

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 selembat 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

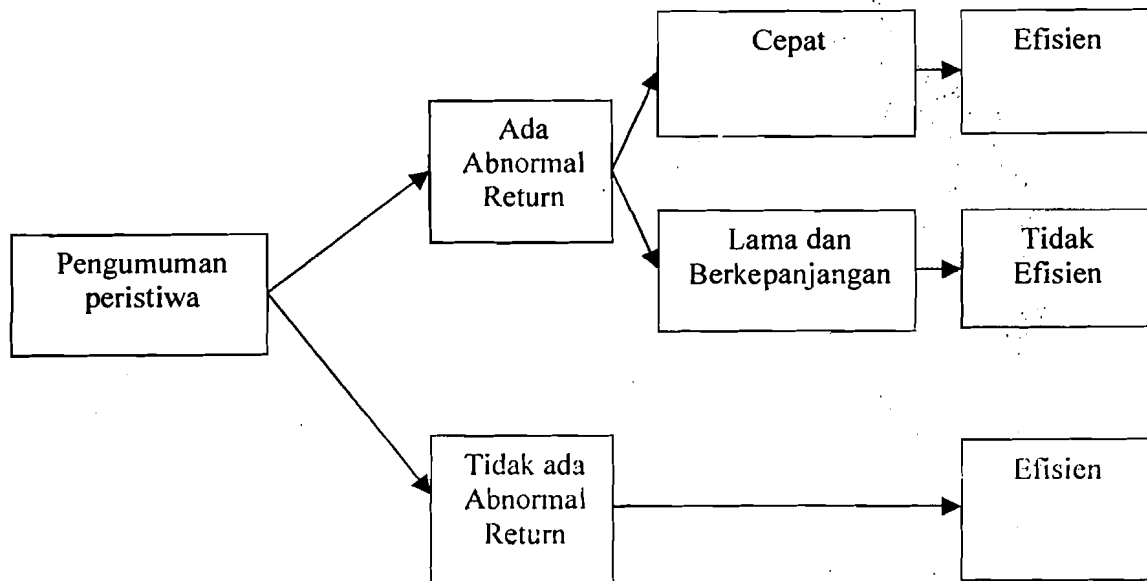
Sejumlah pemodal percaya bahwa P/E yang lebih rendah dari rata – rata dapat mengalahkan P/E yang tinggi. Hal ini merupakan anomali karena informasi PER merupakan informasi yang tersedia luas dan banyak digunakan, jika telah banyak digunakan seharusnya pemodal tidak lagi memperoleh *abnormal return* namun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

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Lokasi penelitian :

Bertempat di Pojok Bursa Efek Jakarta (BEJ) Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

3.2 Periode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian peristiwa (event study) dan dilakukan pada periode :

1. Periode IPO saham tahun 2004
2. Periode IPO saham tahun 2005

3.3 Variabel Penelitian

Pengujian Efisiensi Pasar dalam Bentuk Setengah Kuat mempergunakan *abnormal return* sebagai cara untuk mengetahui apakah pasar telah efisien ataukah belum secara informasional . Pengujian ini juga menguji kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan (*informationally efficient market*). Dalam hal ini rate of return saham sebagai dependen variabel dan rate of return indeks pasar sebagai variabel independen.

3.4 Definisi Operasional Variabel

Abnormal return sebagai pengukur pasar telah efisien ataukah belum didapat dari Return Aktual dikurangi Return yang Diharapkan dimana

return ekspektasi ini mempergunakan model market yang dirumuskan sebagai berikut :

$$AR = R_i - E(R_i)$$

$$R_i = \frac{P - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dengan $E(R_i)$ didapat dari Market Model (Single Index Model) yang merupakan regresi linier sederhana (OLS), yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + e_i$$

$E(R_i)$: tingkat keuntungan (return) saham i yang diharapkan

α_i : expected value / suatu variabel acak yang menunjukkan komponen dari return sekuritas i yang independen terhadap kinerja pasar.

β_i : Beta yang merupakan koefisien yang mengukur perubahan R_i akibat dari perubahan R_m .

R_m : Tingkat return dari indeks pasar juga merupakan variabel acak.

Sementara R_m didapat dari :

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dengan :

R_m : Tingkat keuntungan indeks pasar mingguan

$IHSG_t$: Indeks Pasar saat t

$IHSG_{t-1}$: Indeks Pasar saat t – 1

Kemudian menghitung Koefisien Regresi (mencari persamaan Koefisien Regresi yang merupakan persamaan Single Indeks Model atau market model) / OLS (*Ordinary Least Square*) (Dr Jogiyanto, 1996, hal. 422 dan Drs. Abdul Halim MM., Akt., 2003, “ *Analisis Investasi* “, Jakarta : Salemba Empat hal. 80 – 82), sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{n \sum (XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n \sum X^2 - (\sum X)^2}$$

$$\alpha_i = \frac{\sum X^2 \sum Y - \sum X \sum (XY)}{n \sum X^2 - (\sum X)^2}$$

Dengan :

X : tingkat keuntungan (return) Indeks Pasar mingguan

Y : tingkat keuntungan (return) saham i yang sesungguhnya.

3.5 Data dan Teknik Pengumpulan Data

3.5.1 Jenis Data

A. Sumber Data

Sumber data dari penelitian ini menggunakan data sekunder yang merupakan data yang di publikasikan oleh Bursa Efek Jakarta.

B. Pentingnya Data

1. Data Umum

Merupakan data yang menggambarkan keadaan Bursa Efek Jakarta secara umum sehingga tidak memiliki pengaruh apapun terhadap penelitian. Meliputi : lokasi, struktur organisasi, sejarah, struktur eksternal bursa.

2. Data Khusus

Merupakan data yang berkaitan langsung dengan penelitian dan memberikan kontribusi yang besar terhadap penelitian. Meliputi :

- a. Data tentang perusahaan yang melakukan Initial Public Offering (IPO) atau yang listing selama periode penelitian (nama saham / nama emiten) Tahun 2004 dan Tahun 2005.
- b. Harga saham mingguan (diambil Rabu) selama periode pengamatan 12 minggu setelah saham – saham tersebut masuk dan diperdagangkan di pasar sekunder
- c. Indeks Harga Saham Gabungan Mingguan, diambil pada hari rabu disesuaikan dengan pengambilan harga saham.

3.5.2 Teknik Pengumpulan Data

A. Dokumentasi

Pengumpulan data melalui catatan atau dokumen perusahaan (diperoleh melalui website JSX,).

B. Riset Pustaka

Pengumpulan data melalui sejumlah *teks book*, majalah, harian Kompas, jurnal, dan harian Bisnis Indonesia.

3.6 Populasi dan Sampel

A. Populasi dalam penelitian adalah semua saham yang listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sampai dengan periode pengamatan tahun 2004 dan tahun 2005.

B. Penentuan sampel dalam penelitian berdasarkan jumlah emiten yang melakukan penawaran perdana (IPO) dan yang listing di BEJ selama periode pengamatan tahun 2004 dan 2005. Jumlah sample yang melakukan penawaran perdana dan yang listing di BEJ selama periode penelitian sebanyak 12 saham di tahun 2004 dan 8 saham di tahun 2005.

3.7 Metode Analisis

A. Single Index Model

Single Index Model didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar (Jogiyanto, hal. 203). Jadi kenaikan harga indeks pasar menyebabkan kenaikan harga – harga saham. Hal ini menyarankan bahwa return – return dari sekuritas

mungkin berkorelasi karena adanya reaksi umum terhadap perubahan nilai pasar.

Single Index Model merupakan regresi linier sederhana, dengan menggunakan data time series beta pasar (β_i) dapat dihasilkan melalui regresi linier antara rate of return saham sebagai dependen variabel dan rate of return indeks pasar sebagai variabel independen.

Market Model ini nantinya dipergunakan sebagai cara untuk menghitung expected return yang dapat dipergunakan sebagai cara untuk menghitung abnormal return.

Meskipun Single Index dapat dipergunakan namun Capital Aset Pricing Model (CAPM) dapat juga dipergunakan.

Single Index Model dapat dirumuskan :

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + e_i$$

Dengan :

$E(R_i)$: tingkat keuntungan (return) saham i yang diharapkan

α_i : expected value / suatu variabel acak yang menunjukkan komponen dari return sekuritas i yang independen terhadap kinerja pasar.

β^i : Beta yang merupakan koefisien yang mengukur perubahan R_i akibat dari perubahan R_m .

R_m : Tingkat return dari indeks pasar juga merupakan variabel acak.

(Jogiyanto HM., hal. 204)

B. Menghitung return saham i :

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dengan :

R_i : return saham i

P_t : harga saham mingguan pada saat minggu t.

P_{t-1} : harga saham mingguan saat t - 1

(Suad Husnan, 1994, hal. 30)

C. Menghitung return indeks pasar mingguan (IHSG)

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dengan :

R_m : Tingkat keuntungan indeks pasar mingguan

$IHSG_t$: Indeks Pasar saat t

$IHSG_{t-1}$: Indeks Pasar saat t - 1

D. Menghitung Koefisien Regresi (mencari persamaan Koefisien Regresi yang merupakan persamaan Single Indeks Model)

$$\beta_i = \frac{n \sum (XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n \sum X^2 - (\sum X)^2}$$

$$\alpha_i = \frac{\sum X^2 \sum Y - \sum X \sum (XY)}{n \sum X^2 - (\sum X)^2}$$

Dengan :

X : tingkat keuntungan (return) Indeks Pasar mingguan

Y : tingkat keuntungan (return) saham i yang sesungguhnya

(Drs. Abdul Halim, MM, Akt., (2003), “ *Analisis Investasi* “, Jakarta : Salemba Empat).

E. Menghitung abnormal return tiap – tiap saham (saham mingguan) selama 12 minggu :

$$AR_{it} = R_i - E (R_i)$$

Dengan :

AR_{it} = Tingkat Abnormal Return saham i.

R_i = Tingkat return saham i sesungguhnya.

$E(R_i)$ = Tingkat return saham diharapkan.

(Charles P. Jones, “ *Investment, Analysis and Management*”, hal. 318)

F. Menghitung Rata –rata Abnormal Return (AAR)

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

Dengan :

AAR_t = Rata – rata Abnormal Return pada periode t.

AR_t = Abnormal Return saham i pada periode t.

n = Jumlah saham yang diamati.

(Suad Husnan, 1994, hal. 260).

G. Menghitung Cumulatif Average Abnormal Return (CAAR).

$$CAAR_k = \sum_t^k AAR_t$$

Dengan :

CAAR_k : Cumulatif Abnormal Return, merupakan penjumlahan dari AR dari periode ke periode.

AAR_t : Average Abnormal Return periode t.

k : Jumlah minggu perdagangan yang diamati.

(Suad Husnan, 1994, hal. 260)

H. Menghitung Deviasi Standar (σ) dari Abnormal Return :

$$\sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^k \frac{(AR_{it} - AAR_{it})^2}{n-1}}$$

Dengan :

σ = deviasi standar dari AAR

AR_{it} = Abnormal Return saham i periode t.

AAR_{it} = Average Abnormal Return periode t.

n = Jumlah saham diamati.

I. Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis perbedaan rata-rata abnormal return dengan nol signifikan, digunakan analisis statistik uji beda dua sisi dengan sampel kecil, karena sampel yang digunakan kurang dari 30. Perhitungan uji beda dua 2 sisi dengan sampel yang kurang dari 30 dipergunakan uji t. Dengan derajat kepercayaan (*Confident Interval*) 95 %. Taraf signifiansi sebesar 5 % atau $\alpha = 0,05$ dengan dua sisi pengujian, maka tabel t yang dipergunakan $t_{0,025}$ dengan derajat kebebasan $12 - 1 = 11$, $t_{tab} = 2,2010$ untuk Tahun 2004, dan $8 - 1 = 7$. Jadi $T_{tab} = 2,3646$ untuk tahun 2005 (Tabel t). (Nugroho Budiyuwono, (1996), "*Pengantar Statistik Ekonomi dan Perusahaan*", Jilid 2, Edisi Revisi, Yogyakarta : UPP AMP YKPN, hal. 226).

a. Pengujian Hipotesis untuk abnormal return saham

Menguji apakah ada perbedaan antara abnormal return dengan nol secara signifikan, setelah sampel masuk dan diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.

$H_0 \Leftrightarrow AAR_t = 0$: Rata – rata abnormal Return **tidak berbeda** dengan nol secara signifikan.

$H_0 \Leftrightarrow AAR_t \neq 0$: Rata – rata abnormal Return **berbeda** dengan nol secara signifikan.

b. Menentukan t_{hit} dari Rata – rata Abnormal Return :

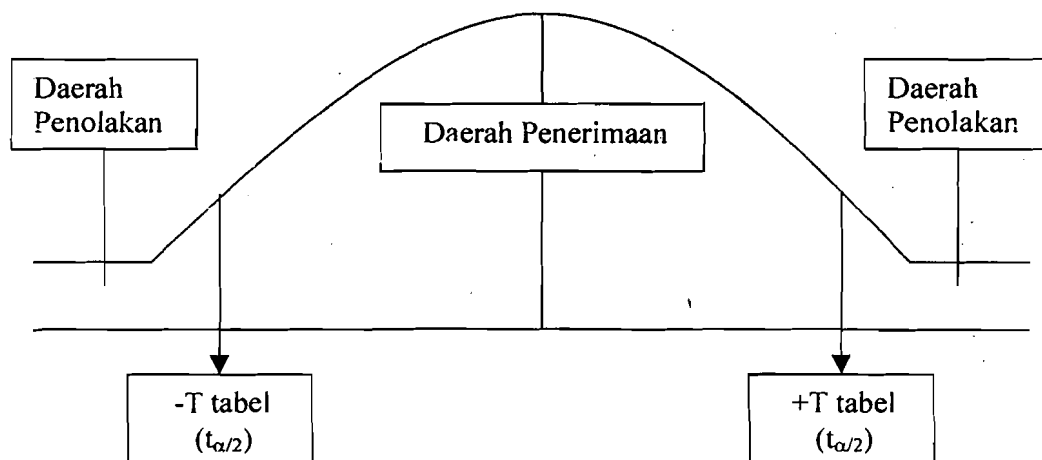
$$T_{hit} = \frac{\bar{X} - \mu}{S / \sqrt{k}}$$

(Nugroho Budi Yuwono, (1996), "*Pengantar Statistik Ekonomi dan Perusahaan*", Jilid 2, Edisi Revisi, Yogyakarta : UPP AMP YKPN, hal. 226).

c. Menentukan Kriteria Uji Hipotesis :

Ho diterima jika : $t_{\text{tab}} < t_{\text{hit}} < t_{\text{tab}}$

Ho ditolak jika : $t_{\text{tab}} < t_{\text{hit}}$ atau $t_{\text{hit}} > t_{\text{tab}}$



Gambar 3.1 Uji dua sisi dengan taraf signifikansi 5 %

Daerah Penerimaan dan Penolakan Hipotesa pada Pengujian 2 sisi dengan

Sampel Kecil ($n < 30$)

BAB IV

ANALISA DATA

Kenaikan dan penurunan harga dan volume perdagangan menandai kemarakan dan kelesuan para peiaku pasar modal. Perubahan harga dan volume perdagangan ini merupakan reaksi investor terhadap informasi, baik informasi yang berkaitan dengan perusahaan maupun informasi pada umumnya. Informasi yang berkaitan dengan perusahaan akan mendapatkan reaksi dari investor. Informasi tersebut berkaitan dengan harga saham itu sendiri, informasi perusahaan ataupun informasi perkembangan pasar modal itu sendiri.

Pada penelitian kali ini akan dianalisis efisiensi pasar modal terhadap penerbitan saham untuk pertama kali (harga saham di pasar perdana). Pengujian efisiensi dapat dilakukan dengan tiga bentuk teori, salah satunya adalah dalam bentuk setengah kuat, pegujian tentang bentuk setengah kuat ditujukan apakah harga benar-benar mencerminkan informasi yang dipublikasikan, pengujian setengah kuat secara informasional dengan n yang besar maupun kecil ($n < 30$ ataupun $n > 30$) memiliki dua langkah utama yang meliputi langkah pencarian return tidak normal (abnormal return) dan uji statistik atas return tidak normal. Dengan data – data harga saham mingguan (12 minggu setelah saham – saham masuk dan diperdagangkan) dan juga indeks pasar mingguan. Langkah – langkah pengujian efisiensi dalam bentuk setengah kuat dengan n yang kecil ($n = 12$ untuk data – data tahun 2004 dan $n = 8$ untuk tahun 2005).

4.1 Pengujian Return Tidak Normal (*Abnormal Return*), langkah – langkah :

4.1.1 Menghitung return saham i :

Merupakan keuntungan yang secara nyata terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih relatif terhadap harga sebelumnya yang diterima pemodal dari suatu investasi.

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

R_i : return saham i

P_t : harga saham mingguan pada saat minggu t.

P_{t-1} : harga saham mingguan saat t – 1

(Suad Husnan, 1994, hal. 30).

Daftar Return aktual (R_i) dari harga saham mingguan setelah masuk dan diperdagangkan di pasar sekunder tahun 2004 (12 minggu).

Tabel 4.1 Return Aktual untuk Data Tahun 2004 dengan 12 Minggu Pengamatan

	ADHI	ADMF	HADE	BTEK	ENRG	PJAA
minggu	R_i	R_i	R_i	R_i	R_i	R_i
1	-0.0286	-0.0645	-0.1224	-0.0179	0.1667	-0.0513
2	1.0000	0.0575	0.0000	-0.1273	-0.1429	-0.0270
3	0.2794	0.0435	-0.0930	0.0417	0.0370	0.0556
4	0.0230	0.1875	-0.0769	-0.0600	0.1786	0.0000
5	-0.0112	-0.1228	-0.3611	0.0213	-0.0152	0.0000
6	-0.1477	0.0000	0.2609	0.0000	0.0000	-0.0263
7	-0.0667	-0.0900	0.1379	-0.4167	-0.0308	0.0000
8	-0.0571	0.0549	0.1212	-0.0714	0.0476	0.0000
9	0.0303	0.0104	-0.0811	-0.2308	0.1364	0.0270
10	0.0000	0.0000	-0.3235	0.0000	0.0667	0.0263

11	-0.0882	0.0000	-0.3043	0.0000	0.2500	-0.0513
12	-0.0968	-0.0206	-0.1875	0.0000	-0.0100	0.0270

	SQMI	IDKM	AKKU	MAPI	YULE	WOMF
minggu	Ri	Ri	Ri	Ri	Ri	Ri
1	0.0408	0.0741	-0.1136	-0.0357	-0.0714	0.0333
2	-0.0195	-0.0690	0.0000	0.0741	-0.1154	-0.0645
3	0.0000	0.0000	-0.0256	-0.0345	-0.0652	0.0207
4	0.0000	0.0370	-0.0526	0.0000	-0.0930	-0.0135
5	0.0200	-0.0357	-0.1667	0.0357	-0.2564	0.0000
6	0.0000	0.0370	0.3000	-0.0207	0.0690	0.0137
7	0.0196	0.0357	0.0513	-0.0141	0.0323	0.0270
8	0.0192	0.0000	-0.0732	0.0143	-0.0938	0.0000
9	0.0189	-0.0690	0.0526	0.1549	-0.1034	0.0263
10	0.0926	0.0370	-0.0750	-0.0488	0.0769	0.0897
11	0.0847	-0.0357	-0.1081	0.0385	0.0000	0.0118
12	0.0000	-0.0667	-0.0606	0.0370	-0.1071	0.0000

Pada tabel diatas nampak harga – harga saham :

- Pada minggu pertama semenjak saham – saham masuk dan diperdagangkan dalam masa pengamatan nampak harga saham – saham pada mengalami posisi yang *mix*, yaitu 8 saham mengalami penurunan harga (simbol negatif) yaitu emiten dengan ticker ADHI (-0.0286 atau -2.86 %), ADMF (-0.0645 atau -6.45 %), dan HADE (-0.1224 atau -12.24 %), BTEK (-0.0179 atau -1.79%), PJAA (-0.0513 atau -5.13 %), AKKU (-0.1136 atau -11.36 %), MAPI (-0.0357 atau -3.57 %), dan YULE (-0.0714 atau -7.14 %), dengan emiten berticker HADE mengalami penurunan tertinggi (-0.1224 atau -12.24 %), kenaikan harga (simbol positif) cuma dialami oleh 4 emiten dengan ticker ENRG (0.1667 atau 16.67 %), SQMI (0.0408 atau 4.08 %), IDKM (0.0741 atau 7.41 %), dan WOMF (0.0333 atau

3.33 %), dengan emiten berticker ENRG mengalami kenaikan tertinggi (16067 %), kenaikan harga ini dimungkinkan saham dihargai terlalu rendah dalam pasar perdana namun emiten memiliki prospek yang baik.

- Pada minggu kedua pengamatan nampak harga – harga saham mengalami posisi yang bervariasi pula terlihat harga saham yang mengalami penurunan (simbol negatif) sebanyak 7 emiten dengan ticker antara lain BTEK (-12.73 %), ENRG (-14.29 %), PJAA (-2.7 %), SQMI (-1.96 %), IDKM (-6.9 %), YULE (-11.54 %), dan WOMF (-6.45 %), saham emiten berticker ENRG mengalami penurunan tertinggi (--14.29 %). Harga saham mengalami kenaikan (bersimbol positif) ada 3 emiten , yaitu emiten dengan ticker ADHI (1.000 atau 100 %), ADMF (0.0575 atau 5.75 %), dan MAPI (0.0740 atau 7.4 %), saham dengan tiker ADHI merupakan kenaikan tertinggi dibandingkan sampel saham lain yang naik yaitu sebesar 100 %. Selain itu saham – saham yang lain mengalami stagnansi harga (perubahan harga saham nol), yaitu emiten dengan ticker HADE, dan AKKU, yang mungkin saham tidak aktif diperdagangkan pada minggu kedua tersebut.
- Minggu ketiga pengamatan pergerakan harga saham dalam masa pengamatan dengan kenaikan harga saham yang dialami oleh 6 emiten yaitu ADHI , ADMF, BTEK, ENRG, PJAA dan WOMF, saham dengan tiker ADHI merupakan saham yang mengalami kenaikan tertinggi pada perdagangan minggu ketiga sebesar 27.94 %. Sementara penurunan dialami oleh saham – saham dengan ticker HADE, AKKU, MAPI dan

YULE.HADE merupakan saham yang mengalami penurunan paling tajam yaitu sebesar 9.3 %. Stagnansi harga terjadi pada emiten dengan ticker SQMI dan IDKM.

- Minggu keempat pengamatan nampak terdapat 5 emiten yang memiliki return aktual yang negatif yang berarti penurunan harga saham dan emiten dengan ticker YULE mengalami penurunan tertinggi (-0.0930 atau -9.3 %). Sedangkan return aktual yang positif yang berarti kenaikan harga saham didapatkan oleh 4 emiten dan emiten dengan ticker ADMF memperoleh return aktual yang tertinggi (0.1875 atau 18.75 %). Sementara 3 emiten mengalami stagnansi harga atau harga tidak mengalami perubahan (nol) yang mungkin disebabkan tidak aktifnya perdagangan sahamnya (saham tidur).
- Minggu kelima pengamatan terdapat 7 emiten yang mengalami penurunan harga dengan emiten dengan ticker HADE mengalami penurunan yang tajam (-0.3611 atau -36.11 %). Sedangkan saham- saham yang memperoleh return aktual yang positif atau kenaikan harga dialami oleh 3 emiten dengan emiten dengan ticker MAPI mengalami kenaikan tertinggi (0.0357 atau 3.57 %). Sedangkan 2 saham mengalami stagnansi harga atau perubahan harga sebesar nol.
- Minggu keenam pengamatan terdapat 3 emiten yang mengalami penurunan harga (return aktual bersimbol negatif) dengan penurunan tertinggi dialami oleh emiten dengan ticker ADHI yang mengalami penurunan tertinggi (-0.1477 atau -14.77 %). Kenaikan harga saham yang ditunjukkan oleh

return aktual yang positif dialami oleh 5 emiten dengan emiten dengan ticker AKKU mengalami kenaikan tertinggi (0.3000 atau 30 %). Sedangkan 4 emiten mengalami stagnasi harga atau perubahan saham sebesar nol.

- Minggu ketujuh pengamatan harga – harga saham dengan 12 emiten sebagai sampel masih mengalami variasi harga (*mix*) dengan kecenderungan stagnansi harga dan penurunan harga saham dengan 5 emiten mengalami penurunan harga (return aktual yang negatif) dengan emiten BTEK mengalami penurunan tertinggi, (-0.4167 atau -41.67). Sedangkan 6 emiten mengalami kenaikan harga dengan kenaikan tertinggi return aktual dialami oleh emiten dengan ticker HADE (0.1379 atau 13.8 %). Sementara terdapat 1 emiten mengalami stagnansi harga.
- Sementara kecenderungan posisi harga saham pada minggu kedelapan lebih kepada penurunan harga saham dengan terdapat 4 emiten memperoleh return aktual yang negatif dengan nilai tertinggi penurunan dialami oleh emiten dengan ticker YULE (- 0.0938 atau 9.38 %). Kenaikan harga saham dialami sebanyak 5 emiten dengan ticker HADE yang mengalami kenaikan tertinggi sebesar 12.12 %. terdapat pula emiten yang mengalami stagnansi saham yaitu PJAA, IDKM dan WOMF.
- Emiten dengan return aktual yang negatif atau mengalami penurunan harga pada minggu kesembilan pengamatan sebanyak 4 emiten dengan emiten yang mengalami penurunan tertinggi yaitu 23.08 % dialami oleh emiten dengan ticker BTEK. Kenaikan harga saham sedikit lebih banyak pada minggu ini dengan 8 emiten mengalami kenaikan dan emiten dengan ticker

MAPI membukukan kenaikan tertinggi sebesar 15.49 %, dan tidak terdapat emiten yang mengalami stagnansi harga.

- Terdapat 3 emiten yang mengalami penurunan harga atau return aktual yang negatif pada minggu ke-10 pengamatan dan emiten yang mendapatkan penurunan yang tertajam jika dibandingkan dengan penurunan harga saham – saham lainnya yaitu HADE (-32.35 %). Terdapat pula kenaikan harga saham pada minggu ini dengan 6 emiten mengalami kenaikan dengan kenaikan tertinggi dialami oleh emiten dengan ticker SQMI (9.26 %). Sementara terdapat 3 saham mengalami stagnansi harga.
- Minggu ke-11 pengamatan, harga saham dengan 5 emiten mengalami penurunan dan emiten dengan ticker HADE mengalami penurunan tertinggi (-30.43 %). Sementara terdapat 4 emiten mengalami kenaikan dan emiten dengan ticker ENRG mengalami kenaikan tertinggi sebesar 25 % sementara 3 emiten mengalami stagnansi harga.
- Minggu ke-12 pengamatan harga – harga saham sampel nampak lebih didominasi penurunan dengan 7 emiten yang membukukan penurunan harga saham, 2 emiten membukukan kenaikan harga saham serta sisanya yaitu 3 emiten mengalami stagnansi harga.

Tabel 4.2 Return Aktual untuk Data Tahun 2005 untuk 12 Minggu Pengamatan.

	MASA	APOL	PEGE	RELI	MFIN	EXCL	MICE	AMAG
minggu	Ri	Ri	Ri	Ri	Ri	Ri	Ri	Ri
1	-0.0263	-0.0143	-0.0645	0.0000	-0.1250	0.6087	0.0154	0.0000
2	0.0000	-0.0435	0.0000	-0.0196	-0.0714	-0.3946	0.0152	0.0000
3	-0.0541	0.0455	-0.0345	0.0000	-0.1154	0.0179	0.1194	-0.0476
4	0.0286	-0.0290	0.0000	0.0200	0.0870	-0.0877	-0.0400	0.0000
5	0.0278	0.0149	0.0357	-0.0196	0.0400	-0.0769	0.0556	0.0500
6	0.0270	0.0000	0.0000	0.0000	-0.0769	0.0104	0.0132	-0.0476
7	-0.0526	0.0294	-0.0690	-0.0200	0.0417	0.0412	0.0000	-0.0500
8	-0.0556	-0.1143	-0.0370	0.0204	-0.0400	0.0099	-0.0260	-0.0526
9	-0.1176	0.0161	0.0000	-0.0200	-0.1667	-0.0784	0.0267	-0.0556
10	-0.0667	0.0000	0.0385	0.0204	0.0000	-0.0426	0.0000	0.0588
11	0.0000	0.0159	0.0000	0.0000	0.1000	-0.0222	-0.0130	-0.0556
12	0.0357	-0.0156	0.0000	0.0000	0.0000	0.0341	0.0395	0.0588

Pada tabel diatas nampak harga – harga saham :

- Pada minggu pertama semenjak saham – saham masuk dan diperdagangkan dalam masa pengamatan nampak harga saham – saham pada mengalami posisi yang *mix*, yaitu 4 saham mengalami penurunan harga (simbol negatif) yaitu emiten dengan ticker MASA (-0.0283 atau -2.83 %), APOL (-0.0143 atau -1.43 %), dan PEGE (-0.0645 atau -6.45 %), dan MFIN (-0.1250 atau -12.5 %), dengan emiten berticker MFIN engalami penurunan tertinggi (-0.125 atau -12.5 %), kenaikan harga (simbol positif) cuma dialami oleh 2 emiten dengan ticker EXCL (0.6087 atau 60.87 %), dan MICE (0.0154 atau 1.54 %), dan 2 emiten mengalami stagnasi harga yaitu emiten dengan ticker RELI dan emiten dengan ticker AMAG, yang mungkin saham tidak aktif diperdagangkan pada minggu pertama tersebut.

- Pada minggu kedua pengamatan nampak harga – harga saham mengalami posisi yang bervariasi pula terlihat harga saham yang mengalami penurunan (simbol negatif) sebanyak 4 emiten dengan ticker antara lain APOL (-4.35%), RELI (-1.96 %), MFIN (-7.14 %), dan EXCL (-39.46 %), yang juga emiten yang mengalami penurunan paling tajam. Harga saham mengalami kenaikan (bersimbol positif) pada perdagangan minggu kedua adalah emiten dengan ticker MICE (1.52 %), dan 3 emiten yang mengalami stagnasi harga yang disebabkan perdagangan terhadap tiga emiten tersebut tidak bergairah.
- Minggu ketiga pengamatan pergerakan harga saham dalam masa pengamatan dengan kenaikan harga saham yang dialami oleh 3 emiten yaitu APOL, EXCL dan MICE, saham dengan tiker MICE merupakan saham yang mengalami kenaikan tertinggi pada perdagangan minggu ketiga sebesar 11.94 %. Sementara penurunan dialami oleh saham – saham dengan ticker MASA, PEGE, MFIN dan AMAG, sementara emiten dengan ticker MFIN merupakan saham yang mengalami penurunan paling tajam yaitu sebesar -11.54 %. Stagnansi harga terjadi pada emiten dengan ticker RELI.
- Minggu keempat pengamatan nampak terdapat 3 emiten yang memiliki return aktual yang negatif yang berarti penurunan harga saham dan emiten dengan ticker APOL, EXCL dan MICE, dan emiten EXCL mengalami penurunan tertinggi (-8.77 %). Sedangkan return aktual yang positif yang berarti kenaikan harga saham didapatkan oleh 3 emiten dan emiten dengan ticker MFIN memperoleh return aktual yang tertinggi (0.0870 atau 8.70 %).

dialami oleh emiten dengan ticker MFIN (0.0417 atau 4.17 %). Sementara terdapat 1 emiten mengalami stagnansi harga.

- Sementara kecenderungan posisi harga saham pada minggu kedelapan lebih kepada penurunan harga saham dengan terdapat 6 miten memperoleh return aktual yang negatif dengan nilai tertinggi penurunan dialami oleh emiten dengan ticker APOL (-0.1143 atau -11.43 %). Kenaikan harga saham dialami sebanyak 2 emiten dengan ticker RELI yang mengalami kenaikan tertinggi sebesar 2.04 %.
- Emiten dengan return aktual yang negatif atau mengalami penurunan harga pada minggu kesembilan pengamatan sebanyak 5 emiten dengan emiten yang mengalami penurunan tertinggi yaitu -16.67 % dialami oleh emiten dengan ticker MFIN. Kenaikan harga saham pada minggu ini masih dengan 2 emiten mengalami kenaikan dan emiten dengan ticker MICEI membukukan kenaikan tertinggi sebesar 2.67 %, dan terdapat satu emiten yang mengalami stagnansi harga (PEGE).
- Terdapat 2 emiten yang mengalami penurunan harga atau return aktual yang negatif pada minggu ke-10 pengamatan dan emiten yang mendapatkan penurunan yang tajam jika dibandingkan dengan penurunan harga saham – saham lain yaitu MASA (-6.67 %). Terdapat pula kenaikan harga saham pada minggu ini dengan 3 miten mengalami kenaikan dengan kenaikan tertinggi dialami oleh emiten dengan ticker AMAG (5.88 %). Sementara terdapat 3 saham mengalami stagnansi harga.