi untuk memberikan kesempatan penyebaran pemilikan efek dan menhidupkan perdagangan efek.

16 Juni 1989 Bursa Efek Surabaya (BES) atau *Surabaya Stock Exchange* (SSX) lahir kembali. Efek yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) juga otomatis diperdagangkan di BES.

E. Periode Kelima (1995) : Periode Otomatisasi

Meningkatnya volume transaksi menyebabkan perlunya bursa efek untuk mengotomatisasi semua transaksi sehingga lebih efisien dan sanggup menampung kapasitas transaksi yang besar.

1. Jakarta Automated Trading System (JATS)

Sistem otomatis yang dipakai oleh BEJ adalah JATS yang mulai beroperasi tanggal 22 Mei 1995. Sistem ini mampu menampung 50.000 transaksi setiap hari.

Sasaran yang ingin dicapai dengan JATS ini ialah :

- A. Meningkatkan kapasitas untuk mengantisipasi pertumbuhan pasar di masa datang.
- B. Meningkatkan integritas dan likuiditas.

C. Meningkatkan pamor pasar modal Indonesia dengan meletakkan BEJ setara dengan bursa efek lain di dunia.

Implementasi komputerisasi atau otomasi sistem perdagangan atau JATS (*Jakarta Automated Trading System*) dimulai tanggal 22 Mei 1995. Awalnya, BEJ menyediakan 444 unit Trader Workstation di lantai perdagangan bursa. Pada bulan Mei 2000, BEJ melakukan perluasan lantai bursa dengan 360 terminal di lantai 5 Gedung BEJ. Perluasan lantai bursa ini dilakukan untuk sementara. Terminal-terminal yang dinamakan Trader Workstation atau booth dihubungkan langsung dengan mesin utama perdagangan (*Trading Engine*) melalui JSX network.

Pada tahap pertama, implementasi JATS lebih dipusatkan pada sistem konversi dari manual ke sistem komputerisasi. Pengembangan implementasi JATS terdiri atas beberapa tahap. antara lain:

1. Implementasi perdagangan tanpa warkat (*Scriptless Trading*) yang terintegrasi dengan sistem kliring dan penjaminan (*Clearing and Guarantee System*) PT. Kliring dan Penjaminan Efek Indonesia (*Indonesta Clearing and Guarantee Corporation Inc*).
2. Berkenaan dengan peningkatan transaksi, perluasan lantai perdagangan dengan kapasitas 804 *booth* dilakukan untuk mengantisipasi kebutuhan anggota bursa terhadap fasilitas perdagangan pada pertengahan tahun 2000.

3. Pengembangan sistem perdagangan jarak jauh (*Remote Trading*).
Dengan menggunakan fasilitas ini anggota bursa dapat secara langsung mengakses JATS dari kantornya, kantor pusat ataupun kantor cabang. (_____, Jakarta Stock Exchange website).

2. Surabaya Market Information & Automated Remote Trading (S-MART)

Tanggal 19 September 1996 BES menerapkan sistem otomatis yang disebut *Surabaya Market Information & Automated Remote Trading* (S – MART), yang diumumkan tanggal 10 Maret 1997.

Sistem ini diintegrasikan dengan sistem JATS di BEJ dan sistem di KDEI untuk penyelesaian transaksi.

F. Periode Keenam (Agustus 1997) : Krisis Moneter

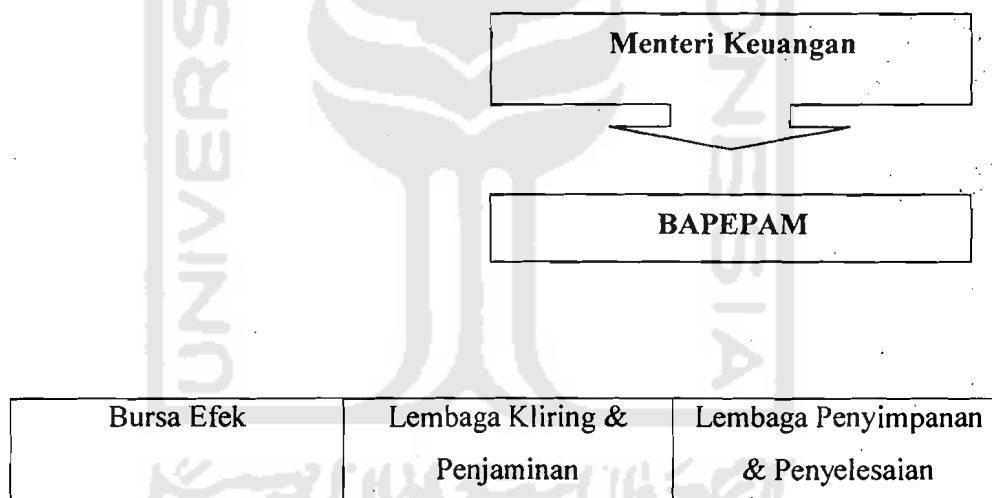
Agustus 1997 bencana keuangan di kawasan Asia dimulai, bermula dari Korea Selatan, Thailand, Philipina dan kemudian Malaysia dan tak pelak lagi Indonesia.

Bermula dari krisis Moneter kemudian ekonomi dan berujung ke krisis multidimensional (ekonomi dan politik), depresiasi nilai tukar Rupiah (IRP) terhadap dollar (USD) yang tajam (hingga sempat menyentuh level Rp. 16000/ USD) yang disebabkan spekulasi valas, ketidakpercayaan masyarakat akan mata uang negaranya sendiri, dan kurang kuatnya pondasi ekonomi Indonesia.

Peningkatan suku bunga SBI menyebabkan bursa efek jatuh (September 1997). Meskipun telah ada kebijakan pemerintah yang menghapus maksimum kepemilikan asing atas perusahaan di Indonesia 49 % saham (3 September 1997) namun hal ini tidak membantu.

2.2.2 Gambaran Umum PT. Bursa Efek Jakarta,tbk.

Bursa Efek Jakarta yang diresmikan kembali 10 Agustus 1977 berubah menjadi PT. Bursa Efek Jakarta,tbk. Pada tanggal 13 Juli 1992 yang merupakan swastanisasi atas badan ini, seperti pula Bursa Efek Surabaya yang diswastakan terlebih dahulu.



Perusahaan Efek	Lembaga Penunjang	Profesi Penunjang	<ul style="list-style-type: none"> • Emiten • Perusahaan Publik • Reksa Dana
-----------------	-------------------	-------------------	---

Keterangan: Menteri Keuangan merupakan otoritas tertinggi atas pengawasan pasar modal yang bertanggung jawab atas per.gawasan pasar modal.

Pelaksana teknis operasioanal pengawasan keseharian dilakukan oleh BAPEPAM yang bertanggung jawab pada menteri keuangan.

Bursa efek, LKP dan LPP disebut Self Regulatory Organisation memberikan sejumlah fasilitas dan peraturan demi kelancaran perdagangan.

Perusahaan efek, profesi penunjang dan Lembaga penunjang serta emiten, reksa dana merupakan pelaku dalam perdagangan bursa.

Bagan 2.1 Struktur Pasar Modal di Indonesia

Sumber : Hendy M. Fakhruddin dan Tjiptono Darmaji, 2001, "*Pasar Modal di Indonesia (Pendekatan Tanya Jawab)*", Jakarta, Salemba Empat.

Struktur organisasi

Susunan Dewan Komisaris dan Dewan Direksi :

Dewan komisaris	: Bacelius Ruru
Komisaris	: Avi Y. Dwipayana
	Lili Widjaja
	I Made Rugeh Ramia

Sri Indrastuti Hadiputranto

Dewan Direksi :

Direktur Utama : Ery Firmansyah
Direktur Perdagangan dan Keanggotaan : MS. Sembiring
Direktur Administrasi : Wawan Setiawan S.
Direktur Pemeriksaan : Sihon Siagian
Direktur Pencatatan : Hery Wiguna
Kepala Divisi
Divisi Pengawasan : Sri Haryani
Divisi Hukum : Isharsaya
Divisi Pemeriksa Anggota Bursa : Kristian Sihar Manurung
Divisi Pemeriksa Internal : Trisnadi Yulrisman
Divisi Pencatatan Sektor Riil : Yose Rizal
Divisi Pencatatan Sektor Jasa : Wan Wei Yiong
Divisi Perdagangan : Supandi
Divisi Keanggotaan : Hamdi Hamsyarbani
Divisi Keuangan : Ratna Djauhari
Divisi Umum : Bambang Widodo
Divisi SDM : Windiarti S. Choesin
Divisi Teknologi Informasi : Yohanes Liauw
Divisi Komunikasi Perusahaan : Saka Abadi
Divisi sektor Perusahaan : Dian Adhitama
Divisi Peneliti senior : Hendi D W.

2.2.3 Konsep-konsep dalam Lingkup Pasar Modal

Aktivitas perdagangan saham di pasar modal Indonesia awal tahun 2006 mengalami kemajuan pesat, hal ini tercermin dari perdagangan efek, perdagangan rata-rata perhari, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), seperti ditunjukkan pada indeks yang sanggup menembus level 1200 ([www. E-bursa.com](http://www.E-bursa.com)).

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualkan sekuritas. Dengan demikian, pasar modal juga bisa diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi. Sedangkan tempat dimana terjadinya jual beli sekuritas disebut dengan bursa efek. Pasar modal dapat juga berfungsi sebagai lembaga perantara (intermediaries), karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Pasar modal juga dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena, dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternative investasi yang memberikan return yang paling optimal.

Pengertian pasar modal yang lain adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan pemerintah, public authorities, maupun perusahaan swasta (Suad Husnan, 1994, hal.3).

Sementara Undang – undang R.I No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal memberikan pengertian 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. Dana yang didapatkan perusahaan melalui penjualan sekuritas (efek) merupakan hasil perdagangan saham-saham perusahaan yang dilakukan dipasar perdana. Dipasar perdana inilah perusahaan untuk pertama kalinya menjual sekuritas-sekuritasnya, dan proses itu disebut dengan istilah Initial Public Offering (IPO) atau penawaran umum. Setelah sekuritas tersebut dijual perusahaan di pasar perdana, barulah sekuritas di perjualbelikan di pasar sekunder. Kini pasar modal banyak dipengaruhi oleh factor-faktor eksternal seperti keamanan dan makro ekonomi. Pasar modal di Indonesia telah mengalami rebound tercermin dalam kinerja indeks maupun fundamental individu emiten.

2.2.4 Konsep Keterbukaan Informasi

Keterbukaan informasi merupakan hal yang penting yang harus di pahami oleh setiap emiten atau perusahaan yang ingin melakukan penawaran umum atau Initial Public Offering (IPO) karena perusahaan – perusahaan yang telah Go Public dan tercatat di Bursa Efek dikenakan kewajiban tentang keterbukaan informasi.

Undang – undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 pasal 1 angka 25 menyebutkan tentang prinsip keterbukaan informasi adalah pedoman umum yang mensyaratkan Emiten, perusahaan publik dan pihak lain yang tunduk

pada undang – undang ini untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh informasi material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap efek dimaksud dan atau harga dari efek tersebut.

Sedangkan Fakta Material atau informasi menurut Undang - undang Pasar Modal adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada Bursa Efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.

Keterbukaan informasi (*disclosure*) dibutuhkan agar pihak pemodal dapat melakukan suatu keputusan investasi berdasarkan suatu informasi (*informed decision*) untuk membeli atau tidak suatu efek (Munir Fuady, S.H, M.H, LL.M., (1996),“ *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)*“, Bandung : PT. Citra Aditya Bakti, hal. 79).

Doktrin hukum tentang kewajiban tentang adanya *full and fair disclosure* bagi suatu perusahaan terbuka memiliki karakteristik sebagai berikut :

1. Prinsip ketinggian derajat akurasi suatu informasi.
2. Prinsip ketinggian derajat kelengkapan informasi.
3. Prinsip equilibrium antara efek negatif kepada emiten di satu pihak, dengan di pihak lain efek positif kepada publik jika dibukanya informasi tersebut.

Sedangkan di dalam keterbukaan informasi dilarang untuk melakukan :

1. Memberikan informasi yang salah sama sekali.
2. Memberikan informasi yang setengah benar.
3. Memberikan informasi yang tidak lengkap.

Sama sekali diam terhadap fakta atau informasi material.

Sebuah cara agar keterbukaan informasi dapat dicapai pada saat peristiwa Initial Public Offering (IPO) oleh perusahaan yang Go Public adalah tersedianya suatu dokumen yang bernama prospektus.

Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek. Penyusunan prospectus harus mengacu kepada hal-hal berikut :

1. Prospectus harus memuat semua rincian dan fakta material mengenai penawaran umum dari emiten.
2. Prospectus haruslah dibuat sedemikian rupa sehingga jelas dan komunikatif.
3. Fakta-fakta dan pertimbangan-pertimbangan yang paling penting haruslah dibuat ringkasannya dan diungkapkan pada bagian awal prospectus.
4. Emitem, penjamin pelaksana emisi, dan lembaga sertaprofesi penunjang pasar modal bertanggung jawab untuk menentukan dan mengungkapkan fakta secara jelas dan mudah dibaca.

Undang – undang Pasar Modal pasal 1 angka 26 menyebutkan prospektus ialah setiap informasi tertulis sehubungan dengan Penawaran Umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek.

Dalam aspek legal dan juga praktek terdapat tiga macam prospektus (Munir Fuady, 1996, hal 83), yaitu :

1. Prospektus biasa.
2. Prospektus ringkas (dimuat sekurang – kurangnya dalam 2 surat kabar).
3. Prospektus dalam rangka penawaran umumoleh perusahaan menengah atau kecil.

Prospektus memuat sekurang - kurangnya (Undang – undang Pasar Modal No.8 tahun 1995 pasal 78 ayat 3):

1. Uraian tentang penawaran umum.
2. Tujuan dan penggunaan dana Penawaran Umum.
3. Analisis dan pembahasan mengenai kegiatan dan keuangan.
4. Resiko usaha.
5. Data keuangan.
6. Keterangan dari segi hukum.
7. Informasi tentang pemesanan pembelian efek.
8. Keterangan tentang anggaran dasar.

Dalam Undang – undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 memberikan peringatan secara hukum agar prospektus :

- a. Dilarang memuat hal – hal :

- i. Keterangan yang tidak benar tentang fakta material.
 - ii. Tidak memuat keterangan yang benar tentang fakta material.
- b. Memuat rincian tentang fakta material yang dapat mempengaruhi keputusan pemodal.
 - c. Fakta dan pertimbangan yang paling penting ditempatkan pada tempat yang paling awal.
 - d. Ekstra hati – hati dalam menggunakan foto, diagram atau tabel karena sangat potensial terjadinya *misleading*.
 - e. Diungkapkan dalam bahasa yang jelas dan komunikatif.
 - f. Pengungkapan fakta material harus ditekankan sesuai bidang usaha atau sektor industrinya.
 - g. Pernyataan bahwa semua lembaga dan profesi penunjang pasar modal yang disebut dalam prospektus bertanggung jawab sepenuhnya atas data yang disajikan sesuai fungsinya, sesuai peraturan, kode etik serta norma dan standar profesi masing – masing.
 - h. Adanya pernyataan bahwa sehubungan dengan penawaran umum setiap pihak terafiliasi dilarang memberikan keterangan atau pernyataan mengenai data yang tidak diungkapkan dalam prospektus tanpa persetujuan tertulis dari emiten dan penjamin pelaksana emisi.
 - i. Pemuatan prospektus sesuai dengan pasal 78 ayat 3 dari Undang – undang No. 8 Tahun 1995.
 - j. Harus ada “ Klausula Huruf Besar “ yaitu :

i. Bapepam tidak memberikan pernyataan menyetujui atau tidak menyetujui efek ini. Tidak juga menyatakan kebenaran atau kecukupan isi prospektus ini. Setiap pernyataan yang bertentangan adalah perbuatan melanggar hukum.

ii. Emiten dan penjamin emisi efek (jika ada) bertanggung jawab sepenuhnya atas kebenaran semua informasi atau fakta material serta kejujuran pendapat yang tercantum dalam prospektus ini.

iii. Jika direncanakan untuk menstabilkan harga efek tertentu, maka mesti ada klasula huruf besar seperti berikut :

Dalam rangka mempertahankan harga pasar efek yang sama, baik jenis maupun kelasnya, dengan yang ditawarkan pada penawaran umum ini, penjamin emisi dapat melakukan stabilisasi harga pada tingkat harga yang lebih tinggi dari yang mungkin terjadi di bursa efek sekiranya tidak melakukan stabilisasi harga, maka baik stabilisasi harga maupun penawaran umum tersebut dapat dihentikan sewaktu – waktu.

Namun pada kenyataan di lapangan banyak terdapat prospektus dengan isi sebagai berikut (Munir Fuadi (1996) , hal. 85 – 86)):

1. Informasi yang sebagian besar kualitatif.
2. Taksiran – taksiran.
3. Belum siap pakai.
4. Rentang waktu.
5. Resiko – resiko.

Cara – cara lain yang dapat dipakai untuk menyajikan informasi kepada publik :

1. Keterbukaan informasi dalam laporan akuntan publik.
2. Melalui Public Expose, pengumuman kepada berbagai pihak melalui media masa maupun publik secara langsung (tanya jawab).
3. Legal Audit (pemeriksaan hukum) dan Legal Opinion (pendapat hukum). Dibuat oleh konsultan hukum ketika suatu perusahaan melakukan penawaran umum dalam proses go public.

Setelah melakukan *disclosure* dalam bentuk prospektus selama masa going public maka pihak emiten pun tetap dibebankan kewajiban disclosure selama perusahaan menjadi perusahaan publik. Beberapa instrumen yang dapat dipakai :

1. Laporan berkala emiten (khususnya keuangan)
2. Laporan insidentil bersifat umum.
3. Laporan insidentil khusus, termasuk hal – hal sebagai berikut :
 - A. Benturan kepentingan.
 - B. Realisasi penggunaan dana.
 - C. Jika terjadi tender offer.
4. Laporan insidentil atas Permintaan, yaitu permintaan dari pihak – pihak sebagai berikut :
 - A. Bapepam

B. Pejabat lainnya, seperti Bank Indonesia dan lainnya.

C. Pemegang saham.

5. Laporan pihak tertentu, yaitu pihak – pihak sebagai berikut :

A. Akuntan publik.

B. Pemegang saham tertentu .

C. Manajer Investasi.

D. Pihak – pihak lainnya.

Cara – cara lain yang dapat dipakai untuk menyajikan informasi kepada publik disamping prospektus:

1. Keterbukaan informasi dalam laporan akuntan publik.
2. Melalui Public Expose, pengumuman kepada berbagai pihak melalui media masa maupun publik secara langsung (tanya jawab).
3. Legal Audit (pemeriksaan hukum) dan Legal Opinion (pendapat hukum). Dibuat oleh konsultan hukum ketika suatu perusahaan melakukan penawaran umum dalam proses go public.

2.2.5 Pasar Modal yang Efisien

Eugene Fama mendefinisikan Pasar Modal yang Efisien ialah : “*a security market is efficient if security prices fully reflect the information available*” (Fama, 1970).

Kebanyakan para ahli mendefinisikan pasar sekuritas yang efisien, ialah : Pasar yang harga sekuritas – sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan (Suad Husnan, 1994, hal. 246; lih. Eduardus T.

(2001), "*Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*", edisi pertama. Yogyakarta: BPFE, hal 112).

Deskripsi lain mengemukakan Pasar yang Efisien adalah pasar yang memperhatikan seperangkat informasi tertentu, jika melaluinya tidak dimungkinkan untuk memperoleh laba tidak normal dengan cara memanfaatkan informasi tersebut untuk membuat keputusan membeli atau menjual.

Meskipun demikian istilah pasar modal yang efisien memiliki arti dan maksud yang berbeda – beda, seperti pasar yang menyediakan jasa – jasa yang diperlukan pemodal dengan biaya minimal juga digunakan dalam berbagai konteks untuk mendiskripsikan karakteristik operasional dari pasar modal sehingga diperoleh perbedaan antara internal (*operationally efficient*), didalam pasar yang efisien secara operasional pemodal dapat memperoleh jasa– jasa transaksi yang merefleksikan harga sebenarnya dari penyediaan jasa– jasa tersebut dan eksternal efficiency (*pricing efficient*) yang mengarah pada pasar dimana harga di segala waktu sepenuhnya merefleksikan semua informasi yang tersedia dan relevan untuk penilaian harga sekuritas (Frank J. Fabozzi, (1995), "*Investment Management*", Prentice Hall, Inc., hal.215). Tekanan terhadap diskripsi pasar yang efisien lebih pada efisien secara informasional.

Hal – hal yang perlu diperhatikan jika kita mengambil pengertian pasar yang efisien dari Eugene Fama (1970) adalah pertama *fully reflect* dalam pengertian expected return dari suatu saham (Frank J. Fabozzi, 1995,

hal. 216). Kedua "*relevant information*" menyatakan bahwa harga seharusnya merefleksikannya.

Fama (1970) mengklasifikasikan pasar sekuritas yang efisien dalam tiga bentuk :

1. Efisiensi dalam Bentuk Lemah

Harga – harga sekuritas mencerminkan harga di masa lalu dan sejarah perdagangannya. Bentuk efisiensi ini berkaitan dengan *Random Walk Theory* yang menyatakan data masa lalu tidak berkaitan dengan nilai sekarang (Dr Jogiyanto H.M, "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*", Edisi 1, Yogyakarta : BPFE, hal. 353).

2. Efisiensi dalam Bentuk Setengah Kuat

Harga – harga sekuritas mencerminkan sepenuhnya semua informasi publik (termasuk harga masa lalu dan pola penjualan). Informasi publik menyangkut :

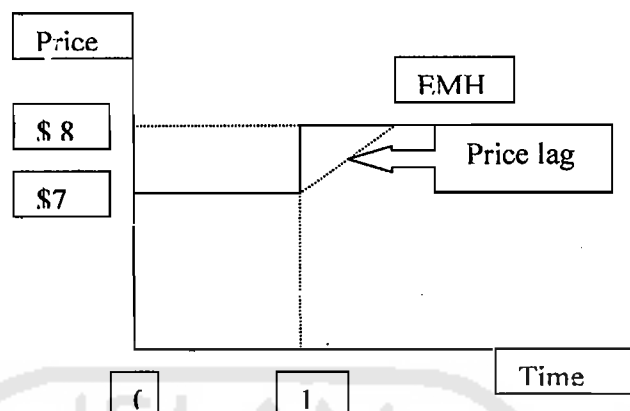
- a. Informasi yang dipublikasikan mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mengeluarkan informasi tersebut. Informasi ini berbentuk pengumuman oleh perusahaan emiten dan berhubungan dengan peristiwa – peristiwa yang terjadi di perusahaan (*corporate event*).
- b. Informasi yang diumumkan mempengaruhi harga – harga sekuritas sejumlah perusahaan. Jadi informasi ini hanya berdampak pada sejumlah sektor atau bidang usaha tertentu, peraturan atau regulasi tersebut hanya

berdampak pada harga – harga sekuritas perusahaan sektor tersebut.

- c. Informasi yang dipublikasikan mempengaruhi semua harga –harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar modal.

Di dalam pasar sekuritas yang efisien harga menyesuaikan secara langsung terhadap adanya informasi baru (Robert C. Radcliffe, (1982), *“Investment Concept, Analysis and Strategy”*, Glenview Illinois London : Scot and Foresman Company).

Informasi tertentu yang mengakibatkan prediksi kenaikan pendapatan misalnya akan menyebabkan kenaikan secara seketika harga saham ke arah level keseimbangan yang baru jika harga tidak naik seketika (terjadi lag) maka pemodal akan melakukan tindakan spekulasi dengan membeli dengan harga murah di saat pengumuman (informasi keluar) dan akan menjualnya kembali pada saat harga telah mencapai keseimbangan baru.



Bagan 2.2 Efficient Market Hipotesis.

Keterangan : Jika EMH benar maka harga akan berada di 1 ketika informasi dikeluarkan seketika itu juga dan tetap berada di sana sampai informasi baru dikeluarkan. EMH sendiri ditunjukkan oleh garis tebal dan *lag price* oleh garis putus – putus (pasar tidak efisien).

3. Efisiensi dalam Bentuk Kuat

Harga – harga dari sekuritas mencerminkan sepenuhnya semua informasi apakah itu informasi yang terpublikasi atau tidak (Frank J Fabozi, 1995, hal.216).

Uji Efisiensi dalam Bentuk Kuat melibatkan dua bentuk uji (Edwin J. Elton & Martin J. Gruber, 1991, “*Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*”, Fourth edision, John Willey & Sons, Inc, hal. 425 – 426), yaitu :

- a. Tipe pertama mencoba mengisolasi apakah excess return naik secara langsung dari dalam (non publik) information.

- b. Tipe kedua melihat ke performa peserta pasar yang terbesar.

Kedua uji diatas adalah kombinasi uji apakah institusi – institusi di atas memiliki kemampuan superior untuk memanfaatkan untuk mendapatkan excess profit dan apakah mereka memiliki non publik informasi yang dengannya mampu memiliki excess profit.

Efisiensi dalam bentuk kuat menyatakan bahwa semua informasi yang dipublikasikan maupun juga tidak, begitu cepat mengurung harga – harga sekuritas sehingga investor tidak mampu memperoleh excess profit.

Non publik informasi sering kali diuji dengan melihat profitabilitas dari insider trading. Semua investor dengan persentase saham tertentu atau manajemen dengan tingkat cukup termasuk dikategorikan insider. Mereka wajib mendaftarkan pembelian dan penjualan sahamnya di S.E.C.

Insider trading dapat pula menyangkut seorang atau institusi yang disebut *Value Line* (Investment Advisory Service).

Tujuan Fama (1970) membedakan ke dalam tiga bentuk adalah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar (Jogiyanto HM., hal. 357). Ketiga bentuk efisiensi ini berhubungan satu dengan lainnya dengan tingkatan kumulatif.

B. Moving Average

Biasa digunakan dalam teknikal analisis, dengan keputusan jual maupun beli berdasarkan pergerakan saham dalam rentang waktu tertentu (Frank J Fabozzi (1995), hal. 218). Harga rata – rata dari saham dengan rentang waktu tadi dihitung, dengan aturan bahwa dengan sekian persen di atas harga rata – rata tadi saham dapat diputuskan untuk dibeli.

(lih. Robert C. Radcliffe (1982), hal. 626 – 629).

C. Relative Strength (*Price Momentum* atau *Price Persistence*)

Relatif Strength dari sebuah saham dapat dihitung dengan rasio dari harga saham tadi dengan beberapa indeks harga. Rasio ini mengindikasikan pergerakan relatif dari saham terhadap indeks. Indeks harga ini bisa berupa indeks harga dari saham – saham dalam industrinya ataupun indeks dari semua saham.

B. Studi Peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa merupakan suatu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai sebuah pengumuman (Dr. Jogiyanto, hal. 392). *Event Study* dapat dipergunakan untuk menguji dua hal yaitu

kandungan informasi dari suatu pengumuman dan menguji efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat.

Uji kandungan informasi dan uji efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua uji yang berbeda. Uji kandungan informasi hanyalah menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman yang mengharapkan reaksi pasar dari pengumuman tersebut yang tercermin dari perubahan harga. Perubahan harga yang merupakan reaksi pasar ini dapat diukur dengan return sebagai nilai perubahan, yaitu *abnormal return*.

Pengujian kandungan informasi tidaklah menguji kecepatan dari suatu reaksi pasar pasca pengumuman suatu informasi. Kecepatan reaksi pasar dan penyerapan atas suatu informasi hanya dilakukan dengan pengujian efisiensi pasar secara informasi bentuk setengah kuat. Abnormal return tetap digunakan dalam uji ini, jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat maka tidak ada pemodal yang memperoleh abnormal return ataupun setidaknya bereaksi secara cepat (*quickly*) menyerap abnormal return tersebut untuk menuju harga equilibrium tersebut. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat yang hanya meninjau informasi yang dipublikasikan disebut efisiensi pasar secara informasi (*Informationally Efficient Market*). Lebih jauh pelaku pasar sanggup memperoleh informasi – informasi yang memang wajib disebarakan (sebagai konsekuensi dari emiten menjadi perusahaan publik dan telah melakukan penawaran umum / *full disclosure*), pelaku pasar dianggap

memperoleh informasi – informasi yang sama kualitas dan kuantitasnya sehingga diperlukan kemampuan tersendiri dari pelaku pasar untuk menerjemahkan dan menganalisis informasi tersebut lebih jauh sehingga pelaku pasar sanggup membedakan antara informasi bersifat ekonomis ataupun tidak ekonomis. Dari informasi yang ada, pelaku pasar berupaya untuk menerjemahkan dan menganalisis informasi tadi sehingga sanggup didapat keputusan yang tepat. Efisiensi pasar ini disebut efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*).

Kesimpulannya pasar yang efisien secara informasi belum tentu efisien secara keputusan namun efisien secara keputusan tentu efisien dalam informasi.

Event Study yang pernah dilakukan dengan berbagai peristiwa (informasi) :

1. Stock Split (Pemecahan saham)

Stock Split adalah memecah selembor saham menjadi n lembar saham. Stock split tidaklah merupakan informasi bersifat ekonomis namun pelaku pasar tetap saja memberikan sinyal ekonomis terhadap pengumuman ini. Alasan yang dapat muncul adalah peningkatan likuiditas perdagangan sekuritas (agar supaya harga sekuritas tidak terlalu tinggi).

Alasan lain adalah sinyal kepada publik akan kinerja perusahaan yang baik serta prospek yang cerah akan perusahaan tersebut karena

secara fundamental perusahaan yang melakukan stock split merupakan perusahaan yang berkinerja baik.

2. Penawaran Perdana

Underwriter yang melemparkan sekuritas emiten ke pasar cenderung menjual sekuritas dengan harga murah (*undervalued*) sehingga pemodal dapat memperoleh abnormal return jika membelinya (pasar tidak efisien).

3. Pengumuman Deviden

Pengumuman pembagian adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang di hasilkan oleh perusahaan. Pengumuman pembagian deviden oleh emiten telah dianggap mengandung informasi oleh pemodal. Satu hal yang menjadi perhatian dengan adanya pengumuman pembagian deviden yaitu pendefinisian atas ekspektasi dari peristiwa relatif yaitu apakah peristiwa ini merupakan surprise ataukah telah terantisipasi.

4. Informasi Akuntansi

Cash Flows dari sebuah laporan akuntansi dapat digunakan sebagai cara untuk memprediksi harga – harga sekuritas disamping itu laba bersih dapat pula digunakan untuk menilai suatu perusahaan. Namun terkadang terjadi benturan antara cash flows dengan laba bersih ketika cash flows turun dengan laba naik ataupun sebaliknya, menyebabkan kejelian seorang pemodal diperlukan.

Metode akuntansi dalam persediaan sebagai contoh menghasilkan aliran kas dan laba yang berbeda dengan kondisi ekonomi yang berbeda (inflasi atau deflasi) ketika perusahaan memakai metode LIFO atau FIFO.

Konsekuensinya emiten atau perusahaan dapat berpindah dari metode LIFO dan FIFO atau sebaliknya dengan kondisi ekonomi yang berubah sehingga harga sekuritas dapat dinilai secara proporsional.

Hal diatas menghasilkan dua hipotesis yang merupakan dampak dari perubahan metode akuntansi, yaitu :

A. Effect Hypothesis

Tidak ada perubahan harga sekuritas disebabkan oleh perubahan dari metode atau prosedur akuntansi.

B. Mechanistic Hypothesis / Monopolistic Hypothesis / Functional Hypothesis

Ada perubahan harga sekuritas karena pasar secara sistematis dikelabui oleh prosedur akuntansi.

Studi empiris (Dr Jogiyanto, hal. 410) tentang perubahan penggunaan metode akuntansi ternyata memberikan dampak bereaksinya pemodal atas perubahan ini dan informasi arus kas untuk menilai harga sekuritas.

Dengan kondisi perekonomian yang mengalami inflasi perpindahan metode FIFO ke LIFO memberikan dampak berupa

2. Return dari Reksa Dana

Salah satu tujuan Reksa Dana adalah menghasilkan return yang tinggi dengan meminimalkan resiko tidak sistematis. Tapi jika reksa dana mampu menghasilkan return yang tinggi yang otomatis menentang hipotesa pasar yang efisien dengan memperoleh abnormal return berlebihan maka kemungkinan manajer reksadana telah memperoleh informasi privat.

Dengan bahasa yang berbeda dengan maksud yang sama, pengujian efisiensi dalam bentuk kuat melibatkan dua sub kelas uji (Edwin J. Elton and Martin J. Gruber, 1991, hal. 425), yaitu :

Tipe pertama merupakan uji untuk mengisolasi apakah *excess return* muncul secara langsung dari informasi pihak dalam (*non public*). Hal ini terkait dengan *insider trading* yang dilakukan oleh manajemen, pejabat perusahaan ataupun pemegang saham mayoritas dan juga apa yang juga disebut *Value Line (Investment Advisory Service)*.

Tipe kedua merupakan uji untuk melihat performa dari pelaku pasar yang besar (*major market participant*). Yang kebanyakan diteliti diambil dari perilaku institusi *mutual funds* (reksa dana). Performa reksa dana tergantung pada analisa rekomendasi dari *security analyst* yang diberikan kepada *portfolio* manajer.

Kedua uji diatas merupakan kombinasi dua uji yang menguji apakah suatu individu ataupun grup (institusi) memiliki kemampuan

lebih dalam menggunakan informasi publik untuk memperoleh excess profit atau apakah individu atau grup (institusi) diatas mempergunakan *non public information* untuk memperoleh excess profit.

2.2.6 Market Anomali (Anomali Pasar)

Difinisi dari anomali ialah pengecualian terhadap aturan, atau model. Hasil dari suatu anomali adalah berlawanan dengan apa yang diharapkan dalam pasar yang efisien dan tidak mudah untuk dijelaskan.

Anomali pasar ialah teknik atau strategi yang muncul berlawanan dengan pasar yang efisien (Charles P. Jones, 1998, hal 323 , lih. Dr. Jogiyanto, 1996, hal.423).

A. Pengumuman Pendapatan (Earning Announcement)

Informasi yang ditemukan dalam pengumuman ini seharusnya mempengaruhi harga saham, namun beberapa pertanyaan seharusnya dijawab terlebih dahulu mengenai hal ini, yaitu :

1. Seberapa jauh pengumuman pendapatan merupakan sebuah informasi baru dan seberapa jauh telah terantisipasi oleh pasar, dengan kata lain merupakan "*surprise*" ?
2. Seberapa cepat porsi "*surprise*" dari pengumuman ini terefleksikan dalam harga saham ? Apakah sesegara mungkin atau terjadi lag ?

Untuk menjawab pertanyaan ini kita harus memisahkan pengumuman pendapatan ini dalam dua bagian, yaitu : yang diharapkan (merupakan porsi yang terantisipasi oleh pemodal pada saat pengumuman keluar dan

tidak membutuhkan penyesuaian harga saham) dan yang tidak diharapkan (merupakan bagian yang tak terantisipasi oleh pemodal dan membutuhkan penyesuaian dalam harga).

B. Low P/E

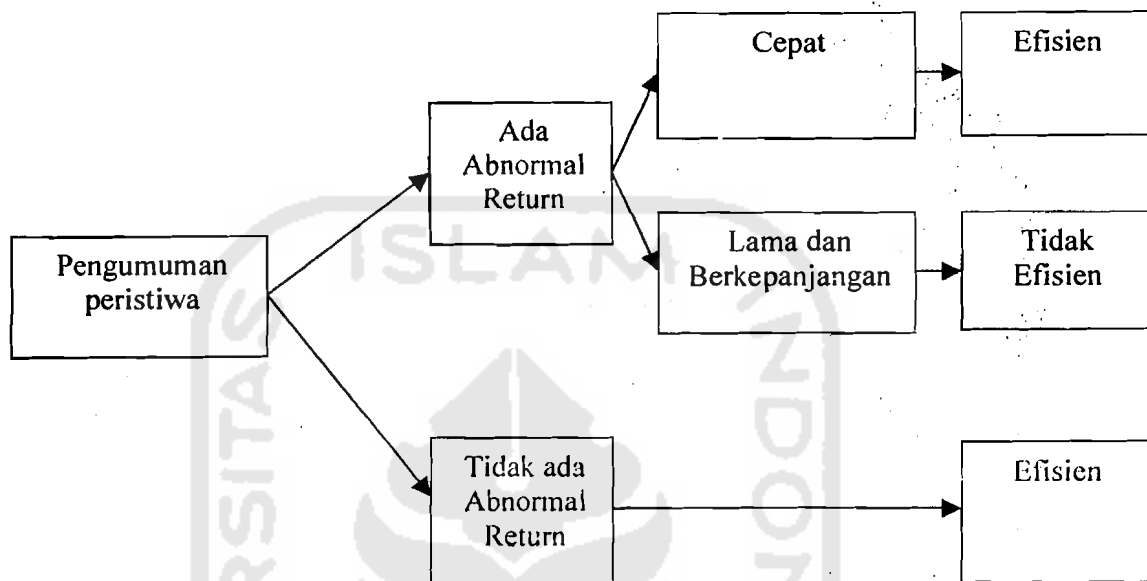
Sejumlah pemodal percaya bahwa P/E yang lebih rendah dari rata – rata dapat mengalahkan P/E yang tinggi. Hal ini merupakan anomali karena informasi PER merupakan informasi yang tersedia luas dan banyak digunakan, jika telah banyak digunakan seharusnya pemodal tidak lagi memperoleh *abnormal return* namun yang terjadi pemodal justru mendapat *abnormal return*.

C. The Size Effect

Size effect merupakan penelitian yang bertendensi pada perusahaan yang lebih kecil yang memiliki return saham yang lebih tinggi daripada perusahaan besar.

2.3 Kerangka Teoritis

Pengujian efisiensi dalam bentuk setengah kuat secara informasional



Bagan 2.3 Pasar yang efisien dalam bentuk setengah kuat.

Keterangan :

Pengumuman peristiwa (informasi) akan disikapi pelaku pasar dengan memberikan respon yang tercermin dengan harga suatu sekuritas, jika return yang didapat pelaku pasar (R_i) tidak sama dengan apa yang diharapkan ($E(R_i)$) maka akan terjadi abnormal return namun jika abnormal return tersebut berlangsung sesaat dan tidak berkepanjangan (harga menuju harga penyesuaian yang baru dengan cepat) kesimpulannya pasar telah efisien, dan jika pasar memberikan respon yang lama dan berkepanjangan serta terjadi *lag* (harga penyesuaian

membutuhkan waktu yang relatif lama untuk menuju harga penyesuaian dan dari itu pelaku pasar dapat melakukan spekulasi) kesimpulannya pasar belum efisien.

Jika return yang didapat pelaku pasar (R_i) sesuai dengan apa yang diharapkan ($E(R_i)$) maka pasar telah efisien dalam bentuk setengah kuat secara informasional.

2.4 Hipotesis Penelitian

Ketidakmampuan pasar dalam menyerap informasi baru secara cepat dan akurat menyebabkan asumsi bahwa investor akan bereaksi positif terhadap informasi penawaran saham baru akan terjadi, oleh karena itu hipotesis penelitian ini adalah:

$$H_0 : AAR_t = 0$$

Rata-rata saham setelah masuk dan diperdagangkan di pasar sekunder akan mengakibatkan para pemodal **tidak memperoleh** abnormal return yang berbeda dengan nol secara signifikan (tidak memperoleh keuntungan tidak normal), karena keterbukaan informasi dapat diterima dengan baik, cepat dan akurat.

$$H_a : AAR_t \neq 0$$

Rata-rata saham setelah masuk dan diperdagangkan di pasar sekunder akan mengakibatkan para pemodal **memperoleh** abnormal return yang berbeda dengan nol secara signifikan yang disebabkan karena informasi tidak dapat diterima oleh pemodal secara cepat dan akurat.