

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan pasar dari sejumlah instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta yang sudah *go public*. Pasar modal Indonesia telah menunjukkan perkembangan yang sangat mengembirakan, terutama jika dilihat dari jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang selalu menunjukkan peningkatan. Pasar modal mempunyai peranan yang sangat penting dalam kehidupan ekonomi, terutama dalam proses pengalokasian dana masyarakat. Pasar modal memberikan dana dari pihak yang mempunyai surplus dana untuk mengalokasikan dananya kepada pihak yang memerlukan dana. Pasar modal memberikan sarana bagi pemodal (investor), untuk menyalurkan dana kepada pihak yang membutuhkan dana (perusahaan) untuk melakukan investasi. Keputusan untuk berinvestasi oleh investor ditentukan oleh pengharapan masa yang akan datang mereka atas kesuksesan suatu usaha.

Pada dasarnya pemodal (investor) melakukan transaksi dalam instrumen saham dengan harapan untuk memperoleh keuntungan (*return*), berupa *capital gain*, yakni kenaikan harga jual saham dibandingkan dengan harga beli, *dividend yield*, yakni memperoleh pembagian deviden dari perusahaan yang dimiliki sahamnya. Dalam kondisi efisiensi pasar bentuk lemah, investor tidak dapat memiliki *return* yang tinggi secara konsisten dengan memakai strategi transaksi

berdasar informasi yang terdapat pada harga-harga saham di waktu lalu. Hal ini karena harga-harga tersebut mengikuti pola acak (*random walk*), sehingga harga masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksikan harga saham di masa datang.

Akan tetapi, dari beberapa penelitian di bursa efek negara maju (Amerika Serikat) terdapat beberapa fenomena ketidakberaturan (anomali) yang tidak sejalan dengan kondisi pasar modal yang efisien. Anomali-anomali tersebut adalah:

1. *Size Effect*, yakni perusahaan dengan total nilai pasar sahamnya rendah cenderung menunjukkan return yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan total nilai pasar yang tinggi.
2. *Earning-Price Effect*, yakni saham yang dijual dengan rasio earning price (E/P) tinggi akan lebih besar abnormal return-nya (jauh lebih tinggi daripada return pasar).
3. *January Effect*, yakni kecenderungan return yang tinggi pada bulan Januari.

Penelitian mengenai *Januari Effect* membuktikan adanya perilaku yang tidak sesuai (anomali) dengan pengertian pasar modal bentuk lemah (Kozeff & Kinney, 1977; Tinic & West, 1984 dalam Aryo, 2003). Dari penelitian tersebut diketahui return pada bursa saham Wall Street cenderung tinggi pada bulan Januari. Karena fenomena tersebut terjadi pada bulan Januari maka dikenal sebagai *January Effect* atau *Turn of Year Effect*.

Penelitian terhadap perilaku return saham di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menemukan adanya kecenderungan yang tinggi pada bulan Maret, Agustus, dan Desember (P. Chang Dan S. Ghon Rhee, 1994 dalam Aryo 2003). Sedangkan penelitian Susilo (1996), menemukan rata-rata return tertinggi selama periode pengamatan 1991 – 1995 terjadi pada bulan Mei. Sedangkan bulan Januari sendiri ternyata negatif, demikian juga dengan return pada bulan-bulan lainnya kecuali Mei dan Desember. Penelitian Aryo (2003) menemukan rata-rata return per bulan menampakkan kecenderungan yang tinggi pada bulan Mei, November, Desember dan menampakkan kecenderungan return yang rendah pada bulan Maret, Agustus, dan September. Namun demikian, perbedaan tersebut tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Pengetahuan tentang perilaku pasar modal dapat digunakan sebagai alat untuk mengestimasi perilaku pemodal dalam menanamkan modalnya di bursa efek. Apabila setiap pemodal individu bertindak seperti yang diperkirakan maka seseorang akan berhasil menemukan bagaimana seluruh pemodal akan berperilaku sehingga harga dan return saham akan ditentukan oleh return pasar. Oleh karena itu penelitian ini akan dilakukan berdasar data return bulanan dengan periode pengamatan mulai Januari 2002 sampai dengan Desember 2004. Sektor yang akan diamati ada tiga kelompok yang meliputi: sektor manufaktur, sektor keuangan, dan sektor lain-lain. Sebagai obyek pengamatan adalah saham-saham yang aktif diperdagangkan dari ketiga sektor diatas selama periode pengamatan.

1.2. Rumusan Masalah

Permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini memfokuskan pada pengamatan terhadap return bulanan saham untuk mengetahui bagaimana perilaku return bulanan saham di Bursa Efek Jakarta?

1.3. Batasan Masalah

Pembatasan masalah yang akan dilakukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian dilakukan berdasar sektoral perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan periode pengamatan mulai Januari 2002 sampai dengan Desember 2004.
2. Perusahaan terdaftar sebagai anggota Bursa Efek Jakarta dan memasyarakatkan sahamnya melalui Bursa Efek Jakarta (BEJ).
3. Perusahaan termasuk aktif diperdagangkan tahun 2002, 2003, 2004 dan bergerak dalam kelompok berbagai jenis industri, yaitu sektor manufaktur, sektor keuangan dan sektor lain-lain.
4. Perusahaan mempunyai laporan harga penutupan tiap akhir bulan untuk periode tahun 2002, 2003, dan 2004, serta laporan tersebut dipublikasikan di tahun 2002, 2003, dan 2004.
5. Tidak melakukan *stock split* (pemecahan saham) selama masa pengamatan.

1.4. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah ditetapkan, maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis perilaku return bulanan saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ).
2. Untuk mengidentifikasi sektor -mana yang mampu memberikan return bulanan tertinggi.

1.5. Manfaat Penelitian

Setelah dilakukan penelitian ini, maka diharapkan memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan:

1. Bagi akademisi, penelitian ini untuk mengetahui fenomena ketidak beraturan (anomali) dari hipotesis efisiensi pasar dalam bentuk lemah.
2. Bagi praktisi, dapat memberikan gambaran perilaku return bulanan saham dari ketiga sektor yaitu : sektor manufaktur, sektor keuangan, dan sektor lain-lain yang dijadikan obyek penelitian yang *listing* di Bursa Efek Jakarta.
3. Bagi ilmu pengetahuan, hasil penelitian dapat menambah khasanah pustaka tentang perilaku return bulanan saham.

1.6. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini adalah:

- Bab I, Pendahuluan, menjelaskan latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, hipotesis, metode penelitian, dan sistematika penulisan.
- Bab II, Landasan Teori, untuk memberikan gambaran teoritis dari topik penelitian yang terdiri dari pengertian efisiensi pasar modal, teori pasar modal yang efisien, bentuk-bentuk efisiensi pasar modal, dan anomali-anomali dari efisiensi pasar modal.
- Bab III, Metode Penelitian, dalam bab ini akan dijelaskan mengenai populasi dan pemilihan sampel, data dan sumber data, analisa dan pengolahan data, penelitian terdahulu dan pengujian hipotesis.
- Bab IV, Analisa Data, dalam bab ini akan dijelaskan analisis dari hasil pemrosesan data harga saham perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Dimulai dari deskripsi data dan pengujian hipotesis yaitu analisis Anova dan analisis beda nyata terkecil (Least Significant Different).
- Bab V, Penutup, menyajikan atas semua hal yang telah diuraikan pada bab-bab sebelumnya, sehubungan dengan hasil penelitian dan pengolahan data.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Pengertian Pasar Modal Dan Bursa Efek

Dalam pasal 1 keputusan Presiden no. 60 tahun 1988 tertanggal 20 Desember 1988 tentang pasar modal menyebutkan bahwa, yang dimaksud dengan pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawaran dan permintaan dana jangka panjang dalam bentuk efek. Dalam teori keuangan dikenal adanya pengertian pasar finansial (*financial market*) yang menunjukkan pertemuan antara permintaan dan penawaran akan aktiva finansial (*financial assets*) atau yang lebih dikenal dengan sebagai sekuritas. Pasar finansial dapat dibedakan menjadi dua, yakni pasar uang (*money market*) dan modal (*capital market*). Pasar uang merupakan pertemuan antara permintaan dan penawaran dana jangka pendek. Sedangkan pasar modal merupakan pasar bagi instrumen keuangan jangka panjang.

Pada dasarnya pasar modal adalah salah satu bentuk kegiatan lembaga keuangan non-bank, sebagai sarana untuk memperluas sumber-sumber pembiayaan perusahaan yang membutuhkan dana dengan jumlah yang besar untuk jangka waktu lama. Dua jenis tersebut sering tidak dapat dipenuhi lembaga perbankan, sehingga sumber dana alternatif dicari dari pasar modal. Fungsi pasar modal adalah meningkatkan dan menghubungkan aliran dana jangka panjang secara efisien, sehingga akan menunjang pertumbuhan riil ekonomi secara keseluruhan.

Suad Husnan mendefinisikan bahwa pasar modal sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, publik authorities, maupun perusahaan swasta. Apabila perusahaan memerlukan dana, perusahaan dapat menggunakan jasa lembaga keuangan yang bersifat pinjaman, bagi perusahaan harus dapat mengembalikannya pada saat jatuh tempo. Disamping itu perusahaan juga mempunyai beban biaya tetap yang berupa bunga pinjaman.

Dengan demikian pasar modal di Indonesia dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, maupun swasta, yang tempat kedudukannya di Indonesia. Secara garis besar, pengertian pasar modal sebenarnya tidak jauh berbeda dengan pengertian pasar-pasar lain. Untuk setiap pembeli yang berhasil selalu harus ada penjual yang berhasil. Pasar modal juga terpengaruh oleh *supply* dan *demand*. Jika jumlah orang yang ingin membeli lebih banyak dibandingkan yang ingin menjual harga akan cenderung lebih tinggi, begitu pula sebaliknya. Hal yang berbeda dengan pasar biasa adalah komoditas yang diperdagangkan. Pasar modal dapat dikatakan pasar abstrak, dimana yang diperjualbelikan adalah dana-dana jangka panjang, yaitu dana yang keterkaitannya dalam investasi lebih dari satu tahun.

Sedangkan Bambang Riyanto mendefinisikan pasar modal ditinjau dari wujudnya sebagai suatu pengertian abstrak yang mempertemukan dua kelompok yang saling berhadapan tetapi kepentingannya saling mengisi, yaitu calon

pemodal (investor) di satu pihak dan emiten yang membutuhkan dana jangka menengah dan jangka panjang di lain pihak, atau dengan kata lain adalah tempat bertemunya penawaran dan permintaan dana jangka menengah dan jangka panjang. Dalam hal ini pasar modal berfungsi untuk mengalokasikan secara efisien arus dana dari unit ekonomi yang mempunyai surplus tabungan kepada unit ekonomi yang mempunyai defisit tabungan.

Dengan adanya pasar modal dalam mekanisme ekonomi, maka secara teoritis masyarakat investor dapat memanfaatkan sarana tersebut untuk melepaskan alternatif dalam memilih kesempatan investasi yang diinginkan. Sehingga memungkinkan investor untuk mendistribusikan resiko investasi tersebut ke berbagai alternatif yang ada dengan mengusahakan agar tetap mampu memperoleh keuntungan yang optimal.

Adapun komoditas yang dapat diperjualbelikan di pasar modal sebenarnya sangat banyak, yang kesemuanya itu dapat disebut sebagai surat berharga. Termasuk dalam surat berharga adalah saham, obligasi, sekuritas kredit, sekuritas penyertaan dana, klaim waran dan *option*. Ini belum termasuk surat-surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah daerah (*municipal bonds*) atau pemerintah pusat (*treasury bills*). Surat-surat berharga diatas juga mempunyai variasi yang sangat banyak, saham misalnya ada saham biasa dan saham preferen.

Pasar modal mengandung sebuah arti yang menunjukkan tempat bertemunya para pialang yang mewakili para investor untuk melakukan aktivitas jual beli surat berharga yang biasanya menempati sebuah gedung. Tempat demikian lazim disebut dengan bursa (*exchange*). Bursa dibagi menjadi dua yaitu

bursa utama dan *over the counter market* (OTC), yang di Indonesia dikenal dengan bursa paralel. Di Indonesia terdapat dua bursa utama yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Sementara bursa paralel sudah dibubarkan beberapa waktu yang lalu.

Departemen Keuangan RI melalui publikasi BAPEPAM tahun 1984, menyatakan bahwa: pengertian bursa efek adalah suatu sistem yang terorganisir dengan mekanisme resmi untuk mempertemukan penjual efek (pihak yang defisit dana) dengan pembeli efek (pihak yang surplus dana) secara langsung atau melalui wakil-wakilnya.

Fungsi bursa efek adalah:

1. Menciptakan pasar secara terus menerus bagi efek yang telah ditawarkan kepada masyarakat.
2. Menciptakan harga yang wajar bagi efek yang bersangkutan melalui mekanisme pasar.
3. Membantu perbelanjaan (pemenuhan dana) dunia usaha melalui penghimpunan dana masyarakat.
4. Memperluas proses perluasan partisipasi masyarakat dalam pemilikan saham-saham perusahaan.

2.2. Pasar Modal di Indonesia

Pasar modal di Indonesia mempunyai jangkauan dan misi yang memiliki tiga aspek, yaitu mempercepat proses perluasan dan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan, pemerataan pemilikan saham perusahaan dan

menggairahkan partisipasi masyarakat dalam penghimpunan dana untuk suatu kegiatan yang produktif. Untuk mencapai jangkauan dan misi tersebut, keberhasilan pasar modal dipengaruhi oleh beberapa faktor:

1. Penawaran dan permintaan sekuritas
2. Kondisi politik dan ekonomi Negara
3. Masalah hukum dan peraturan dimana pasar modal berada
4. Peranan lembaga-lembaga pendukung pasar modal

Pasar modal menjadi alternatif penghimpunan dana selain sistem perbankan. Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan sekuritas yang berupa surat tanda hutang (obligasi) maupun surat tanda kepemilikan perusahaan (saham). Pasar modal memungkinkan para pemodal mempunyai berbagai pilihan investasi yang sesuai dengan preferensi resiko mereka.

Pasar modal di Indonesia sebenarnya sudah ada sejak jaman penjajahan Belanda dengan didirikannya *Vereniging Voor de Effecten* pada tanggal 14 Desember 1912 di Batavia (sekarang Jakarta). Kemudian secara berturut-turut Bursa Efek didirikan di Surabaya pada tanggal 11 Januari 1925. Efek-efek yang diperdagangkan pada waktu itu antara lain saham dan obligasi perusahaan perkebunan Belanda yang beroperasi di Indonesia.

Selama pendudukan Jepang perekonomian Indonesia kurang menguntungkan, sehingga Bursa Efek terhenti sama sekali, dan baru setelah Proklamasi Kemerdekaan mulai dipikirkan kemungkinan diaktifkannya pasar modal di Indonesia. Pada tahun 1952 keinginan pemerintah untuk mengaktifkan

pasar modal baru dapat dilaksanakan dengan dikeluarkannya Undang-Undang No. 15 tahun 1952 tentang Bursa.

Kegiatan ini kemudian berhenti pada tahun 1958 dan di dalam periode sesudah bursa efek tidak dapat berkembang dengan baik karena inflasi yang tinggi dan keadaan perekonomian yang tidak menentu. Bentuk tabungan dan investasi menjadi sangat terpengaruh sehingga tidak memungkinkan suatu pasar modal dapat tumbuh dengan sehat. Dalam tahun 70-an, dengan adanya kestabilan nasional pada umumnya dan kestabilan di bidang ekonomi pada khususnya, pasar modal Indonesia memasuki babak baru. Dengan Keputusan Presiden No. 52 tahun 1976 dibentuk Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM) yang berada langsung di bawah dan bertanggung jawab kepada Menteri Keuangan.

Pasar modal diaktifkan kembali dengan go publiknya PT. Semen Cibinong pada tanggal 10 Agustus 1977. Setelah itu pasar modal mengalami peningkatan dengan semakin banyaknya perusahaan yang go publik. Perkembangan tersebut tidak dapat dilepaskan dari perkembangan ekonomi yang tinggi dan kondisi bisnis Indonesia. Dengan pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan kondisi bisnis yang baik, maka harga saham diharapkan semakin tinggi. Disamping itu diharapkan jumlah perusahaan dan dana yang diinvestasikan di pasar modal akan semakin meningkat.

2.3. Instrumen Pasar Modal

Pada saat ini jenis instrumen keuangan pasar modal terdiri dari saham, obligasi, warrant dan bukti righ. Berikut penjelasan masing-masing instrumen.

2.3.1. Saham

Jika para pemodal membeli saham, berarti mereka membeli prospek perusahaan. Kalau prospek perusahaan menjadi baik harga saham tersebut meningkat. Memiliki saham berarti memiliki perusahaan. Saham merupakan sekuritas yang memberikan penghasilan yang tidak tetap bagi pemiliknya. Pemilik saham akan menerima penghasilan dalam bentuk dividen dan perubahan harga saham. Jika harga jual saham meningkat dari harga beli sebelumnya, maka pemodal dikatakan memperoleh *capital gain* dan apabila sebaliknya, yaitu jika harga saham turun atau harga jualnya lebih rendah dari harga pada saat membeli maka investor akan menderita kerugian disebut *capital loss*.

Saham Biasa adalah saham yang tidak memperoleh hak istimewa. Pemegang saham ini mempunyai hak untuk memperoleh deviden sepanjang perusahaan memperoleh keuntungan dan hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Saham Bonus adalah perbandingan antara cadangan dan modal saham yang tidak seimbang pada suatu perusahaan dapat dihilangkan dengan memberikan saham bonus kepada para pemegang saham. Dengan penyerahan saham bonus kepada pemegang saham, kekayaan perusahaan tidak mengalami perubahan karena tidak ada kekayaan yang bertambah dan tidak ada modal yang dibayarkan. Perubahan tersebut bersifat kualitatif dengan adanya pergeseran struktur modal.

Saham Pegawai. Perusahaan dapat menempuh kebijaksanaan untuk memberi kesempatan kepada pegawainya memiliki saham perusahaan. Pada kesempatan

memperoleh tentamen atau bonus, para pegawai diharuskan memenuhi syarat untuk memperoleh saham perusahaan dibawah kurs.

Saham Pendiri. Jasa yang diberikan para pendiri perseroan biasanya berupa penyertaan modal, menarik relasi penting, biasanya dihargai perusahaan dengan cara memberikan saham pendiri.

Saham Preferen. Pemegang saham preferen memiliki hak untuk memperoleh deviden lebih dahulu, dibandingkan dengan pemegang saham biasa. Disamping itu mempunyai preferensi dalam mengajukan usul pencalonan direksi dan komisaris.

Saham Preferen Kumulatif. Saham preferen yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk mendapatkan deviden yang belum dibayarkan pada tahun lalu secara kumulatif.

Saham Preferen Partisipasi. Pemegang saham jenis ini disamping memiliki hak prioritasnya juga dapat turut serta dalam pembagian deviden.

2.3.2. Harga Saham

Saham atau *stocks* adalah surat bukti atau tanda kepemilikan bagian modal pada suatu perseroan terbatas yang diterbitkan oleh perusahaan. Pemilik saham suatu perusahaan, disebut sebagai pemegang saham, merupakan pemilik perusahaan. Di Indonesia, saham yang diterbitkan oleh perusahaan dan dijual di pasar modal, mempunyai nilai nominal Rp. 1000 atau Rp. 500 per lembarnya. Di beberapa negara bagian Amerika Serikat, dimungkinkan diterbitkan saham tanpa nilai nominal. Di Indonesia, sesuai dengan UU No.1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas, semua saham perusahaan harus mempunyai nilai nominal. Informasi

tersebut menunjukkan bahwa perusahaan bisa menerbitkan saham sampai dengan 500 juta lembar saham tanpa harus merubah anggaran dasar, dan ini disebut saham yang diotorisir. Tidak semua saham tersebut telah diterbitkan.

Menurut Standar Akuntansi Keuangan (SAK), harga saham adalah harga pasar tanggal transaksi untuk perseroan terbatas yang sahamnya terdaftar di bursa efek atau nilai wajar yang disepakati dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk saham yang tidak ada harga pasarnya. Saham yang dimaksud seperti di atas dan selanjutnya adalah harga saham biasa. Di dalam penelitian ini yang dimaksud dengan harga saham adalah harga saham biasa yang tercatat setiap akhir hari penutupan (*closing price*).

2.3.3. Obligasi

Obligasi merupakan surat tanda hutang panjang (lebih dari satu tahun) yang diterbitkan oleh perusahaan. Dengan membeli obligasi, pemilik obligasi berhak menerima bunga dari pelunasan nilai nominalnya pada waktu obligasi tersebut jatuh tempo. Obligasi dibedakan berdasarkan : emiten (issuer), tingkat bunga, jaminan dan jangka waktunya.

2.3.4. Obligasi Konversi

Salah satu jenis obligasi yang dapat ditukarkan menjadi saham biasa pada waktu tertentu. Investor akan mengkonfirmasi obligasinya menjadi saham, kalau pada saat tersebut harga saham lebih daripada harga nominalnya obligasi konversi, maka tentunya investor akan memilih untuk dilunasi obligasi konversinya.

2.3.5. Warrant

Warrant merupakan hak (opsi) untuk membeli sejumlah saham biasa dengan harga tertentu. Biasanya warrant menjadi “pemanis” dalam penerbitan obligasi. Kalau suatu obligasi disertai warrant, maka investor tidak hanya akan memperoleh bunga tetap, namun juga memperoleh opsi untuk membeli saham dengan harga tertentu. Kalau harga saham (diperkirakan) naik, maka opsi tersebut akan berharga.

2.3.6. Bukti Right

Pada right issue (penawaran saham terbatas), pemegang saham lama mempunyai kesempatan terlebih dahulu yang dikenal sebagai bukti right. Hak yang melekat pada saham yang memungkinkan para pemegang saham untuk membeli saham baru.

2.4. Pengertian Efisiensi Pasar Modal

Istilah pasar modal yang efisien sering digunakan dengan arti atau maksud yang berbeda-beda sesuai dengan konteks permasalahannya. Sebagai misal pasar modal yang efisien mungkin diartikan sebagai pasar yang bisa menyediakan jasa-jasa yang diperlukan oleh pemodal dengan biaya yang minimal. Pengertian ini banyak digunakan oleh para pelaku di bursa efek (pialang, pengelola bursa dan sebagainya) sebagai efisiensi pasar secara operasional. Dalam penelitian ini, pasar modal yang efisien dikaitkan dengan informasi yang tersedia bagi para pemodal (efisien secara informasional).

West, 1975 (dalam Aryo, 2003) membedakan pengertian efisiensi pasar modal menjadi dua, yakni efisiensi internal dan efisiensi eksternal. Efisiensi eksternal menunjukkan bahwa pasar berada dalam keadaan keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia tidak bisa memberikan keuntungan diatas tingkat keuntungan keseimbangan. Efisiensi internal menunjukkan bahwa pasar modal tersebut bukan hanya memberikan harga yang “benar” namun juga memberikan jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya yang serendah mungkin.

Pasar modal akan dikatakan efisien jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi yang baru dan relevan yang tersedia. Berdasarkan pengertian tersebut dapat diketahui adanya dua unsur pokok yang merupakan ciri pasar modal yang efisien, yaitu tersedianya informasi yang relevan dan harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru. Syarat yang harus dipenuhi agar kondisi efisiensi pasar modal dapat dicapai:

1. Tidak ada biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas
2. Seluruh informasi yang tersedia dapat diakses oleh semua pelaku pasar secara gratis
3. Semua pelaku pasar sepakat dengan implikasi informasi baru, terhadap harga dan distribusi harga dimasa mendatang.

Dalam kenyataan sulit menemukan pasar dengan diskripsi bahwa semua informasi tersedia secara bebasdan investor yang setuju dengan implikasinya. Kondisi-kondisi tersebut cukup untuk pasar yang efisien, namun bukan hal yang penting (*necessary*). Harga-harga sekuritas tetap mencerminkan semua informasi

yang tersedia (pasar efisien), walaupun untuk memperoleh informasi tersebut investor harus mengeluarkan biaya yang cukup besar. Pasar mungkin tetap akan tetap efisien apabila tersedia sejumlah investor yang cukup dan siap untuk mengakses informasi yang tersedia. Sedangkan ketidaksetujuan investor terhadap implikasi dari informasi yang diberikan bukan pula menyebabkan inefisiensi pasar, kecuali ada investor yang dapat secara konsisten memiliki evaluasi yang lebih baik terhadap informasi yang tersedia daripada yang secara implisit terdapat dalam harga pasar.

Walaupun transaksi tersebut memiliki biaya, informasi tidak tersedia secara bebas pada setiap investor, dan adanya ketidaksetujuan para investor terhadap implikasi atas informasi yang dibentuk, hal-hal itu tidaklah disebut sebagai sumber inefisiensi pasar yang penting. Hanya saja merupakan sumber yang potensial dalam inefisiensi pasar dan ketiganya dapat secara nyata kita jumpai dalam pasar yang sebenarnya.

2.5. Teori Pasar Modal Yang Efisien

Perkembangan teori mengenai efisiensi pasar modal yang efisien ini berbeda dengan perkembangan teori ekonomi pada umumnya, dimana suatu teori yang muncul kemudian diikuti dengan berbagai penelitian untuk mengujinya secara empiris. Dari perspektif historis penelitian mengenai efisiensi pasar modal ini lebih dahulu berkembang dibandingkan teorinya itu sendiri. Fama (1970 dan 1991 dalam Aryo,2003), memberikan gambaran yang koheren berbagai perkembangan baik teoritis dan empiris dalam topik efisiensi pasar modal. Ada

tiga modal pasar modal yang efisien yaitu, *Model Fair Game*, *Model Submartingale*, dan *Model Random Walk*.

2.5.1. Model *Fair Game*

Model *fair game* menyatakan bahwa pada sistem perdagangan yang hanya berdasarkan pada himpunan informasi tertentu tidak ada *expected return* yang dapat diperoleh.

2.5.2. Model *Submartingale*

Model *submartingale* sebagai bentuk khusus dari model *fair game* berlaku pula asumsi bahwa *expected return* sama dengan nol. Keuntungan yang diperoleh investor semata-mata hanyalah kelebihan harga yang diharapkan atas harga pada saat t . Jadi keuntungan dari perdagangannya berdasarkan pada informasi pada saat t ini tidak lebih besar dari keuntungan yang diperoleh dari strategi membeli dan memegang secara acak.

2.5.3. Model *Random Walk*

Model ini mengasumsikan bahwa perubahan harga adalah independen dan perubahan harga terdistribusi secara identik.

2.6. Bentuk-bentuk Efisiensi Pasar Modal

Dalam bagian ini akan dibahas tiga bentuk dari efisiensi pasar modal yakni efisiensi pasar bentuk lemah (*walk form*), efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*), dan efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*).

2.6.1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Efisiensi pasar bentuk lemah menyatakan bahwa harga sekuritas-sekuritas saat ini mencerminkan sepenuhnya informasi harga-harga di waktu yang lalu. Dengan kata lain seorang pemodal tidak dapat memperoleh keuntungan yang lebih tinggi berdasar informasi harga-harga di masa lalu. Bentuk ini lebih populer dengan sebutan *random walk*, yakni harga sekuritas bergerak dalam pola acak. Pasar modal yang memenuhi efisiensi bentuk lemah berarti bahwa para pemodal tidak bisa memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan *trading rules* berdasarkan atas informasi perubahan harga saham waktu yang lalu.

2.6.2. Efisiensi Pasar Modal Bentuk Setengah Kuat (*Semi-strong Form*)

Pasar modal efisien bentuk setengah kuat adalah keadaan dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan informasi di waktu lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Dengan kata lain para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan diatas normal dengan memanfaatkan informasi yang dipublikasikan.

Apabila pasar modal efisien dalam bentuk ini, maka informasi baru akan segera tercermin pada harga saham dan menghilangkan kesempatan untuk memperoleh abnormal return bagi para pemodal. Di samping itu, kalau pasar berada pada efisiensi bentuk ini, maka semua informasi yang telah dipublikasikan termasuk harga saham yang lalu dianggap sangat penting dalam penentuan harga saham.

2.6.3. Efisiensi Pasar Modal Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Efisiensi pasar modal bentuk kuat menyatakan bahwa harga sekarang atas sekuritas-sekuritas mencerminkan sepenuhnya informasi yang dipublikasikan dan informasi yang tidak dipublikasikan (*private information*). Bentuk pasar modal efisien yang kuat menunjukkan harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang bisa diperoleh dari analisis fundamental tentang perusahaan dan perekonomian (Elton and Gruber, 1986 dalam Susilo, 1996). Dalam keadaan semacam itu, pasar modal akan menjadi semacam rumah lelang yang ideal, yaitu harga selalu wajar dan tidak ada pemodal yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang saham.

2.7. Tinjauan Penelitian Terdahulu Dan Perumusan Hipotesis

Penelitian terdahulu penting diungkapkan sebagai landasan dan perbandingan dengan penelitian yang akan dilakukan. Penelitian mengenai perilaku return saham bulanan yang dilakukan oleh Aryo (2003) menemukan rata-rata return per bulan menampakkan kecenderungan yang tinggi pada bulan Mei, November, Desember dan menampakkan kecenderungan return yang rendah pada bulan Maret, Agustus, dan September. Namun demikian, perbedaan tersebut tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini ditetapkan sebagai berikut:

1. Ada perbedaan rata-rata return antara sektor manufaktur, sektor keuangan, dan sektor lain-lain yang nyata secara statistik.
2. Ada perbedaan antara rata-rata return per bulan yang nyata secara statistik.